



سازمان بورس و اوراق بهادار  
Securities & Exchange Organization

مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

## روش‌شناسی طراحی ابزارهای مالی اسلامی در بازار سرمایه ایران

(مورد مطالعه: تعهد پرداخت حداقل منفعت انتظاری در اوراق منفعت)

مجتبی کاوند

اردیبهشت ۱۳۹۶



## سازمان بورس و اوراق بهادار

### مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

**عنوان:** روش‌شناسی طراحی ابزارهای مالی اسلامی در بازار سرمایه ایران (مورد مطالعه: تعهد پرداخت حداقل منفعت انتظاری در اوراق منفعت)

**تهیه‌کننده:** مجتبی کاوند

**کد گزارش:**

**تاریخ گزارش:** اردیبهشت ۹۶

این اثر در مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار تهیه گردیده و مباحث و نظرات ارائه شده در آن صرفاً نظرات و بررسی‌های صورت گرفته توسط کارشناسان و پژوهشگران این مرکز می‌باشد نه نظرات رسمی سازمان بورس و اوراق بهادار.

## فهرست مطالب

|  |           |
|--|-----------|
| مقدمه .....  | ۵         |
| مالی اسلامی .....  | ۶         |
| جایگاه فقه در مالی اسلامی .....  | ۷         |
| معرفی روش‌شناسی طراحی ابزارهای مالی در بازار سرمایه .....  | ۷         |
| مراحل روش‌شناسی طراحی ابزارهای مالی اسلامی در بازار سرمایه .....                                   | ۸         |
| ۱. ارایه طرح یا موضوع مالی .....   | ۸         |
| ۲. تعیین ابعاد فقهی موضوع مالی (ارائه نظرات کارشناسی در مورد طرح) .....                            | ۸         |
| ۳. بررسی مستندهای فقهی درباره موضوع (ارائه طرح به کارگروه مطالعات فقهی بازار سرمایه اسلامی) .....  | ۸         |
| ۴. تطبیق بعدهای فقهی موضوع با مستندهای فقهی (ارائه نظرات کارشناسی) .....                           | ۹         |
| ۵. انتخاب خبرگان فقه مالی (بررسی در کمیته تخصصی فقهی) .....  | ۹         |
| ۶. گردآوری و جمع‌بندی نظرهای خبرگان فقه اقتصادی (تدوین مصوبه کمیته تخصصی فقهی به بخش مربوطه) ..... | ۱۰        |
| ۷. دریافت نظرهای مراجع عظام تقلید .....  | ۱۰        |
| <b>موردکاوی ۱: ضمانت در اوراق منفعت .....</b>  | <b>۱۳</b> |
| ۱. ارایه طرح یا موضوع مالی .....   | ۱۳        |
| ۲. تعیین ابعاد فقهی موضوع مالی (ارائه نظرات کارشناسی در مورد طرح) .....                            | ۱۳        |
| ۳. بررسی مستندهای فقهی درباره موضوع (ارائه طرح به کارگروه مطالعات فقهی بازار سرمایه اسلامی) .....  | ۱۳        |
| ۴. تطبیق بعدهای فقهی موضوع با مستندهای فقهی (ارائه نظرات کارشناسی) .....                           | ۱۴        |
| ۵. انتخاب خبرگان فقه مالی (بررسی در کمیته تخصصی فقهی) .....  | ۱۴        |
| ۶. گردآوری و جمع‌بندی نظرهای خبرگان فقه مالی (ابلاغ مصوبه کمیته تخصصی فقهی به بخش مربوطه) .....    | ۲۰        |
| نظر کمیته تخصصی فقهی .....   | ۲۰        |
| <b>منابع و مأخذ: .....</b>   | <b>۲۲</b> |

# روش‌شناسی طراحی ابزارهای مالی اسلامی در بازار سرمایه ایران

(مورد مطالعه: تعهد پرداخت حداقل منفعت انتظاری در اوراق منفعت)

مجتبی کاوند

## چکیده

امروزه روش‌شناسی مسئله مهم همه پژوهش‌ها اعم از کیفی و کمی می‌باشد. در پژوهش‌های کیفی روش‌های تحقیقی متنوعی از جمله گروه کانونی، دلفی، موردکاوری و... وجود دارد. در مالی اسلامی به دلیل وجود مسائل و شبهات فقهی در طراحی ابزارها و نهادهای مالی جدید، نیاز به روشی متفاوت متناسب با آن می‌باشد. در طراحی ابزارها و هادهای جدید مجموعه‌ای از روش‌های گردآوری اطلاعات و روش‌های تحقیق برای دستیابی به نتیجه در قالب مراحل مختلف وجود دارد. به عبارت دیگر در پژوهش‌های مالی اسلامی بسته روشی برای تحقیق وجود دارد که بخش اعظم این بسته تحقیقی مربوط به موضوع‌شناسی است.

در این پژوهش مراحل طراحی و ابزارهای مالی اسلامی در بازار سرمایه ایران مبتنی بر روش‌شناسی کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار تبیین شده و مراحل مختلف آن بیان شده است. سپس موضوع تعهد به الزام حداقل منفعت انتظاری در اوراق منفعت مبتنی بر این روش‌شناسی و مراحل مختلف آن توضیح داده شده است.

**کلمات کلیدی:** مالی اسلامی، روش‌شناسی، ابزارهای مالی، بازار سرمایه، اوراق منفعت، تعهد حداقل منفعت انتظاری

## مقدمه

یکی از حوزه‌های کاربردی اقتصاد، دانش مالی (Finance) است که در آن به موضوع‌هایی مانند بازارهای مالی، نهادهای مالی و ابزارهای مالی پرداخته می‌شود. از آن‌جا که آغاز طراحی و به کارگیری بسیاری از محصولات، ابزارها و روش‌های مالی از کشورهای غربی بوده و بر اساس مبانی ارزشی و حقوقی آنها شکل گرفته است، در مواردی با مبانی ارزشی، فقهی و حقوقی اسلام سازگار نیستند. از این رو اندیشه‌وران اقتصاد و مالی اسلامی کوشیده‌اند با بررسی این روش‌ها و ابزارها، دیدگاه اسلام درباره جواز یا عدم جواز استفاده از آن‌ها را اعلام کنند و بر این اساس به اصلاح روش‌ها و ابزارهای موجود یا طراحی ابزارها و شیوه‌های جدید بپردازند. طی سالیان گذشته، نهادها، روش‌ها و ابزارهای گوناگون مالی از نظام متعارف وارد کشورهای اسلامی شده است و بسیاری از آنها برای زمان کوتاهی درخشش خوبی داشته‌اند؛ اما پس از روشن شدن ماهیت آنها فقط آن گروه که با باورها، ارزش‌ها و فرهنگ دینی مردم سازگار بودند، ماندگار شده و بقیه دچار چالش شده و به ضعف گراییده‌اند. از این‌رو، شرط کامیابی هر ابزار یا روش اقتباس شده از نظام مالی متعارف، آن است که در عین سازگاری با شاخص‌های کلان و خرد اقتصادی باید با هدف‌ها، اخلاق، اصول و قاعده‌های شریعت اسلام نیز سازگار باشد (موسویان، ۱۳۹۱، ص ۴۵).

تصویب و ابلاغ "قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران" در آذر ۱۳۸۴ و "قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید به منظور تسهیل اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی" در آذر ۱۳۸۸ روند نوینی را در توسعه بازار سرمایه ایران فراهم آورد و با تأسیس سازمان بورس و اوراق بهادار و تشکیل کمیته تخصصی فقهی در سال ۱۳۸۵، زیرساخت‌های لازم برای طراحی ابزارها و نهادهای مالی جدید مطابق با فقه فراهم شد. توسعه ابزارها و نهادها در بازارهای سرمایه امری ضروری است. این توسعه ممکن است به این دلایل ایجاد شود:



شکل ۱: دلایل تغییر در سازوکارهای بازار سرمایه

در این میان، لزوم تطبیق با موازین شریعت یکی از موضوعاتی است که در حوزه تغییر سازوکارها در بازار سرمایه مطرح می‌شود. بستر این موضوع هم از آنجا نشأت می‌گیرد که به موجب بند ۵ اصل ۴۳ قانون اساسی، "برای تأمین استقلال اقتصادی جامعه و ریشه‌کن کردن فقر و محرومیت و برآوردن نیازهای انسان در جریان رشد، با حفظ آزادی او، اقتصاد جمهوری اسلامی ایران بر اساس ضوابط زیر استوار می‌شود: منع اضرار به غیر و انحصار و احتکار و ربا و دیگر معاملات باطل و حرام" وجود این اصل در قانون اساسی و نیز سایر قوانین، روند توسعه در بازار سرمایه را مبتنی بر موازین شریعت ساخته است.

در بازار سرمایه ایران، کمیته فقهی یکی از ارکانی است که مطابق ماده ۲ دستورالعمل تشکیل و فعالیت کمیته تخصصی فقهی (مصوب اردیبهشت ۱۳۸۶ توسط هیئت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار) با هدف ذیل تأسیس شده است:

✓ بررسی و ارائه نظر شرعی راجع به ابزارها، بازارها و نهادهای مالی در بازارهای مالی کشور و ارائه پیشنهادات اصلاحی لازم؛

به منظور تحقق این هدف، کمیته فقهی با بررسی ضابطه‌های عمومی و اختصاصی معامله‌ها، چارچوب‌های کلی را مشخص کرده و اجازه تخطی از آنها را نمی‌دهد. ضابطه‌های عمومی، قانون‌هایی هستند که به معامله‌ای خاص اختصاص ندارند و در غالب معامله‌ها جریان می‌یابند. ممنوعیت ربا، ممنوعیت ضرر، ممنوعیت غرر و ممنوعیت اکل مال به باطل در کنار شرایط عمومی طرف‌های قرارداد مانند بلوغ، رشد، رضایت و... و مورد معامله از جمله مهم‌ترین ضابطه‌های معامله‌ها شمرده می‌شوند. ضوابط اختصاصی، شرایطی است که به‌طور خاص در برخی معامله‌ها تعیین شده است.

در این گزارش روش‌شناسی طراحی ابزارهای مالی اسلامی در بازار سرمایه بررسی می‌شود تا پژوهشگران بتوانند با به‌کارگیری آن به نتیجه‌های معتبری دست یابند.

## مالی اسلامی

دانش مالی اسلامی، دانش و هنر مدیریت اموال و ثروت در چارچوب اصول و قواعد شریعت اسلام و مبتنی بر سنت‌های الهی، اخلاق و هدف‌های نظام اقتصادی اسلام تنها نظام مالی در جهان کنونی است که بر پایه آموزه‌های یکی از ادیان الهی شکل گرفته و روزبه‌روز توجه بیشتری از طرف مسلمانان و غیرمسلمانان را به خود جلب می‌کند. نظام مالی منطبق بر شریعت با رشد فزاینده‌ای در حال تسری به مناطق گوناگون جهان است. در مالی اسلامی از معامله‌ها و روش‌های مبتنی بر ربا، غرر، قمار و... منع می‌شود و معامله‌های واقعی اقتصادی، مجاز شمرده می‌شود.

مالی اسلامی در عمل، صنعت نوپا اما با رشد سریع است و آسیای جنوب شرقی و خاورمیانه بیشترین سهم را در رشد آن دارند. تلاش می‌شود تا مالی اسلامی جایگزین واقعی، بادوام و اخلاقی برای نظام مالی متعارف در دنیا باشد. پس از بحران مالی اخیر، انتقادات به نظام بانکداری و مالی متعارف فزونی یافت و توجه به بانکداری و مالی اسلامی در جایگاه نظام جایگزین بیشتر شد. گرچه حجم دارایی‌های مالی اسلامی در مقایسه با دارایی‌های مالی متعارف هنوز قابل توجه نیست، اما به علت رشد سریع این صنعت و عملکرد بهتر آن در بحران مالی، بسیاری از فعالان مالی باور دارند این صنعت می‌تواند به جایگزینی برای نظام مالی متعارف تبدیل شود (Thiagaraja et al., 2014, p 13).

## جایگاه فقه در مالی اسلامی

در مذهب شیعه، باب اجتهاد و فقه همیشه باز است و حرکت آن به سمت رشد و کمال و پویایی ادامه دارد. گشوده بودن باب اجتهاد سرچشمه تحول و تطور شگرف فقه در طول حیات خود از آغاز تاکنون شده است؛ هم از لحاظ گستره بحث‌ها و مسائل متناسب با وضعیت و مقتضیات زمان و هم از بعد ژرف‌نگری و عمق‌بخشی به دانش فقه (مؤسسه دایرة المعارف فقه اسلامی، ۱۳۸۷، ج ۵، ص ۷۱۴) یکی از عرصه‌های مهم دانش فقه، احکام قراردادهای یا معامله‌هاست که امروزه با شکل‌گیری بحث‌های نوین اقتصادی و مالی، شکل پیچیده‌تری به خود گرفته است.

فعالیت‌های اقتصادی اگر طبق معیارها و ضوابط شرعی و فقهی صورت نگیرد از سوی اسلام به رسمیت شناخته نمی‌شود. کاهش روزی حلال، قحطی و کمبود، عدم پذیرش عبادت‌ها، دوری از رحمت الهی و ورود به دوزخ از مهمترین آثار کسب و کارهای نامشروع و فاسد است (جوادی آملی، ۱۳۹۱، ص ۵۹۳) همان طور که گفته شد بین فقهی که به فعالیت‌های اقتصادی مردم ناظر است و مسائل و دشواری‌های آنها در این باره را رفع و رجوع می‌کند (فقه فردی) با فقهی که به فعالیت نظام‌سازان و طراحان ساختارها، سازوکارها، نهادها، ابزارها و شیوه‌های معاملاتی ناظر است (فقه نظام‌ساز) تمایز وجود دارد؛ فعالیت‌های اقتصادی مردم باید در چارچوب فقه باشد؛ اما نظام‌سازی و طراحی ساختارها، سازوکارها، ابزارها و شیوه‌های معاملاتی که به وسیله حکومت انجام می‌شود باید در چارچوب تمام آموزه‌های اسلامی اعم از سنت‌های الهی، اخلاق، فقه و هدف‌های نظام اقتصادی اسلامی باشد. بر این اساس قانونگذاران، سیاستگذاران و مجریان به ویژه طراحان ساختارها، سازوکارها، نهادها، ابزارها و شیوه‌های معاملاتی وظیفه دارند از صحت شرعی محصولات و شیوه‌های به کارگرفته شده مطمئن شوند و در طراحی این موارد، تمام آموزه‌های شریعت اعم از فقه، اخلاق، سنت‌های الهی را مد نظر قرار دهند. از آنجا که غالب شیوه‌ها و ابزارهای مورد استفاده در بازارهای مالی، محصولات نوپیدا شمرده می‌شوند برای کشف حکم شرعی آنها به اجتهاد و بررسی فقهی دقیق نیاز است.

## معرفی روش‌شناسی طراحی ابزارهای مالی در بازار سرمایه

چالشی که به صورت مشخص پژوهش‌های مالی اسلامی با آن روبه رو هستند، عبارت است از بین رشته‌ای بودن موضوعات. از یک سو پژوهشگران عرصه مالی اسلام، تسلط کافی بر ظرافت‌های فقهی ندارند و چنانچه بخواهند موضوعات را برای مراجع تقلید تبیین کنند، آشنایی به حساسیت‌های لازم فقهی ندارند. از سوی دیگر، همان طور که پیشتر گفته شد، به علت تنوع و تکرر علوم و دانش بشری در حوزه‌های گوناگون و افزایش پیچیدگی روزمره آن، امکان موضوع‌شناسی عمیق در تمام رشته‌های علوم و از جمله مالی اسلامی برای مراجع عظام تقلید وجود ندارد؛ در نتیجه نمی‌توان به پاسخ استفتائی ساده که بسیاری از جزئیات موضوع مالی در آن باز نشده، اعتماد کرد. از این رو مناسب است تا با پدیدآوردن حلقه‌ای واسط از خبرگان فقه مالی بین مراجع عظام تقلید و پژوهشگر فقه مالی با روش دقیق‌تری به بررسی موضوعها پرداخته شود. بر این اساس کمیته تخصصی فقهی با پدیدساختن این حلقه واسط می‌کوشد از یک سو به مدیران و کارشناسان بازار سرمایه برای دستیابی به بینش فقهی عمیق‌تر کمک کند و از سوی دیگر فرایند موضوع‌شناسی در مسائل مالی را برای فقیهان و مراجع عظام تقلید تسهیل کند. در ادامه مرحله‌های اصلی روش‌شناسی ابزارهای مالی اسلامی در بازار سرمایه تبیین می‌شود.

## مراحل روش‌شناسی طراحی ابزارهای مالی اسلامی در بازار سرمایه

### ۱. ارایه طرح یا موضوع مالی

اولین گام در فرآیند طراحی ابزارهای نوین در ایران تدوین طرح است. این طرح جدید می‌تواند هم در قالب اصلاح طرح موجود صورت گیرد و هم می‌تواند طرحی باشد که تاکنون در بازار سرمایه ایران سابقه اجرا نداشته است. ارائه طرح‌های جدید می‌تواند توسط اشخاص حقیقی یا حقوقی صورت پذیرد.

مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار مرجعی برای ارائه این طرح‌های جدید است. بر این مبنای اشخاص می‌توانند طرح‌ها و ایده‌های خود را ارائه کنند.

شایان ذکر است در حال حاضر طرح‌ها عمدتاً توسط معاونت‌های سازمان بورس و اوراق بهادار و نیز بورس‌ها صورت می‌گیرد. در این گام، پژوهشگران مالی اسلامی سازمان بورس بر اساس شناخت خود از موضوع‌های مالی به اظهار نظر می‌پردازند.

### ۲. تعیین ابعاد فقهی موضوع مالی (ارائه نظرات کارشناسی در مورد طرح)

در این مرحله، جنبه‌های فقهی موضوع مشخص می‌شود و در حد امکان به صورت پرسش‌های مشخص جهت شفاف شدن موضوع برای پژوهشگر مطرح می‌شود. هر چه در این مرحله پرسش‌های دقیق‌تری مطرح شود در ارزیابی و حصول نتیجه کار پژوهشگر آسانتر می‌شود. در فرآیند طراحی ابزارهای نوین در بازار سرمایه جمهوری اسلامی ایران در سازمان بورس و اوراق بهادار در مرحله دوم، طرح‌های ارائه شده مورد نقد و بررسی قرار می‌گیرند. نقد و بررسی طرح‌ها با در نظر گرفتن ابعاد ذیل است:

#### ۱. ابعاد فقهی

#### ۲. ابعاد مالی و اقتصادی

#### ۳. ابعاد حقوقی

طرح‌های جدید در این مرحله نقد و بررسی می‌شوند. این نقد و بررسی توسط کارشناسان مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار و با همکاری کارشناسان مربوطه صورت می‌گیرد. این بررسی‌ها در قالب جلساتی صورت می‌گیرد که برخی از آنها دبیر کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار نیز حضور دارد.

### ۳. بررسی مستندهای فقهی درباره موضوع (ارائه طرح به کارگروه مطالعات فقهی بازار سرمایه اسلامی)

پس از تبیین بعدهای فقهی موضوع، پژوهشگر باید مستندهای فقهی موجود درباره موضوع را بررسی کند. این مستندها شامل کتاب‌های فقهی مشهور، پژوهش‌های فقهی مرتبط با موضوع و به طور کلی هرگونه منبع معتبری است که بتوان با استفاده از آن بعدهای فقهی موضوع را واکاوی کرد. در این جهت مناسب است پژوهشگر به پژوهش‌هایی که در موارد دیگر به بررسی فقهی موضوع اقتصادی مشابه پرداخته‌اند، مراجعه کند و با آگاهی نسبت به چگونگی استدلال آنها، در صورت لزوم از فرآیند یا نتیجه‌های آنها نیز استفاده کند.

هر چند نمی‌توان معیار کمی مشخصی برای کفایت بررسی مطرح کرد، اما از آنجا که هدف پژوهش‌های کیفی، توصیف یا تبیین یک پدیده به مشروح‌ترین شکل ممکن است، بررسی مستندها باید تا زمانی ادامه یابد که به حد کفایت یا اشباع نظری برسد. اشباع نظری، قضاوتی است که در آن پژوهشگر با تمرکز بر منابع و مستندهای قابل بررسی به این جمع‌بندی می‌رسد که نیاز به



جمع‌آوری اطلاعات بیشتر وجود ندارد و بررسی مستندهای بیشتر، اطلاعات قابل توجه بیشتری فراهم نمی‌کند (Cohen et al., 2011, p 161).

کارگروه مطالعات فقهی بازار سرمایه اسلامی یکی از نهادهای پشتیبان کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار می‌باشد. تأسیس این نهاد به سال ۱۳۹۰ برمی‌گردد. ایده ایجاد این کارگروه به زمانی می‌رسد که نیاز به وجود یک نهاد فکری و فقهی پشتیبان برای کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار حس می‌شد. بر این مبنا این کارگروه تشکیل شد. مطابق رویه فعلی، طرح‌ها برای بررسی در کمیته تخصصی فقهی ابتدا به این کارگروه ارجاع می‌شود و بعد از بحث و بررسی، مصوبه کارگروه مطالعات فقهی بازار سرمایه اسلامی در اختیار دبیرخانه کمیته تخصصی فقهی قرار می‌گیرد.

#### ۴. تطبیق بعدهای فقهی موضوع با مستندهای فقهی (ارائه نظرات کارشناسی)

در این مرحله، پژوهشگر بر اساس شناخت ماهیت موضوع و منابع فقهی بررسی شده، جنبه‌های فقهی موضوع را با نظرهای موجود در آن باره محک می‌زند و بر اساس استدلال‌های منطقی مبتنی بر منابع فقهی، به تطبیق بعدهای فقهی موضوع با مستندهای فقهی و طرح دیدگاه خود که برخاسته از بررسی فقهی است، می‌پردازد. از آنجا که ممکن است پژوهشگر به علت عدم کاوش فقهی عمیق و ناآشنایی با برخی جنبه‌های ظریف در تطبیق موضوع اشتباه کرده باشد، در مرحله بعد با کمک خبرگان فقه اقتصادی به تقویت یا اصلاح دیدگاه خود می‌پردازد. در این مرحله، دیدگاه کارگروه مطالعات فقهی بازار سرمایه اسلامی در مورد موضوع معین از منظر کارشناسی مالی اسلامی مورد بحث و بررسی قرار می‌گیرد و نکات فقهی مندرج در آن در تدوین پیش‌نویس مصوبه کمیته تخصصی فقهی مدنظر قرار می‌گیرد.

#### ۵. انتخاب خبرگان فقه مالی (بررسی در کمیته تخصصی فقهی)

در این مرحله پژوهشگر باید موضوع را در معرض نظرهای خبرگان فقهی آشنا به بحث‌های اقتصادی و مالی قرار دهد. انتخاب خبرگان فقهی با استفاده از روش‌های نمونه‌گیری هدفمند انجام می‌شود. نمونه‌گیری هدفمند که به آن نمونه‌گیری غیراحتمالی، هدفدار یا کیفی می‌گویند به معنای انتخاب هدف دار واحدهای پژوهش برای کسب دانش یا اطلاعات است (Tashakkori & Teddlie, 2010, p. 354).

منظور از خبرگان فقهی در این مرحله، متخصصان حوزه فقه اقتصادی هستند که واجد دست کم دو شرط از موارد ذیل می‌شوند:

۱. داشتن دست کم مدرک سطح ۴ تحصیلات حوزوی؛
۲. داشتن دست کم مدرک کارشناسی ارشد رشته‌های مرتبط با اقتصاد یا مالی؛
۳. داشتن دست کم پنج مقاله پژوهشی یا کتاب در حوزه فقه اقتصادی؛
۴. عضویت در شورای فقهی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران؛
۵. عضویت در کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار؛
۶. داشتن حسن شهرت به عنوان صاحب نظر فقه اقتصادی.

خبرگان فقه اقتصادی به عنوان حلقه واسط بین پژوهشگر و مراجع تقلید از یک سو به تقویت واکاوی فقهی و فهم عمیق پژوهشگر در حوزه فقه اقتصادی و از سوی دیگر به تسهیل فرایند موضوع‌شناسی برای مراجع عظام تقلید کمک می‌کنند. در صورت وجود تعداد

خبرگان کافی تا زمانی که به حد اشباع نظری برسد، مصاحبه با خبرگان ادامه می‌یابد و دست کم پنج نفر خبره باید انتخاب شود؛ روشن است هر چه پیچیدگی موضوع بیشتر باشد، انتخاب بیشتر خبرگان ضروری‌تر می‌شود و بر اعتبار نتیجه‌ها می‌افزاید. کمیته تخصصی فقهی یکی از ارکان اساسی در طراحی ابزارها و قراردادهای بازار سرمایه اسلامی محسوب می‌شود. مطابق فرآیند فوق، در این مرحله طرح جدید ارائه شده در اختیار کمیته تخصصی فقهی برای اظهار نظر قرار می‌گیرد. معمولاً سیر بحث‌ها در کمیته تخصصی فقهی دو جلسه به طول می‌انجامد. جلسات کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار معمولاً یک هفته در میان و در محل سازمان بورس و اوراق بهادار برگزار می‌شود. در صورتی که کمیته تخصصی فقهی طرحی را از نظر انطباق با موازین شریعت تأیید نماید، وارد مرحله بعدی می‌شود.

## **۶. گردآوری و جمع‌بندی نظرهای خبرگان فقه اقتصادی (تدوین مصوبه کمیته تخصصی فقهی به بخش مربوطه)**

پس از برگزاری جلسات کارشناسی متعدد در سطح فقهی و مالی، موضوع جهت طرح در کمیته فقهی مطرح می‌شود و بحث‌های فقهی مفصلی پیرامون آن از سوی اعضا صورت می‌گیرد و سؤالات و چالش‌های فقهی مطرح و مورد نقد و بررسی دقیق قرار می‌گیرد. در نهایت پس از بررسی شبهات و رایۀ راه‌حل‌های اعضای محترم، روی راه‌حلی که تسالم وجود دارد، توافق صورت می‌گیرد و این راه‌حل‌ها به عنوان راه‌کارهای اجرایی جهت جمع‌بندی و تدوین صورت‌جلسه مورد توافق قرا می‌گیرد. شایان ذکر است که صورت‌جلسه پس از تدوین مجدداً در جلسه کمیته فقهی بررسی و قرائت می‌شود و اشکالات احتمالی در صورت امکان برطرف می‌شود. مصوبات صورت‌جلسه کمیته فقهی برای تدوین دستورالعمل اجرایی یا آیین‌نامه‌های مورد نیاز جهت اجرایی کردن ابزار مالی مورد نظر استفاده قرار می‌گیرد.

## **۷. دریافت نظرهای مراجع عظام تقلید**

در این مرحله دیدگاه پژوهشگر همراه با توضیح‌های موضوع شناسی و دیدگاه خبرگان فقه اقتصادی جهت استفتا به مراجع عظام تقلید دست کم نه نفر از مراجع معروف ارائه می‌شود. در صورت تأیید اکثریت مراجع، دیدگاه پژوهشگر تأیید می‌شود؛ در غیر این صورت دیدگاه وی رد می‌شود. در صورت رد اگر اشکال از چگونگی انتخاب موضوع باشد، پژوهشگر باید با رجوع به مرحله نخست با دقت بیشتری موضوع را انتخاب کند و اگر مشکل از بررسی مستندها باشد باید با رجوع به مرحله سوم و انجام بررسی عمیق‌تر، دیدگاه را اصلاح کند یا با ادله محکم‌تر و مستدل‌تر دیدگاه خود را دوباره در معرض نظرهای خبرگان فقه اقتصادی قرار دهد. در صورت تأیید دیدگاه پژوهشگر به وسیله اکثریت مراجع تقلید، پژوهشگر می‌تواند تحلیل خود از جمع‌بندی نظرهای فقیهان را که بر اساس اجتهاد به دست آمده، در نتیجه‌های پژوهش گزارش دهد. در این جهت لازم است مستندهای استفتا از مراجع جهت افزایش اعتبار نتیجه‌های ارائه شده و نیز استفاده پژوهشگران بعدی به پژوهش پیوست شود.

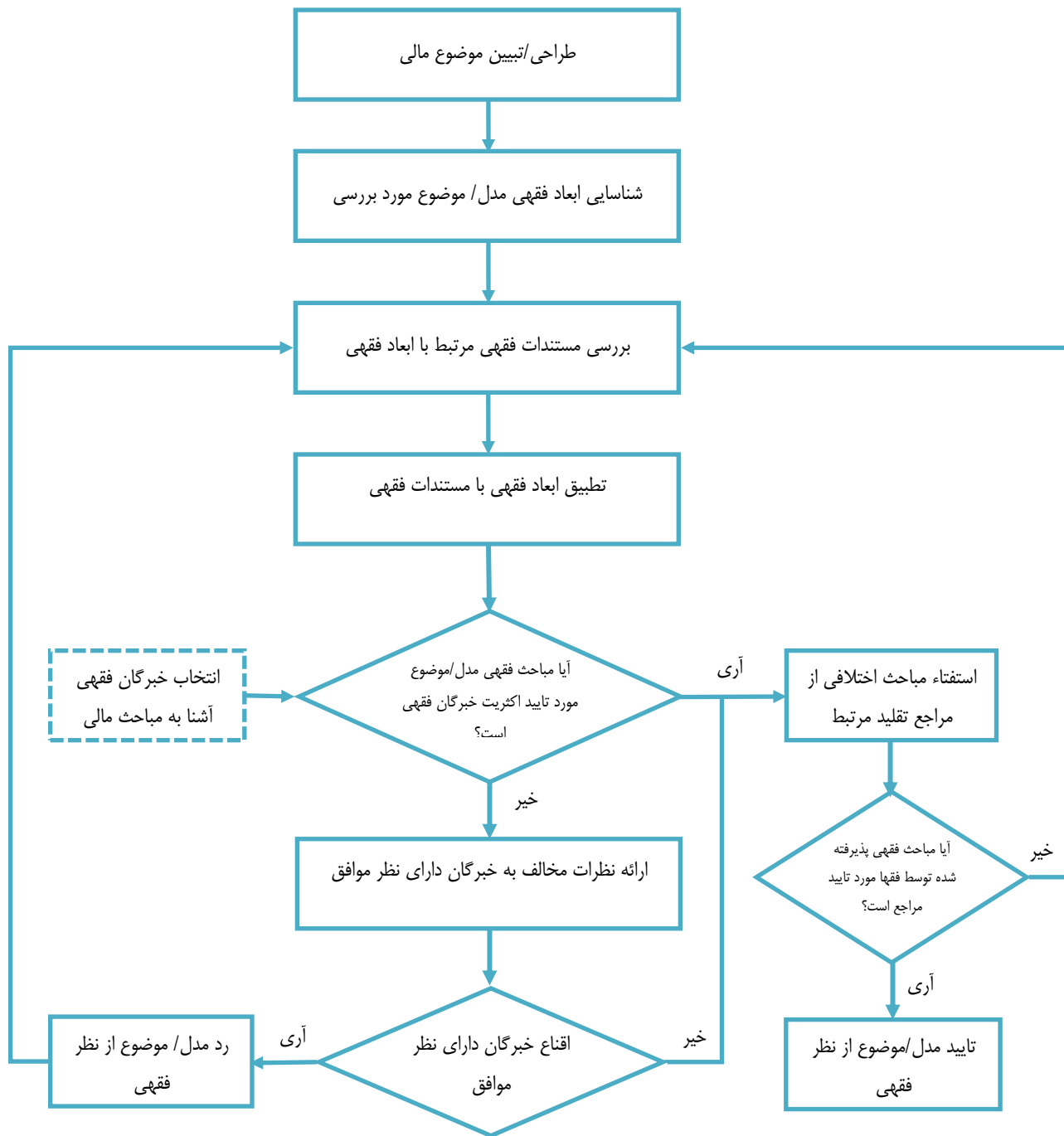
در این مرحله بیش از کمیت، کیفیت پاسخ مراجع است که باعث اطمینان به حکم شرعی می‌شود. هر چه پاسخ‌ها به هم نزدیک و هم جهت باشند نشان‌دهنده آن است که مرحله‌های اجتهاد اعم از موضوع‌شناسی، تبیین بعدهای فقهی موضوع و مرحله حکم‌شناسی کامل است و در نقطه برابر، هر چه پاسخ‌ها غیر هم جهت و دور از هم باشند، نشان‌دهنده این است که برخی از مرحله‌های اجتهاد

نقصان دارد و باید یا تعداد مراجع تقلید را اضافه کرد یا در مرحله‌های پیش از استفتا بازنگری کرد. الگوی عملیاتی روش اجتهاد چند مرحله‌ای در فقه اقتصادی به طور مختصر در قالب شکل یک توضیح داده شده است.

جدول ۱، مقایسه‌ای میان مراحل طراحی ابزارهای مالی بر اساس رویه کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و روش اجتهاد چندمرحله‌ای ارائه شده توسط موسویان و خوانساری ارائه خواهد شد.

جدول ۱- مقایسه مراحل طراحی ابزارهای مالی اسلامی میان دو روش مختلف

|   |  |
|---|--|
| روش اجتهاد چندمرحله‌ای                          | روش کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار          |
| ۱. تعیین ابعاد فقهی موضوع مالی                  | ۱. ارائه نظرات کارشناسی در مورد طرح                      |
| ۲. تعیین ابعاد فقهی موضوع مالی                  | ۲. ارائه نظرات کارشناسی در مورد طرح                      |
| ۳. بررسی مستندهای فقهی درباره موضوع             | ۳. ارائه طرح به کارگروه مطالعات فقهی بازار سرمایه اسلامی |
| ۴. تطبیق بدهای فقهی موضوع با مستندهای فقهی      | ۴. ارائه نظرات کارشناسی                                  |
| ۵. انتخاب خبرگان فقه مالی                       | ۵. بررسی در کمیته تخصصی فقهی                             |
| ۶. گردآوری و جمع بندی نظرهای خبرگان فقه اقتصادی | ۶. تدوین مصوبه کمیته تخصصی فقهی به بخش مربوطه            |
| ۷. دریافت نظرهای مراجع عظام تقلید               | ۷. دریافت نظرهای مراجع عظام تقلید (در صورت لزوم)         |



شکل ۳: فرآیند طراحی ابزارهای نوین در بازار سرمایه جمهوری اسلامی ایران در سازمان بورس و اوراق بهادار  
 منبع: (موسویان و خوانساری، ۱۳۹۵: ۳۰)

## موردکاوی ۱: ضمانت در اوراق منفعت

در این بخش روش‌شناسی طراحی ابزارهای مالی بر اساس یک موردکاوی با عنوان ضمانت در اوراق منفعت تبیین خواهد شد.

### ۱. ارایه طرح یا موضوع مالی

طرح ضمانت حداقل منفعت انتظاری در اوراق منفعت توسط بانی یا شرکتی که بانی حداقل سهامدار ۲۰٪ آن است، در ابتدا در دستورالعمل انتشار اوراق منفعت گنجانده شد و سپس مواد ۴ و ۵ این دستورالعمل توسط اداره نظارت بر ثبت و انتشار اوراق بدهی برای بررسی به دبیرخانه کمیته فقهی ارجاع داده شد.

### ۲. تعیین ابعاد فقهی موضوع مالی (ارائه نظرات کارشناسی در مورد طرح)

در این مرحله موضوع توسط یکی از پژوهشگران مالی اسلامی مرکز پژوهش مورد بررسی قرار گرفت و سؤالات و شبهات فقهی پیرامون این مسئله استخراج شد. سپس جلسه هم‌اندیشی میان پژوهشگران گروه مالی اسلامی مرکز پژوهش برگزار شد و موضوع و ابعاد آن توسط کارشناس مربوطه ارائه شد. در این مرحله اعضای گروه روی ابعاد مختلف فقهی و شبهات مطرح شده بحث و تبادل نظر کرده و جمع‌بندی انجام شده را جهت طرح در جلسه کارشناسی دیگری که با حضور ارائه‌دهندگان طرح، برخی اعضای گروه مالی اسلامی و دبیر کمیته فقهی برگزار شد، آماده نمودند.

### ۳. بررسی مستندهای فقهی درباره موضوع (ارائه طرح به کارگروه مطالعات فقهی بازار سرمایه اسلامی)

در این مرحله موضوع تضمین حداقل منفعت انتظاری جهت بحث کارشناسی فقهی به کارگروه فرعی قم ارائه شد. نتایج این کارگروه به شرح ذیل است:

الگوهای اوراق منفعت عبارتند از:

۱. بیع حق
۲. بیع منفعت
۳. اجاره
۴. صلح حق
۵. صلح منفعت

در اوراق منفعت سرمایه‌گذاران مالک منفعت حاصل از یک دارائی خاص و بر مبنای عایدی حاصل از منفعت دارائی مشخص، سود و زیان آنان تعیین می‌شود. کلیت موضوع قبلاً به تصویب رسیده و مسئله ضمانت در این اوراق محل مناقشه است. اگر در اوراق منفعت

سرمایه‌گذاران مالک منفعت یک دارائی مشخص باشند، آیا بانی محق تضمین حداقل سود برای سرمایه‌گذاران می‌باشد یا خیر؟

اوراق منفعت در دستورالعمل به سبک همین جا تعریف شده است. در مورد این اوراق ۲ مسئله مطرح است:

- ۱- ضامن چه کسی است؟ آیا هر شخص حقوقی مثل بانک‌ها یا سهامدار عمده بانی با بیش از ۲۰ درصد سهام بانی است؟
- ۲- آیا ضامن می‌تواند حداقل منفعت اوراق را تضمین نماید؟
- ۳- آیا ضامن می‌تواند سهامدار عمده بانی (با سهام بیش از ۲۰ درصد بانی) باشد؟

جواب سؤال مرتب بر این است که شخص حقوقی چگونه است. از نظر حقوقدانان، شخصیت حقوقی متفاوت از شخصیت سهامدار است. شخصیت حقوقی بانی متفاوت از شخصیت حقوقی ضامن (که بانی سهامدار بیش از ۲۰٪ آن است) می‌باشد. بنابراین ضمانت سهامدار با ۲۰٪ بیشتر ضمانت شخص ثالث محسوب می‌شود.

ولی اگر به این نحو پیش نیاید مثلاً ۵ شریک ۲۰٪ باشند و هر کدام سهم‌الشرکه مساوی و کاری را با هم به‌عنوان بانی عهده‌دار شده‌اند بعد یک نفر از میان ۵ شریک که اعتبار بیش‌تری دارد بگویند من به تنهایی ضامن می‌شوم و هم کار خود را ضامن می‌شوم و هم کار بقیه را. در این جا اگر شخصیت حقوقی رها شود این مسئله پیش می‌آید که شرکت سهامداری را با خود شرکت یکی بدانیم. آن وقت گویی شریک دارد بخشی از مسئولیت‌های خودش را ضمانت می‌کند و در این صورت این سؤال مطرح می‌شود که آیا ضامن و مضمون‌عنه می‌توانند یکی باشند؟

اگر شخصیت حقوقی را بپذیریم، مسئله حل است و ضمانت سهامدار بیش از ۲۰٪ قابل قبول است. ولی اگر شخصیت حقوقی را نپذیریم ممکن است شرکائی که مسؤولیت انجام کاری را پذیرفته‌اند، از میان آن‌ها یکی اعتبار خاص داشته باشد و بقیه می‌گویند اگر شما کار مجموعه را ضمانت کنی، ما حاضر به همکاری با مجموعه هستیم و چنین امری رویه است. هم‌چنین وقتی چنین فردی ضمانت می‌کند، نسبت به شرکا دیگر شخص ثالث محسوب می‌شود ولی وقتی در مورد خودش ضمانت می‌کند در واقع هم خود را ضمانت می‌کند و هم دیگران را. این امر مرسوم و انجام می‌شود. به لحاظ فقهی ضامن لازم نیست هنگام ضمانت ملائت تام داشته باشد. مهم این است هنگامی که مشکل پیش می‌آید و ضمانتش لازم است، ملائت داشته باشد. در پایان کمیته فرعی نتیجه گرفت به شرطی این کار انجام می‌شود که سهامدار بیش از ۲۰٪ به غیر از ۲۰٪ سهام بانی، دارایی‌های دیگری داشته باشد که به اعتبار آن‌ها و اتکای آن امکان این امر (ملائت یا توانائی) باشد.

#### ۴. تطبیق بعدهای فقهی موضوع با مستندهای فقهی (ارائه نظرات کارشناسی)

در این مرحله جمع‌بندی انجام شده در جلسه کارشناسی گروه مالی اسلامی و کارگروه تخصصی قم، برای بحث و تبادل نظر در جلسه دیگری که با حضور ارائه‌دهندگان طرح، برخی اعضای گروه مالی اسلامی و دبیر کمیته فقهی برگزار شد، آماده شد. در این جلسه مجدداً موضوع توسط رئیس اداره نظارت بر ثبت و انتشار اوراق بدهی (طراح اولیه موضوع) مطرح شد و ایرادات و شبهات فقهی توسط اعضای جلسه و دبیر محترم کمیته فقهی مطرح شد. همچنین، راه‌حل‌های کمیته فرعی قم مطرح و جهت تصمیم‌گیری نهایی به کمیته تخصصی فقهی ارجاع شد.

#### ۵. انتخاب خبرگان فقه مالی (بررسی در کمیته تخصصی فقهی)

کمیته تخصصی فقهی مرکب از ۵ فقیه متجزی در حوزه فقه مالی و اقتصادی و سه کارشناس مالی، حقوقی و اقتصادی، رئیس سازمان بورس و اوراق بهادار، معاونان و اعضای هیئت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار و نیز سایر کارشناسان و مدیران بخش‌های مختلف بازار سرمایه (بر حسب موضوع) تشکیل می‌شود. در مورد ضمانت حداقل منفعت انتظاری در اوراق منفعت، موضوع ۲ جلسه در دستور کار کمیته تخصصی فقهی قرار گرفت. سیر بحث در این جلسات به صورت ذیل بود (مشروح مذاکرات کمیته فقهی در مودر تعهد پرداخت حداقل منفعت انتظاری در اوراق منفعت، جلسات شماره: ۱۲۸ و ۱۲۹، تاریخ برگزاری: ۱۳۹۵/۰۴/۳۰ و ۱۳۹۵/۰۵/۱۳):

**عضو فقهی ۳:** در اوراق منفعت، تنوع اوراق منفعت مطرح است بر خلاف اوراق دیگر که تقریباً شبیه هستند.<sup>۱</sup>

۱- هتل: در این حالت، هر شب اقامت در هتل تبدیل به اوراق بهادار می‌شود در نتیجه، جریان درآمدی سرمایه‌گذار در اختیار هتل‌دار (بانی) است.

۲- بزرگراه: در این حالت، ۵ سال منافع بزرگراه متعلق به وزارت راه و شهرسازی تبدیل به اوراق بهادار می‌شود. در نتیجه وزارت راه و شهرسازی (بانی) به واسطه می‌گوید یک شرکت بهره‌بردار را برای استیفای جریان درآمدی صاحبان اوراق استخدام کنید. در اینجا بانی کاره‌ای نیست و ضمانت موضوعیت ندارد چون بانی به بهره‌بردار واگذار کرده است. پس سؤال مطرح می‌شود که: ضامن برای بانی چه چیزی را ضمانت می‌کند؟

۳- آگهی‌های بازرگانی: در این حالت، صدا و سیما (بانی) منافع (ثانیه‌های تبلیغات) را واگذار و سپس می‌گوید می‌توانید بیابید از تبلیغ استفاده یا می‌توانید به دیگری بفروشید تا او استفاده کند یا حق دارید یک هفته به سررسید به خود صدا و سیما بفروشید که این نوع سومی است. بحث ضمانت در اینجا، جریان درآمدی برای صاحبان اوراق یا استفاده‌کنندگان نهایی تبلیغ است در نتیجه تضمین در این جا از نوع حسن انجام کار می‌تواند مطرح شود که صدا و سیما باید نقض تعهد ننماید یا این که سرمایه‌گذار بتواند در بازار دارایی را بفروشد ولی ضمانت به این معنا که پرداختی داشته باشد مطرح نیست مگر در صورتی که سرمایه‌گذار با استفاده از حق اختیار فروش بخواهد بفروشد. پس بحث متنوع است و باید دید جریان درآمدی هر یک از انواع اوراق منفعت به دست چه کسی است و باید دید چه کسی را باید ضمانت کرد و چطوری باید ضمانت کرد؟

در بزرگراه که منافع ۵ ساله واگذار شده، سرمایه‌گذار از بانی طلبی ندارد. بانی بزرگراه را در اختیار واسطه قرار می‌دهد تا وی یک شرکت بهره‌بردار را نصب کند تا منافع را جمع‌آوری و به سرمایه‌گذاران تحویل نماید. در نتیجه یک سنخ نمی‌توان قضاوت کرد. پس سؤال این است که ضامن از طرف چه کسی، ضمانت می‌کند یا به عبارت دیگر، ضامن چه کسی را می‌خواهد ضمانت کند؟ در انواع اوراق منفعت، این موضوع با هم متفاوت است و نوع ضمانت‌ها هم به تبع جریان درآمدی که شکل می‌گیرد، متفاوت است.

**مدیر ۱:** انتشار اوراق منفعت بر اساس مراحل ذیل انجام می‌شود؛

۱- مراجعه صاحب منفعت و طرح این ادعا که عایدی مشخصی برای صاحبان اوراق دارد. البته در دستورالعمل هم آمده که یکی از شروط هم این است که پروژه باید سابقه جریان درآمدی مشخص داشته باشد.

۲- نهاد واسطه، متخصص انجام عملیات بهره‌برداری ندارد پس بانی موظف است بهره‌برداری را که خود یا دیگری است برای عملیات بهره‌برداری معرفی نماید. تضمین حداقل منفعت انتظاری از این باب است که پروژه‌هایی که معرفی شده‌اند و ادعا شده که پیش‌بینی جریان درآمدی آن میزان مشخصی است، میزان انتشار اوراق بر اساس این ادعا باشد. برای مثال، سرمایه‌گذاران در ازای ۱۰۰ واحد درآمد آتی پروژه، در حال حاضر تمایل دارند آن را به قیمتی کمتر از ۱۰۰ واحد اجاره یا حقوق آن را خریداری نمایند. تضمین حداقل منفعت انتظاری اوراق از سوی بانی منوط به شرایط ذیل است:

**الف)** با قید توانایی است و اجباری در کار نیست.

<sup>۱</sup> به دلیل رعایت اصل امانت‌داری اسامی اعضای محترم کمیته فقهی به صورت شماره با ذکر سمت حقوقی آنان ذکر شده است.

ب) بر اساس ادعای وی قیمت اوراق تعیین می‌شود. در واقع در حال حاضر، بر اساس ادعای وی قیمت منافع آتی تعیین می‌شود. اگر داده‌ها اشتباه باشند در واقع مثل این است که پول اضافه‌ای به وی پرداخت شده است و برعکس. جریان نقدی آتی، مبنای قیمت‌گذاری و معامله است. این می‌تواند توسط بهره‌بردار (بانی) یا اشخاص تضمین شود. برای اوراق مشابه، قبلاً ضمانت سهامدار عمده پذیرفته شده است. چون ضمانت ضامن در اوراق، از نوع ضمانت قانون مدنی نیست که متعهد (بانی) کنار رود و ضامن جایگزین شود بلکه ضمانت پرداخت است. یعنی در مرحله اول خود بانی متعهد به پرداخت است و در مرحله دوم سهامدار بالادست تعهد وی را تضمین می‌کند. از این رو، مسأله ضمانت در اوراق بهادار اسلامی یک مرتبه مورد تایید قرار گرفته که ممکن است ماهیتاً آن مورد متفاوت با اوراق منفعت باشد. اگر این گونه تعبیر شود که بانی مکلف و متعهد بوده است جریان‌های نقدی را از بابت بهره‌برداری از پروژه ایجاد کند و ضامن کسی است که این تعهد را تضمین می‌کند، به نظر می‌تواند درست باشد.

### عضو فقہی ۱: در اوراق منفعت، آیا از قبل منفعت مشخص است؟

عضو فقہی ۳: منفعت مشخص است ولی جریان درآمدی مشخص نیست. در همه انواع اوراق منفعت، جریان درآمدی توسط خود بانی سازماندهی می‌شود مثلاً در اتوبان، بهره‌بردار خود وزارتخانه است. در صدا و سیما وجوه حاصل از تبلیغات را وی به سرمای‌گذاران می‌دهد. در هتل نیز پول‌های اقامت‌های شبانه را خواهد گرفت و چون متعلق به صاحبان اوراق است به آن‌ها خواهد داد.

در این جا بحث اصل ضمانت مطرح می‌شود که سرمایه‌گذاران چه اعتمادی می‌توانند به بانی داشته باشند؟ چون جریان درآمدی است، احتمال عدم تحقق وعده‌های بانی وجود دارد پس سؤال مطرح می‌شود که چه کسی ضامن این بانی می‌شود که حق و حقوق صاحبان اوراق را بپردازد؟ در اتوبان ممکن است کسی شک کند صاحبان اوراق هم پول را می‌پردازند و از آن طرف خود دولت بهره‌برداری می‌کند و عوارض را جمع‌آوری و آن پول‌ها را هم بر می‌دارد. در صدا و سیما و هتل نیز بانی اوراق منتشر کرده و پول جمع‌آوری کرده بعد عواید هتل و تبلیغات را هم می‌گیرد که به صاحبان اوراق بدهد، ولی نمی‌دهد.

۱- بنابراین چه کسی اصل پرداخت وجوه حاصل از منفعت دارایی را ضمانت می‌کند (ماده ۴)

۲- کف درآمد را چگونه تضمین کنیم تا صاحبان اوراق مطمئن باشند یک کف سود برایشان حاصل خواهد شد (ماده ۵)

### عضو فقہی ۲: دقیقاً باید مورد ضمانت مشخص شود:

۱- طرف می‌خواهد ضامن سود شود که این اوراق فلان ریال سود داشته باشد و طرف هم ضامن شود یا

۲- ضامن می‌خواهد ضامن حسن انجام کار شود.

بانی به‌طور طبیعی ضامن انجام کار است و موظف است جریان امور را به‌طور کامل داشته باشد.

مدیر ۱: در گزارش اولیه بانی ذکر می‌شود که یک همچنین دارایی وجود دارد. مثلاً عوارض بزرگراه‌ها در ۲ سال گذشته از بابت عوارض سال اول ۱۰۰ میلیارد تومان و سال دوم ۱۷۰ میلیارد تومان. بر اساس مفروضات اولیه و طبق این روند، برای ۳ سال آینده با



توجه به روند قبل با فرض ثابت بودن نرخها، در سال سوم A ریال، سال چهارم B ریال و سال پنجم یک عدد دیگر برآورد می‌شود بانی در گزارش اعلام می‌کند.

ضامن ادعای شرکت (بانی) را بررسی و حداقل منفعت انتظاری را همان اعداد و پیش‌بینی‌هاست و خود بانی در گزارش ادعا کرده است، ضمانت می‌کند، چرا؟ چون همین ادعا منجر به قیمت‌گذاری و عرضه اولیه شده است.

تضمین بانی در واقع تضمین درستی پیش‌بینی‌هاست و خودش هم تضمین می‌کند که حداقل این اعداد به نتیجه برسد. جریان‌های نقدی آتی پروژه بر اساس طرح توجیهی می‌تواند توسط خود بانی تایید شود یا می‌تواند هر شخص دیگری تعهد و تضمین کند.

**عضو فقهی ۳:** این ضمانت نیست بلکه بحث کارشناسی رتبه‌بندی یا رتبه‌سنجی است و به معنای ضمانت نیست. تایید جریان‌های نقدی گذشته پروژه و صحت نهادن بر آن و پیش‌بینی آینده بر اساس آن، ضمانت نام دارد.

**مدیر ۱:** این مبنای ضمانت است.

**عضو فقهی ۱:** در ماده ۴ تعهد پرداخت سود در صورت نکول بانی توسط نفر سومی ذکر شده و وی متعهد به پرداخت سود (ضمانت پرداخت) است. در ماده ۵ نیز پیش‌بینی از آینده بر اساس روند گذشته و تعهد پرداخت یک حداقل از سود ذکر شده است. بر این اساس سؤال ذیل مطرح می‌شود:  
آیا ضمانت یا تعهد حداقل منفعت مجاز است؟

**عضو فقهی ۴:** وجود ضامن برای انتشار اوراق منفعت الزامی است منتهی ضامن نیست؟ ضامن با معرفی بانی از میان مواردی که در دستورالعمل آمده است، انتخاب می‌شود. در ماده ۵ نیز آمده که بانی علاوه بر معرفی ضامن، می‌تواند حداقل منفعت انتظاری را نیز ضمانت کند. شبهه‌ای در این‌جا مطرح می‌شود: بانی با انتشار اوراق منفعت یک قیمت اسمی دارد که مشخص می‌باشد و یک حداقل منفعت انتظاری که انگیزه سرمایه‌گذاران برای خرید است. اگر بانی حداقل منفعت انتظاری که غیر از قیمت اسمی است، ضمانت کرد، آیا می‌توان گفت این کار ضمانت است یا خیر؟

**معاون و عضو هیئت مدیره ۲:** حداقل منفعت همان نرخ روز اوراق است و با این کار (تضمین حداقل منفعت انتظاری) اوراق به سمت با درآمد ثابت می‌رود.

**مدیر ۲:** با قراردادن حق اختیار فروش در اوراق منفعت، می‌توان حداقل منفعت انتظاری را تضمین کرد.

**عضو فقهی ۳:** قراردادن حق اختیار فروش، در همه اوراق منفعت قابل تصویر نیست. در اوراق منفعت هتل می‌شود ولی در اوراق منفعت بزرگراه نمی‌شود (موضوع ضمانت باید مشخص شود).

**عضو هیئت مدیره ۱:** در همه انواع اوراق منفعت، سود در دوره انتشار مشخص می‌شود ولی تعامل با افراد بر اساس معیارهای سه ماهه است که همان سود علی‌الحساب است. منافع بزرگراه بعد از ۳ سال مشخص می‌شود زیرا منافع بزرگراه در برخی ایام سال متغیر

است. مانند اوراق مشارکت می‌توان یک حداقل سودی را پرداخت کرد و به آن متعهد شد و در پایان دوره و بعد از محاسبه دقیق، اگر عایدی بیشتر شد که به صاحبان اوراق داده می‌شود و اگر کمتر شد که از مال خود فرد به وی صلح می‌شود.

**عضو فقهی ۲:** می‌توانیم به فروش یا شرکت تمثیل کنیم. در عقد شرکت، شریک می‌تواند عدم خسارت را تا مقدار مشخصی تضمین کند که البته آن هم خلاف قاعده است. بر اساس قاعده، باید شریک هم در خسارت و هم در سود شریک باشد. خلاف قاعده همان روایت کنیز است که می‌گوید کنیز را بخریم که اگر سود بردیم شریک و اگر زیان کردیم، زیان به عهده یکی از شرکا. در مورد تشبیه به فروش این‌گونه است که فروشنده می‌گوید من این کالا را می‌فروشم به این شرط که تو در فروش آن در بازار این میزان (حداقل این مقدار سود) ببری. اگر سود نبردی من تضمین می‌کنم بپردازم. آیا این جور عقد در فقه اسلامی جایز است؟ اصلاً در بازار هست؟ این جور شرط سود در بازار متعارف نیست.

من این را می‌فروشم به این شرط که سود ببری و این چنین ضمانتی ممکن هست یا نه؟

**عضو فقهی ۱:** ضمانت در ماده ۴ که در ارکان انتشار اوراق منفعت هست یعنی ضمانت بر حسن انجام کار و ضمانت بر تحقق وعده‌ها و تعهدها و ضامن غیر از بانی است.

آیا یکی از اجزای بانی می‌تواند ضامن شود یا خیر؟ اگر سهامدار عمده، دارایی‌های دیگری داشته باشد که به اتکای آن‌ها حسن انجام کار را در این شرکت ضمانت کند، این چه بسا اشکالی ندارد و اگر دارایی‌های دیگر نداشته باشد چه بسا مسئله وحدت ضامن و مضمون عنه پیش آید. در هر حال شبهه‌ای که مطرح می‌شود این است که سهامدار بانی دارایی داشته باشد یا نداشته باشد، در صورت تضمین بانی آیا وحدت مضمون عنه و ضامن پیش می‌آید یا خیر؟

البته طبق فرض ماده ۴ دستورالعمل، ضامن، ضامن حسن انجام کار توسط بانی یا بهره‌بردار می‌باشد. فرض آن است صاحبان اوراق به جریان درآمدی اوراق هر چه هست، راضی هستند و نکول را به وسیله ضمانت می‌خواهند پوشش دهند. فقط مشکل این است آیا یکی از اجزای شرکت بانی می‌تواند این ضمانت را به عهده بگیرد یا خیر؟

**عضو فقهی ۳:** آیا طراحان آئین‌نامه هم این برداشت را قبول دارند؟

**مدیر ۱:** حداقل منفعت انتظاری آن چیزی است که دارنده اوراق انتظار دارد که این پروژه به عنوان درآمد ایجاد کند. سال اول ۱۰۰ واحد، سال دوم ۱۵۰ واحد، سال سوم ۲۰۰ واحد و این چیزی است که اعلام شده و دارنده اوراق انتظار دارد که محقق شود. درآمد پروژه به عنوان حداقل منفعت انتظاری موضوع است چون دارنده اوراق انتظار وصول آن را طی سال‌های مختلف دارد.

**عضو فقهی ۳:** اگر منظور این است، باید ماده ۴ و ۵ جابجا شود یعنی حداقل منفعت انتظاری توسط بانی تعهد شود، بعد در مرحله بعد یکی ضامن آن شود. حال سؤال مطرح می‌شود که چه کسی ضامن می‌شود؟

**عضو فقهی ۱:** آیا اساساً نیاز به رکن ضامن در ساختار اوراق منفعت هست؟ کسی که ضامن حسن انجام کار توسط بانی می‌شود به وی اطمینان است بنابراین حاضر است حداقل سود انتظاری را تضمین کند.

**عضو فقهی ۳:** قطع نظر از وجود کف سود یا نبود آن، وجود نهاد ضامن در انتشار اوراق منفعت نیاز است.

**مدیر ۱:** آن چه از ضامن انتظار داریم همه این موارد خواهد بود یعنی حداقل منفعت را تضمین می‌کند و در نهایت سود قطعی محاسبه خواهد شد. اگر این سود بالاتر بود، ضامن پرداخت سود قطعی را در صورت وجود تضمین خواهد کرد و ممکن است در اجرای کار هم یک سری تعهدات دیگر از خود بانی داشته باشیم که به‌عنوان مثال بیمه دارایی را به‌عنوان بهره‌بردار انجام دهد. به‌عبارت دیگر، ضامن ماده ۴، ضامن کلیه تعهداتی است که بانی برای دارنده اوراق دارد که یکی از این تعهدات پرداخت حداقل منفعت انتظاری است. تعهد بعدی می‌تواند محاسبه سود قطعی و پرداخت آن باشد.

**عضو فقهی ۳:** وجود ضامن برای انتشار اوراق منفعت جهت تضمین تعهدات بانی الزامی است.

**عضو هیئت مدیره ۱:** ضامن امین هست.

**عضو فقهی ۳:** این‌ها ضامن و امین را یکسان در نظر گرفته‌اند.

**عضو فقهی ۱:** به نظر یک صورت مسئله، وجود ضامن بدون تضمین حداقل سود انتظاری است. اینجا نیازمند ضامن برای حسن انجام کار هستیم. گزاره‌ای که اول ماده ۴ آمده اطلاق دارد می‌گوید وجود ضامن برای انتشار اوراق منفعت الزامی است، این چرا آمده و از کجا آمده است؟

ضامن مقتضای انتشار اوراق است به‌عبارت دیگر، انتشار اوراق در بورس مستلزم وجود نهاد ضامن است. ضمانت حسن اجرای کار بدون مسئله تضمین حداقل سود است. پس ماده ۴ را به همین شکل باقی می‌گذاریم فقط شفاف شود که این ضمانت جهت حسن انجام کار است یا ضمانت جریان امور در این شرکت و انجام تعهدات است. همین بیشتر از این چیزی بر ضامن بار نشود.

**عضو فقهی ۳:** با این فرمایش می‌توان ماده ۴ را به‌صورت مطلق داشت و ماده ۵ می‌تواند باشد یا نباشد یعنی اختیاری باشد یا غیراختیاری. ضامن دو جور تفسیر دارد: طبق ماده ۴ ضامن حسن انجام کار و طبق ماده ۵ ضامن پرداخت دین. در ماده ۴ باید شفاف‌سازی شود که دامنه ضمانت باید چه چیزهایی باشد. پس باید عبارت اصلاح شود: ضمانت تعهدات بانی شامل حسن اجرای کار است اگر حداقل سود را تضمین کند. سؤالی که مطرح می‌شود این است که سهامدار عمده می‌تواند خود ضمانت را به عهده بگیرد؟ معمولاً در بین شرکا این مسئله دیده شده است. اگر شخصیت حقوقی پذیرفته شود چون سهامدار یک شخصیت حقوقی جداست و بانی هم جداست و نه این‌که در بخشی ارتباط دارند، بنابراین یکی می‌تواند ضامن دیگری باشد. ولی در فرض دوم که سهامداران با بانی شرکت دارند به نوعی اتحاد منافع دارند. این‌جا در بازار مواردی داریم که ۵ نفر برای انجام کاری برای شخصی با هم شریک می‌شوند ولی در بین این‌ها شخص مهمی هست و مردم حاضر هستند کار را به این شرکت بدهند ولی به شخص مهم اعتماد دارند بنابراین به فرد مهم می‌گویند شما تضمین کن که اگر این مجموعه انجام نداد شما به عهده بگیرید. مصلحت اقتضا می‌کند که فرد مهمی از بین شرکا که می‌خواهد این تضمین را انجام دهد باید از دارایی‌های دیگری برخوردار باشد که بتواند از محل آن‌ها در صورت ورشکستگی ضمانت را انجام دهد.

**عضو فقهی ۴:** پنج نفر متعهد به انجام کاری شده‌اند مثلاً ساختن پلی. شرکت، ضمان معاوضی دارد و کسی هم که قرار است کار برای وی انجام شود ضمان معاوضی دارد. من باید این عوض را بدهم شما هم باید آن عوض را بدهی. علاوه بر ضمان معاوضی، دو

ضمان دیگر هم داریم. یک ضمان، ضمان شرعی است، که این‌جا بحث آن مطرح نیست. یک ضمان هم عرفی داریم که غیر ضمان معاوضی است. ضمان معاوضی با همان قرارداد به وجود می‌آید. سپس روی این ضمان معاوضی، یک ضمان عرفی می‌آید که به ضمان عقلائی تعبیر می‌شود. من ضمانت می‌کنم که حتماً این کار توسط ۵ نفر انجام می‌شود که اگر انجام ندادند من انجام می‌دهم این ضمان، ضمان تعهدی که از این باب هست.

**عضو فقهی ۳:** از یک طرف، ضمان عرفی دارد، از طرف دیگر یک ضمان عرفی هم بدهد. این ضمان عرفی نیست. یک بحث، عرفیت است که بستگی به موارد خاص دارد که می‌توان آن را کشف کرد. اگر آن طرف، یک طرف شاخص باشد مثلاً یک شرکت باشد، اگر فردی بخواهد به فروشگاه جنسی بفروشد به یکی از شرکا اعتماد دارد ولی به فروشگاه اعتماد ندارد، می‌گوید اگر شما ضامن هستی به فروشگاه مشترک جنس می‌فروشم و گرنه نمی‌فروشم. در بازار این هست اصطلاحاً می‌گویند حاج حسین و پسران. عرفیت در مواردی که فرد شاخص است و توانمندی‌های خاص دارد، پذیرفته است. قدرت برای ضمانت در زمان نکول در همه موارد لازم است. اگر فرد شاخص باشد به‌گونه‌ای که محل اعتماد باشد ولی شرکت محل اعتماد نیست.

**عضو فقهی ۱:** بانی دارای دو جنبه است چون دارای دو حیثیت است. از یک حیث مضمون عنه است و از حیث دیگر ضامن است. اینجا تعدد حیثیت موجب می‌شود مضمون عنه و ضامن متعدد شود و مسئله حل می‌شود. البته شخصیت حقوقی را هم می‌توان مطرح کرد و از این باب ضمانت شود.

**عضو فقهی ۳:** ضمانت در این اوراق به معنای فقهی و حقوقی معنا ندارد چون یک طرف صاحبان اوراق هستند و یک طرف بانی (دولت یا بخش خصوصی) و در این‌جا بدهی شکل نگرفته است و شخص ثالث به‌عنوان ضامن مطرح نیست و ارکان ضمانت شامل مضمون عنه، ضامن، مضمون منه مطرح نیست پس بنابراین واژه تعهد پرداخت کف سود به جای تضمین بیاید.

## ۶. گردآوری و جمع‌بندی نظرهای خبرگان فقه مالی (ابلاغ مصوبه کمیته تخصصی فقهی به بخش مربوطه)

در این مرحله می‌توان از روش‌های متداول که در پژوهش‌های کیفی رایج است، برای جمع‌آوری نظرهای خبرگان استفاده کرد؛ به طور مثال، روش‌هایی مانند طوفان فکری، دلفی، گروه کانونی و مانند آن می‌توانند در گردآوری نظرهای صاحب‌نظران و تحلیل آنها در کنار الگوی معرفی شده مفید باشند؛ روش کمیته فقهی در جلسات تبیین فقهی موضوعات گروه کانونی است که طی ۱ یا ۲ جلسه مباحث جمع‌بندی و اجماع نظر روی راه‌کار حاصل می‌شود. در مورد بحث تضمین پرداخت حداقل منفعت انتظاری در اوراق منفعت جمع‌بندی نظرات خبرگان فقه مالی به شرح ذیل است:

### نظر کمیته تخصصی فقهی

۱- از لحاظ فقهی وجود شخص ثالثی به عنوان رکن ضامن در فرآیند انتشار اوراق منفعت، با تعیین تعهدات ضامن بدون اشکال است.

۲- پذیرش تعهدات بانی از سوی سهامدار عمده بانی در سررسید از لحاظ شرعی صحیح است.

۳- تعهد بانی به پرداخت حداقل سود انتظاری در اوراق منفعت نوع اول (مانند آزادراه‌ها) در فرض عدم تحقق سود مورد انتظار، به صورت شرط ضمن عقد صحیح است.

۴- چنانچه بانی دولت باشد می‌تواند به منظور اعمال سیاست‌های تشویقی، در صورت محقق نشدن پیش‌بینی‌ها و کمتر شدن منفعت انتظاری دارندگان اوراق از حداقل منفعت انتظاری وعده داده شده، داوطلبانه مابه‌التفاوت آن را به دارندگان اوراق پرداخت نماید.

تأمین حداقل سود انتظاری در اوراق منفعت نوع دوم (مانند هتل‌ها) و نوع سوم (مانند پیام‌های بازرگانی) از طریق قرار دادن حق اختیار فروش به صورت شرط ضمن قرارداد مبنای انتشار اوراق منفعت صحیح است.

در این موردکاوی مرحله هفتم روش یعنی دریافت نظرهای مراجع عظام تقلید به دلیل اجماع نظر اعضای کمیته بر روی موضوع و اختلافی نبودن آن انجام نشده است.

## منابع و مأخذ:

- ۱- پیره، مجید و امیرحسین اعتصامی، فرآیند طراحی ابزارهای نوین در بازار سرمایه، گزارش، تاریخ انتشار: ۱۳۹۵/۰۲/۲۹.
- ۲- جوادی آملی، عبدالله؛ «اجتهاد و فقاہت»، روزنامه رسالت، ش ۶۲۲۲، ۲۷ مرداد ۱۳۸۶.
- ۳- مشروح مذاکرات کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار، جلسات ۱۲۸ و ۱۲۹، مورخ ۱۳۹۵/۰۴/۳۰ و ۱۳۹۵/۰۵/۱۳.
- ۴- مؤسسه دایرة المعارف الفقه الاسلامی؛ کتاب فرهنگ فقه فارسی، ج ۵، قم: انتشارات مؤسسه دایرة المعارف الفقه الاسلامی، ۱۳۸۷.
- ۵- موسویان، سید عباس؛ بازار سرمایه اسلامی (۱)؛ تهران. سازمان انتشارات پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، ۱۳۹۱.
- ۶- موسویان، سید عباس و رسول خوانساری، اجتهاد چندمرحله ای روش پژوهش استنباط مسائل فقه اقتصادی، فصلنامه علمی- پژوهشی اقتصاد اسلامی، س ۱۶، ش ۶۳.
- 7- Cohen, L., Manion, L., & Morrison, K.; Research Methods in Education; 7th ed. London, New York: Routledge, 2011.
- 8- Thiagaraja, S., Morgan, A., Tebbutt, A., & Chan, G.; The Islamic Finance Handbook: A Practitioner's Guide to the Global Markets; Wiley Finance Series, 2014.