



صكوك

ابزار تامين مالے اسلامے



شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه (سهامی خاص)



نشانی دفتر مرکزی: تهران، خیابان معلمی، خیابان کوه نور، کوچه ششم، شماره ۶

نام الکترونیک: info@sukuk.ir

تلفن: ۴۲۶۵۷۰۰۰



sukuk.ir



شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه (سهامی خاص)

Capital Market Central Asset Management Company

شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه

شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه به موجب ماده ۲ دستورالعمل فعالیت نهادهای واسط مصوب ۸۹/۵/۱۱ شورای عالی بورس و اوراق بهادار تاسیس گردیده و موضوع فعالیت آن: تأسیس، اداره و راهبری نهادهای واسط موضوع بند «د» ماده ۱ قانون «توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید» به منظور تسهیل اجرای سیاست‌های کلی اصل چهارم و چهارم قانون اساسی بر اساس دستورالعمل فعالیت نهادهای واسط، مصوب شورای عالی بورس و سایر مقررات مربوطه است. همچنین این شرکت، با رعایت قوانین و مقررات مربوطه می‌تواند نسبت به سایر فعالیت‌ها اقدام نماید.

وظایف شرکت مدیریت دارایی مرکزی در قبال انتشار صکوک

شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه با توجه به جایگاهی که در بازار سرمایه دارد باید حافظ منافع خریداران اوراق بهادار اسلامی (صکوک) بوده و بر تمام مراحل اعم از خرید و اجاره دارایی، فروش و بازخرید اوراق، نحوه بکارگیری سرمایه جذب شده با توجه به ماهیت اوراق، نحوه پرداخت سود اوراق و نحوه عملکرد نهادهای واسط و ارکان انتشار اوراق نظارت نماید.

سایر وظایف این شرکت عبارتند از:

۱. ارائه پیشنهاد و راهکار در راستای توسعه ابزارهای مالی اسلامی (صکوک) به سازمان بورس و اوراق بهادار
۲. بررسی پیشنهادات نهادهای مالی در خصوص شیوه‌های جدید تامین مالی از طریق انتشار اوراق بهادار
۳. تعیین و معرفی شرکت واسط مالی توسط شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه بر اساس نامه موافقت اصولی سازمان بورس و اوراق بهادار
۴. بررسی وثیقه بانی جهت طرح تامین مالی





۵. نظارت بر عقد قرارداد بین ارکان انتشار اوراق
۶. پیگیری در خصوص پرداخت اجاره بها و اقساط به دارندگان اوراق توسط عامل پرداخت (شرکت سپرده گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه)
۷. تهیه و ارائه گزارش در خصوص تخلف بانوی و ضامن جهت پرداخت اجاره بها و اقساط اوراق در مواعد مقرر
۸. پیگیری های لازم به منظور واریز وجوه حاصل از فروش اوراق به حساب نهاد واسط مربوطه
۹. نظارت بر خرید دارایی توسط ناشر و اجاره آن به بانوی و بررسی دارایی از حیث انطباق با مشخصات ذکر شده

شرکت واسطه مالی (ناشر)

نهاد مالی است که جهت تامین مالی از طریق عقود اسلامی و با هدف افزایش شفافیت و کاهش ریسک، تاسیس می شود.

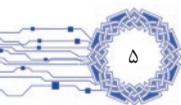
تصویب قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید در بهمن ماه ۱۳۸۸

ماده ۱:	ماده ۱۱:	ماده ۱۲:
امکان استفاده از عقود اسلامی برای تامین مالی از طریق انتشار اوراق بهادار	معافیت واسط از پرداخت هر گونه مالیات بر درآمد مربوط به تامین مالی عمومی	معاف بودن درآمدهای حاصل از فروش دارایی به نهاد واسط

مقدمه

بازارهای مالی وظیفه پشتیبانی از بخش واقعی اقتصاد را بر عهده دارند تا شرایط لازم جهت توسعه و رشد پایدار اقتصادی را فراهم نمایند. در تقسیم بندی بازارهای مالی می توان به دو بازار پول و سرمایه اشاره نمود. در ذیل به تعریف مختصر دو بازار مذکور می پردازیم.

بازار پول: بازاری برای دادوستد پول و دیگر دارایی های مالی جانشین نزدیک پول است که سررسید کمتر از یکسال دارند.



بازار سرمایه: بازاری است که ابزارهای مالی بلند مدت با سررسید بیش از یکسال در آن مورد معامله قرار میگیرد.

سازمان‌ها، شرکت‌ها و مؤسسات جهت تأسیس، تجهیز و یا گسترش فعالیت‌های خود، نیازمند منابع مالی می‌باشند که در بازارهای مالی متعارف این نیاز از طریق انتشار اوراق قرضه مرتفع می‌گردد. اوراق قرضه مبتنی بر قرض با بهره است که از دیدگاه اسلام ربا و حرام بوده، و از این رو نمی‌توان در بازارهای اسلامی از این اوراق جهت تأمین مالی استفاده کرد.

اندیشمندان مسلمان با توجه به اهمیت تأمین مالی شرکت‌ها از روش‌های اسلامی، ابتدا به ایجاد نظام بانکداری اسلامی و سپس به فکر طراحی بازار سرمایه اسلامی افتادند. در این میان نقش ابزارهای مالی اسلامی یا صُکوک در نظام تأمین مالی اسلامی بسیار برجسته است.

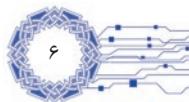
تعریف ابزارهای مالی اسلامی (صُکوک)

صُکوک، اوراق بهادار با ارزش مالی یکسان و قابل معامله در بازارهای مالی هستند که بر پایه‌ی یکی از قراردادهای مورد تأیید اسلام طراحی شده‌اند و دارندگان اوراق به صورت مشاع مالک یک یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها و منافع حاصل از آن‌ها می‌باشند.

صُکوک جمع صَک به معنای سند و سفته است و مُعَرَّب واژه‌ی چک در فارسی است. اعراب این واژه را توسعه داده و بر کلیه‌ی انواع حوالجات، تعهدات و اسناد مالی بکار بردند.

تاریخچه انتشار ابزارهای مالی اسلامی (صُکوک)

توسعه محصولات مالی مدرن منطبق با موازین شریعت، نسبتاً موضوعی جدید بوده و قدمت آن به اوایل سال ۱۹۷۰ و ظهور اولین بانک اسلامی بر می‌گردد. در سال‌های اخیر، پژوهشگران دینی و فعالان بازار بر این مسئله تأکید کرده‌اند که محصولاتی تولید کنند که علاوه بر داشتن منافع محصولات مالی متعارف، جنبه‌های شرعی نیز در آن مد نظر قرار گیرد. از آنجا که بازار مالی اسلامی روندی رو به رشد را طی می‌کند، فرآیند توسعه ابزارها نیز همچنان ادامه دارد. برآوردها حاکی از آن است که در آینده، ارزش





بازار مالی اسلامی به تریلیون‌ها دلار رسیده و بسیاری از نهادها و موسسات مالی در سراسر جهان در مالی اسلامی و از جمله در زمینه صکوک فعال شوند. جمهوری اسلامی ایران در سال ۱۹۹۴ میلادی مقررات ناظر بر انتشار اوراق مشارکت را تهیه کرد و شهرداری تهران به عنوان ناشر، اولین اوراق مشارکت را جهت تأمین مالی پروژه بزرگراه شهید نواب صفوی منتشر نمود. بدلیل عدم اطلاع محققان حوزه‌ی مطالعات مالی اسلامی از این ابداع، ایده‌ی استفاده از ابزارهای مالی اسلامی را به اوایل سال‌های ۱۹۹۷ میلادی یعنی ۳ سال پس از تصویب ضوابط اجرایی انتشار اوراق مشارکت ایران نسبت می‌دهند. بنابراین، ایران به عنوان اولین کشوری بود که اقدام به طراحی و انتشار چنین ابزارهایی نمود. البته توسعه‌ی ابزارهای مالی و طراحی انواع مختلف آن توسط سایر کشورهای اسلامی به ویژه کشورهای عربی و مالزی بوده است.

تفاوت ابزارهای مالی اسلامی (صکوک) با اوراق قرضه (وراق ریوی با درآمد ثابت)

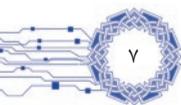
۱- صکوک بیانگر مالکیت یک دارایی مشخص است در حالی که اوراق قرضه فقط حاکی از تعهد بدهی هستند. یعنی رابطه‌ی بین ناشر و خریدار اوراق قرضه رابطه وام‌دهنده و وام‌گیرنده است که نرخ بهره‌ی وام هم ثابت است و این همان ریاست.

۲- دارایی موضوع انتشار صکوک از نظر شرعی باید مجاز و منطبق با موازین شرعی باشد. در حالی که در اوراق قرضه دارایی‌هایی که از نظر اسلام پذیرفته نیست نیز می‌تواند پشتوانه اوراق قرار گیرد.

۳- اعتبار اوراق قرضه به اعتبار ناشر آن وابسته است و با آن سنجیده می‌شود در حالی که اعتبار صکوک به ناشر بستگی ندارد بلکه به ارزش دارایی پشتوانه بستگی دارد.

۴- فروش صکوک در بازار ثانوی، فروش مالکیت یک دارایی است اما فروش اوراق قرضه فروش بدهی است.

۵- در صکوک امکان افزایش اصل دارایی و در نتیجه ارزش خود ورقه صکوک وجود دارد در حالی که اصل بدهی در اوراق قرضه قابلیت افزایش ندارد.





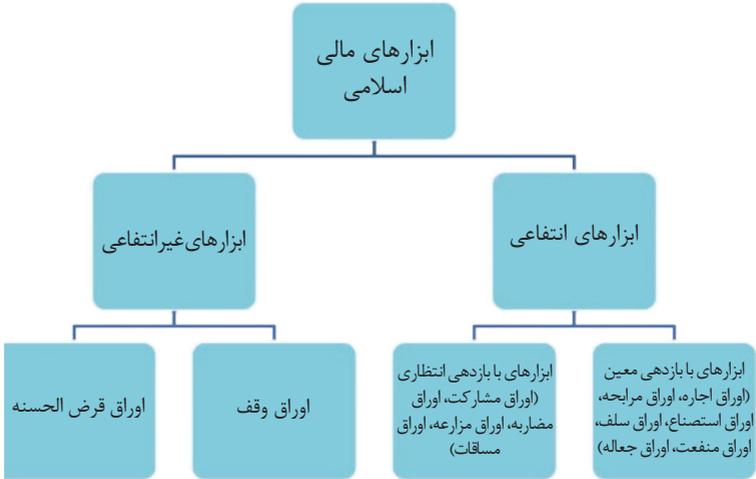
مزایای استفاده از ابزارهای مالیه اسلامی (صکوک)

صکوک دارای مزیت‌های متعددی بوده و به عقیده برخی صاحب نظران، این نوع اوراق بهادار اسلامی پُل ارتباطی بین دو بازار پول و سرمایه به‌شمار می‌رود. برخی از عمده مزایای صکوک به شرح زیر می‌باشد:

- ۱- افزایش نقدینگی بانى (تأمین مالی شونده) از طریق انتشار صکوک
- ۲- در صورت انتشار صکوک به پشتوانه‌ی دارایی‌هایی که نقدینگی پایینی دارند و یا غیر نقد هستند، دارایی‌های مذکور از ترازنامه خارج شده و وجوه نقد جایگزین آن می‌شود.
- ۳- علیرغم اینکه قسمتی از دارایی‌ها از شرکت بانى جدا می‌شود اما با این حال باز هم بانى می‌تواند از دارایی‌ها استفاده کند.
- ۴- از آنجا که صکوک با پشتوانه‌ی دارایی منتشر می‌شود لذا دارای ریسک کمتری است و هزینه‌ی تأمین مالی را نیز کاهش می‌دهد.
- ۵- کمک به توسعه‌ی بازار سرمایه با فراهم کردن امکان تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار.
- ۶- چنانچه برای دادوستد این نوع اوراق بازار ثانوی فراهم شود آنگاه قابلیت نقدشوندگی این اوراق هم افزایش می‌یابد.



ساختار اجمالی اوراق بهادار اسلامی (صكوك)



۱. ابزارهای مالی غیرانتفاعی

۱-۱- **اوراق قرض الحسنه:** اوراق بهاداری است که بر اساس قرارداد قرض بدون بهره منتشر می شود و به موجب آن قرارداد، ناشر اوراق به میزان ارزش اسمی آنها از دارندگان اوراق استقراض می کند و به همان مقدار به آنان بدهکار است و بایستی در سررسید معین یا عندالمطالبه به آنان بپردازد.

۱-۲- **اوراق وقف:** اوراق بهادار با نامی است که به قیمت اسمی مشخص برای مدت معین (زمان احداث پروژه) منتشر می شود و به واقفینی که قصد مشارکت در طرح های عام المنفعه را دارند واگذار می گردد؛ به بیان دیگر، اوراق وقف؛ اوراق بهادار غیرانتفاعی است که بر اساس قرارداد صلح به منظور وقف منتشر می شود.

۲. ابزارهای مالی انتفاعی با سود معین و قابل فروش در بازار ثانوی

۲-۱- **اوراق اجاره:** اوراق بهاداری است که براساس عقد اجاره منتشر می شود و نشان دهنده مالکیت مشاع دارندگان آن، در دارایی مبنای انتشار اوراق است که اجاره داده می شود.

۲-۲- **اوراق مرابحه:** اوراق بهاداری هستند که دارندگان آنها به صورت مشاع

مالک دارایی مالی (دینی) هستند که بر اساس قرارداد مباحه حاصل شده است، این اوراق بازدهی ثابت داشته و قابل فروش در بازار ثانوی می باشند.

۲-۳- اوراق استصناع: اسناد و گواهی‌های دارای ارزش یکسان هستند و برای تجمیع وجوه لازم جهت ساخت کالایی استفاده می‌شوند که تحت تملک دارنده صُکوک است.

۲-۴- اوراق سَلَف: سَلَف از اقسام بیع و عکس نسبه است. هنگامی که شخصی تولید یا ارائه کالای معینی را مورد هدف قرار می‌دهد، با انتشار این نوع صُکوک قادر خواهد بود تا منابع مالی مورد نیاز خود را تأمین کند. در واقع سرمایه‌گذاران در این اوراق، کالای مورد نظر را پیش خرید کرده‌اند.

۲-۵- اوراق منفعت: سند مالی بهاداری است که بیانگر مالکیت دارنده‌ی آن بر مقدار معین خدمات یا منافع آینده از یک دارایی بادوام می‌باشد، که در ازای پرداخت مبلغ معینی به وی منتقل شده‌است.

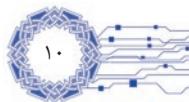
۲-۶- اوراق جُعاله: اوراق مالکیت مشاع خدمتی‌است که براساس قرارداد جعاله تعهد انجام و تحویل آن شده است. بعد از پایان خدمت (موضوع جعاله)، صاحبان اوراق، مالک مشاع نتیجه خدمت خواهند بود. نتیجه خدمت ممکن است امتیاز مالی یا دارایی فیزیکی باشد.

۳. ابزارهای مالیه انتفاعی با سود انتظاری

۳-۱- اوراق مشارکت: سندی است گویای مالکیت دارنده آن نسبت به بخشی از یک دارایی حقیقی که متعلق به دولت، شرکت‌های تعاونی یا خصوصی است و تا سررسید اوراق، هر نوع تغییر قیمت دارایی متوجه صاحب اوراق مشارکت است.

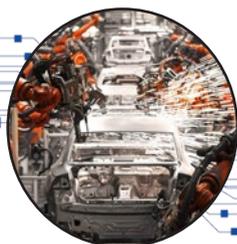
۳-۲- اوراق مضاربه: سندی‌است گویای مالکیت دارندگان آن بطوری‌که ناشر اوراق مضاربه با واگذاری اوراق، وجوه متقاضیان اوراق را جمع‌آوری کرده و به عنوان مضاربه در اختیار بانی قرار می‌دهد، بانی در فعالیت اقتصادی سودآور (بازرگانی) به کار می‌گیرد و در پایان هر معامله یا پایان هر دوره‌ی مالی سود حاصله را براساس نسبت‌هایی که روی اوراق نوشته شده، میان خود و صاحبان اوراق تقسیم می‌کند.

۳-۳- اوراق مزارعه: سند مالکیت مشاع دارندگان اوراق بر زمین یا





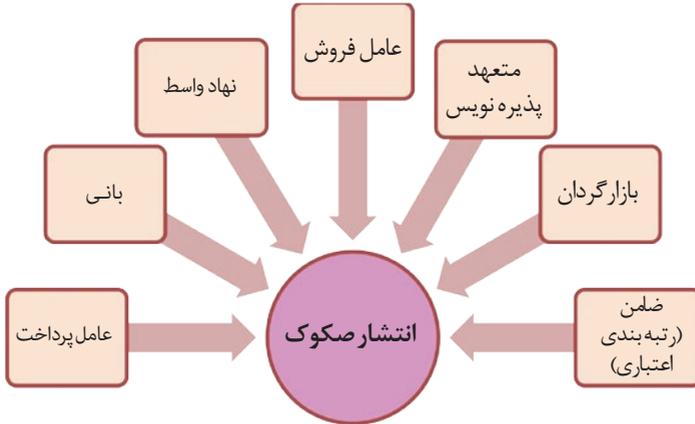
زمین های زراعی یا دیگر نهاده های تولیدی زراعی معین است که به قرارداد مزارعه برای کشت و زرع در اختیار عامل مزارعه گذاشته شده است. ۳-۴- **اوراق مساقات:** سند مالکیت مشاع دارندگان اوراق بر باغ یا باغ های مثمر یا دیگر نهاده های تولیدی باغی معین است که به قرارداد مساقات برای باغداری در اختیار عامل قرارداد مساقات گذاشته شده است.



کارکرد ابزارهای تأمین مال اسلامی در بخش های مختلف اقتصادی

- ۱- بهترین شیوه تأمین سرمایه پروژه ها و فعالیت های اقتصادی بزرگ است که خارج از توان مالی یک فرد یا یک شرکت خصوصی و حتی یک دولت است؛
- ۲- راهکار بسیار خوبی برای سرمایه گذاری است که در پی سرمایه گذاری مازاد منابع مالی خویش هستند و در عین حال مایل اند منابع خود را در صورت نیاز، به آسانی بازپس بگیرند؛
- ۳- شیوه بسیار خوبی برای مدیریت نقدینگی است؛
- ۴- ابزار بسیار مناسبی برای مدیریت ریسک و نااطمینانی است؛
- ۵- وسیله بسیار مناسبی برای توزیع عادلانه ثروت ها و درآمدهاست، سرمایه گذاری از طریق این ابزارها موجب می شود ثروت و درآمد در گستره وسیع تری و بدون آنکه فقط در اختیار شمار معدودی از ثروتمندان باشد، جریان یابد و این از جمله بزرگترین هدف هایی است که اقتصاد اسلامی همواره در پی آن است.
- ۶- به دلیل تنوع ساختاری، قابلیت فراوانی در تأمین منابع مالی برای فعالیت های مختلف اقتصادی دارد.

ارکان و الزامات انتشار اوراق بهادار اسلامی (صُکوک)



- ۱- **بانی:** شخص حقوقی است که نهاد واسط برای تأمین مالی وی در قالب عقود اسلامی، اقدام به انتشار اوراق بهادار اسلامی می نماید.
- ۲- **شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه:** نهاد مالی است که به موجب دستورالعمل فعالیت نهادهای واسط مصوب ۱۳۸۹/۵/۱۱ شورای عالی بورس و اوراق بهادار تأسیس شده است و به عنوان یکی از ارکان انتشار اوراق بهادار اسلامی (صُکوک)، وظیفه تأسیس و راهبری نهادهای واسط را در بازار سرمایه‌ی ایران عهده‌دار می‌باشد. در واقع این شرکت نقش امین را دارد که جهت حفظ منافع دارندگان اوراق بهادار اسلامی و حصول اطمینان از صحت عملیات ناشر، نسبت به مصرف وجوه، نحوه‌ی نگهداری حساب‌ها و صورت‌های مالی و عملکرد اجرایی به صورت مستمر، رسیدگی و اظهار نظر می‌نماید. از دیگر وظایف این شرکت انجام کلیه امور اداری، مالی، مدیریتی، حقوقی و قانونی نهاد واسط و همچنین نگهداری حساب‌ها و دفاتر مالی نهاد واسط و رد آن پس از اتمام مدت قرارداد است.
- ۳- **نهاد واسط:** نهاد واسط در قالب حقوقی شرکت با مسئولیت محدود، توسط شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه تشکیل می‌گردد و به عنوان عامل انتشار انواع اوراق بهادار اسلامی یا همان صُکوک، تنها نهادی است که می‌تواند اوراق بهادار اسلامی (صکوک) منتشر نماید. هر نهاد واسط





در هر زمان نمی تواند برای تأمین مالی بیش از یک طرح، اوراق بهادار منتشر نماید.

۴- دارایی: هر نوع مال منقول یا غیرمنقول با مشخصات تعیین شده در دستورالعمل است که می تواند مبنای انتشار اوراق بهادار اسلامی واقع شود.

۵- فروشنده: شخص حقوقی یا حقیقی معتبری است که اقدام به فروش دارایی به نهاد واسط می نماید.

۶- ضامن: شخص حقوقی است که پرداخت جریان درآمدی و حسب مورد بهای خرید دارایی مبنای انتشار اوراق بهادار اسلامی توسط بانی به نهاد واسط را تضمین می نماید.

۷- عامل فروش: شخص حقوقی است که نسبت به عرضه اوراق بهادار اسلامی از طرف ناشر برای فروش اقدام می نماید.

۸- عامل پرداخت: شرکت سپرده گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه است که نسبت به پرداخت های مرتبط با اوراق بهادار اسلامی در سررسیدهای معین به سرمایه گذاران اقدام می نماید.

۹- عمر اقتصادی: مدت زمانی است که انتظار می رود یک دارایی از لحاظ اقتصادی توسط یک یا چند کاربر قابل استفاده باشد یا تعداد تولید یا واحدهای مشابهی که انتظار می رود در فرآیند استفاده از دارایی توسط یک یا چند استفاده کننده کسب شود.

۱۰- مقررات: منظور قوانین، مصوبات هیئت وزیران، شورای عالی بورس، سازمان و همچنین استانداردهای حسابداری و حسابرسی ملی ابلاغ شده توسط سازمان حسابرسی و مراجع ذیصلاح قانونی می باشد.

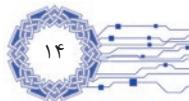
۱۱- بازارگردان: بازارگردان، کارگزار معامله گر یا شرکت تأمین سرمایه ای است که با اخذ مجوز لازم با تعهد به افزایش نقدشوندگی و تنظیم عرضه و تقاضای اوراق و تحدید دامنه ی نوسان قیمت آن، به داد و ستد آن اوراق می پردازد. بازارگردان نهادی است که در روان نمودن بازار ثانوی اوراق بهادار نقش دارد و زمانی که بازار اوراق بهادار با کساد روبه رو گردد این نهاد با خرید و فروش اوراق به جریان بازار کمک می کند. بازارگردان موظف است تا در مواقعی که دارنده ی اوراق به نقدینگی نیاز دارد و خواهان فروش اوراق

خویش در بازار ثانوی است اما به دلیل رکود بازار خریدار مناسبی برای اوراق نمی‌یابد اوراق را از دارنده، خریداری نماید. بازارگردان به تبادل اوراق اشتغال دارد. از یک سو اوراق را خریداری و از سوی دیگر به فروش آن‌ها مبادرت می‌ورزد. از این رو به لحاظ حقوقی بازارگردان مانند هر خریدار دیگر اوراق عمل می‌نماید، و تفاوت این نهاد با خریدار عادی اوراق در این است که بازارگردان موظف به خرید اوراق در وضع رکود بازار اوراق بهادار است.

۱۲- پذیره‌نویسی: فرآیند خرید اوراق بهادار از ناشر و یا نماینده‌ی قانونی آن و تعهد پرداخت وجه کامل آن طبق قرارداد است. (بند ۲۸ ماده یک قانون بازار اوراق بهادار)

۱۳- متعهد پذیره‌نویس: شخص حقوقی است که متعهد به خرید اوراق بهاداری است که ظرف مهلت «پذیره‌نویسی» به فروش نرسد. بر اساس این تعریف می‌توان گفت نهاد متعهد پذیره‌نویسی شخصی جدا از خریداران اوراق است و در صورتی که اوراق مطابق پیش‌بینی‌های انجام شده به فروش نرسد، نهاد واسط موظف خواهد بود تا با انعقاد قرارداد با متعهد پذیره‌نویس مابقی اوراق را به او بفروشد و با استفاده از این روش منابع لازم جهت خرید دارایی مورد نظر را فراهم آورد.

۱۴- رتبه بندی اوراق: کارکرد اصلی این مؤسسات، رتبه بندی اوراق بدهی شرکت‌ها با توجه به ریسک عدم بازپرداخت یا ورشکستگی است. حضور این مؤسسات فضای تأمین مالی را شفاف و قابل اجرا می‌کند.



ساختار برخی از انواع صُکوک در بازار سرمایه ایران

صُکوک اجاره یکی از مهمترین انواع صُکوک می‌باشد که علمای شیعه و اهل تسنن در مورد مشروعیت آن اتفاق نظر دارند و از نظر این‌که می‌تواند عامل توسعه‌ی اقتصادی و عامل ایجاد عدالت اقتصادی باشد مورد قبول اقتصاددانان می‌باشد و همچنین جهت اجرای سیاست‌های پولی و مالی نیز می‌تواند مورد استفاده قرار گیرد.

تعریف اوراق اجاره

اوراق بهادار با نام و قابل نقل و انتقالی است که هر ورقه‌ی آن نشان دهنده‌ی



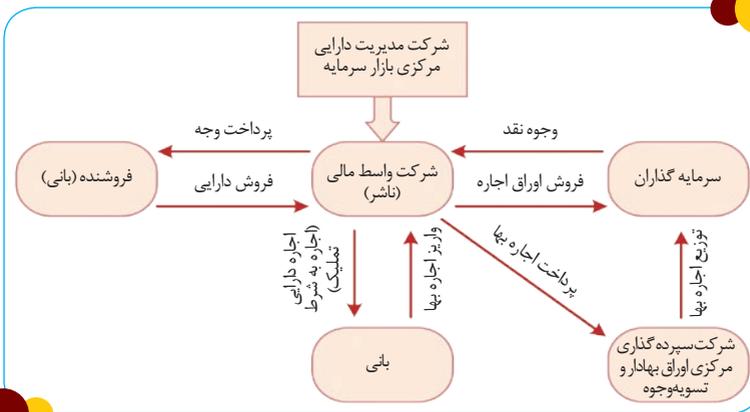
مالکیت مشاع دارنده‌ی آن در دارایی مبنای انتشار اوراق اجاره است. در اوراق اجاره، حق استفاده از منافع یک دارایی یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها، در قبال اجاره بها از مالک به شخص دیگری منتقل می‌شود. مدت قرارداد اجاره مشخص است و اجاره بها را می‌توان در ابتدای دوره، انتهای دوره یا سررسیدهای ماهانه، فصلی یا سالانه پرداخت کرد. از آن‌جا که این اوراق بیانگر مالکیت مشاع فرد است می‌توان آن را در بازار ثانوی و به قیمتی که توسط عوامل بازار تعیین می‌شود، معامله کرد. لازم به ذکر است که برخی از انواع اوراق اجاره جهت تامین دارایی و برخی دیگر نیز جهت تامین نقدینگی بانای بکار گرفته می‌شود.

رویه اجرای انتشار اوراق اجاره‌ی تامین دارایی و تامین نقدینگی

- ۱- در این روش بانای پس از ارائه‌ی درخواست خود در خصوص خرید دارایی (مانند زمین، هواپیما، تاسیسات و تجهیزات مورد نیاز و...)، و یا درخواست فروش دارایی‌های خود جهت تامین نقدینگی، با مراجعه به امین (شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه) شرکت واسط را تشکیل می‌دهد.
- ۲- شرکت واسط بعد از کسب مجوزهای لازم، اوراق بهادار اجاره را منتشر نموده و وجوه حاصل از انتشار اوراق را جمع‌آوری می‌کند، سپس به وکالت از طرف سرمایه‌گذاران، دارایی مورد نیاز را خریداری نموده و به‌صورت اجاره به شرط تملیک به بانای اجاره می‌دهد (بانای و فروشنده دارایی می‌توانند یک شخص باشند).
- ۳- بانای دارایی را از شرکت واسط تحویل گرفته و اجاره بهای خود را در مواعد

مقرر به نهاد واسط پرداخت می نماید.
 ۴- شرکت واسط مبالغ اجاره بهای اوراق را از طریق شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه به سرمایه‌گذاران پرداخت می نماید.

مدل عملیاتی انتشار اوراق اجاره تامین دارایی و تامین نقدینگی



بررسی فقهی صُکوک اجاره

در اوراق اجاره، معاملات متعدد و مختلفی شکل می گیرد که همه آنها بر اساس فقه اسلامی، صحیح یا قابل تصحیح است، معاملات اصلی اوراق اجاره و توجیه فقهی آنها به شرح زیر است:

- ۱- اصل تاسیس شرکت واسط (ناشر) می تواند در قالب شرکت سهامی خاص یا عام و با مجوز سازمان بورس و اوراق بهادار تشکیل شود که از منظر فقهی همانند شرکت های سهامی، تابع عقد شرکت است؛
- ۲- واگذاری اوراق اجاره و گرفتن وجوه آنها از متقاضیان اوراق در قالب قرارداد وکالت خواهد بود؛
- ۳- خرید کالاهای سرمایه ای و مصرفی بادوام و واگذاری آنها در قالب قراردادهای بیع، اجاره و اجاره به شرط تملیک بوده که همگی از نظر شرعی بلااشکال می باشند؛
- ۴- فروش اوراق اجاره در بازار ثانوی، از باب فروش سهم الشرکه فرد در





دارایی های مورد اجاره است که از نظر فقهی صحیح و قیمت فروش می تواند با توافق و رضایت طرفین تعیین شود، بعد از معامله، صاحب جدید اوراق در تمام مسائل حقوقی جانشین صاحب قبلی اوراق خواهد بود.

بررسی اقتصادی سُکوک اجاره

۱- از آنجا که اوراق اجاره ابزار مناسبی برای جذب نقدینگی در دست مردم و هدایت آنها به سمت تأمین نیازهای سرمایه‌ای بنگاه‌های اقتصادی و طرح‌های عمرانی دولت می‌باشد، این اوراق به رشد اقتصادی کشور کمک می‌کند، البته به شرط این که کالاهای سرمایه‌ای و با دوام خریداری شده به وسیله این اوراق از تولیدات داخلی باشد، در غیر اینصورت ممکن است نتیجه عکس به همراه داشته باشد و باعث خروج سرمایه‌های مالی به سمت کشورهای خارجی شود.

۲- اگر بازار اولیه و ثانویه اوراق اجاره به صورت رقابتی سالم اداره شود و نرخ بازدهی اوراق به سمت نرخ متوسط بازدهی سرمایه در بخش واقعی اقتصاد حرکت کند، انتظار می‌رود اوراق اجاره ابزار مناسبی برای توزیع عادلانه ارزش افزوده بین عوامل تولید (سرمایه و نیروی انسانی) باشد، در غیر اینصورت انتظار می‌رود به جهت قدرت چانه زنی بالای عامل سرمایه، نرخ بازدهی اوراق بیش از سهم واقعی آن‌ها از ارزش افزوده باشد و در بلند مدت، توزیع منافع به نفع عامل سرمایه سوق پیدا کند.

۳- اوراق اجاره می‌تواند برای تأمین نیازهای سرمایه‌ای دولت، وزارتخانه‌ها، شهرداری‌ها و نهادهای وابسته به دولت به کار رود؛ به ویژه این که دولت می‌تواند به وسیله این ابزار، نقدینگی بخش خصوصی را به سمت تأمین مالی پروژه‌های عمرانی سوق دهد.

۴- در صورت گسترش قابل توجه اوراق اجاره و شکل‌گیری بازار منسجم برای آن‌ها، بانک مرکزی می‌تواند در موقع نیاز با ورود به این بازار و خرید و فروش اوراق اجاره، روی حجم نقدینگی و نرخ بازدهی اوراق تأثیر گذارد. بنابراین اوراق اجاره فی‌نفسه برای عملیات بازار باز و ابزار سیاست پولی کارایی خواهد داشت.

در مجموع می‌توان گفت با توجه به معیارهای اقتصادی، اوراق اجاره می‌تواند ابزار مالی مناسبی برای بازار سرمایه در کشورهای اسلامی باشد.



صکوک مرابحه

مرابحه، قرارداد فروشی است که فروشنده به وسیله آن، قیمت تمام شده‌ی کالا، اعم از قیمت خرید، هزینه‌های حمل و نقل، نگهداری و سایر هزینه‌های مرتبط را به اطلاع مشتری می‌رساند، سپس با افزودن مبلغ یا درصدی به عنوان سود، به وی می‌فروشد. بیع مرابحه می‌تواند به صورت نقد یا نسیه منعقد شود و به طور معمول، نرخ سود نسیه‌ی آن بیشتر است.

تعریف اوراق مرابحه

اوراق بهاداری است که دارندگان آن‌ها به صورت مشاع مالک دارایی مالی (دینی) هستند که بر اساس قرارداد مرابحه حاصل شده است. این اوراق بازدهی ثابت داشته و قابل فروش در بازار ثانوی می‌باشد. لازم به ذکر است که اوراق مرابحه جهت تامین دارایی بانی منتشر می‌شود.

بررسی فقهی صکوک مرابحه

کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار بعد از بررسی اوراق مرابحه، به نتیجه زیر رسید:

اوراق مرابحه تامین دارایی که مبتنی بر قراردادهای بیع مرابحه، وکالت و خرید دین است، به اعتقاد مشهور فقهای شیعه اشکالی ندارد و می‌تواند مورد استفاده قرار گیرد.





بررسی اقتصادی سکوک مرابحه

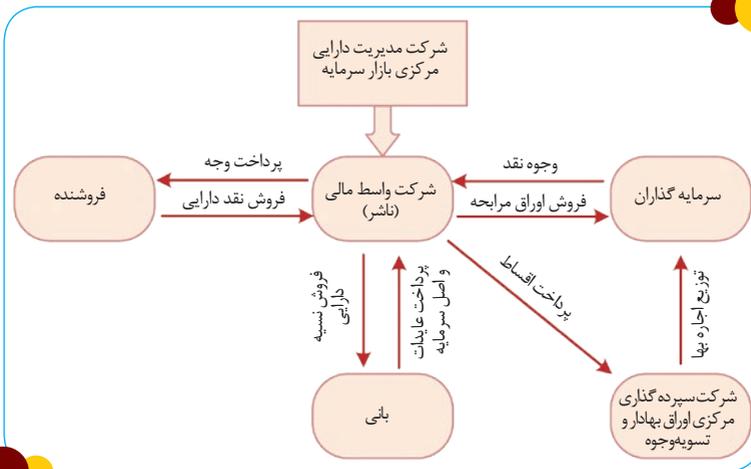
اوراق مرابحه براساس سود برای صاحبان اوراق طراحی می‌شود در نتیجه این اوراق از صنف ابزارهای مالی انتفاعی خواهد بود و از سوی دیگر می‌توانند ابزار مناسبی برای صاحبان وجوهی که به دنبال سود معین از سرمایه‌گذاری هستند، باشد. باتوجه به امکان شکل‌گیری بازار ثانوی این اوراق به نظر می‌رسد اوراق مرابحه از درجه‌ی نقدشوندگی بالایی برخوردار باشد. اوراق مرابحه برای تأمین مالی دولت، مؤسسات وابسته به دولت، بنگاه‌های اقتصادی و خانوارها نیز می‌تواند به کار گرفته شود بنابراین به طور همزمان روی اجزای مختلف تابع درآمد ملی مانند هزینه‌های مصرفی، هزینه‌های دولت و هزینه‌های سرمایه‌گذاری تأثیر می‌گذارد در نتیجه تأثیر این اوراق روی رشد واقعی اقتصاد تابع شرایط حاکم بر اقتصاد خواهد بود، البته می‌توان از طریق ابزارهای کنترلی سهم بخش‌های تولیدی را در این ابزار تقویت کرد.

رویه‌ی اجرای انتشار اوراق مرابحه تامین دارایی

۱- در این روش بانی با مراجعه به امین (شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه) و تشکیل شرکت واسطه، درخواست خود را در خصوص نیاز تأمین مالی جهت خرید کالا ارائه می‌نماید.

- ۲- شرکت واسط بعد از کسب مجوزهای لازم، اوراق بهادار مراجه را منتشر نموده و وجوه حاصل از انتشار اوراق را جمع‌آوری می‌کند، سپس به وکالت از طرف سرمایه گذاران، دارایی مورد نیاز بانی را خریداری نموده و به قیمتی بالاتر به بانی به صورت اقساطی می‌فروشد.
- ۳- بانی دارایی را از واسط تحویل گرفته و اقساط خود را در مواعد مقرر پرداخت می‌نماید.
- ۴- واسط اقساط اوراق را از طریق شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه به سرمایه‌گذاران پرداخت می‌نماید.

مدل عملیاتی انتشار اوراق مراجه تامین دارایی



سکوک رهنی

هدف از انتشار اوراق رهنی، بکارگیری منابع حاصل در خرید نقدی بخشی از مطالبات رهنی موضوع بیانیه بانی می باشد.

تعریف اوراق رهنی

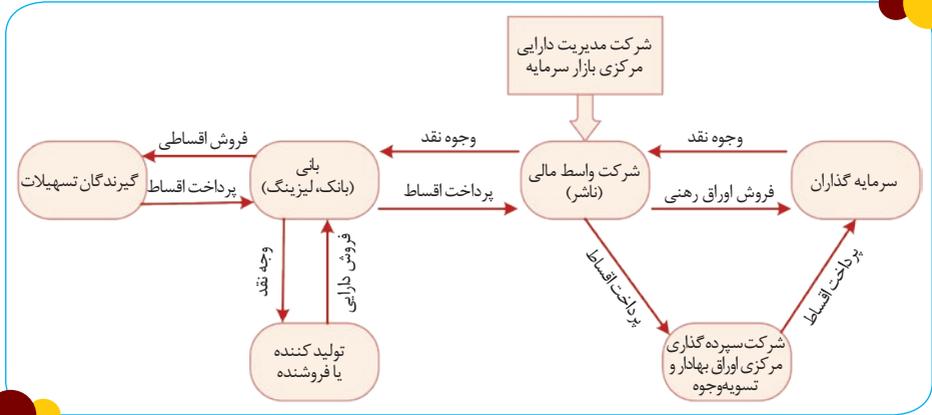
اوراق رهنی، اوراق بهاداری است که به منظور خرید مطالبات رهنی توسط ناشر منتشر می شود. مطالبات رهنی شامل مطالبات مدت دار اشخاص





حقوقی ناشی از قراردادهای مبادله‌ای از قبیل فروش اقساطی، اجاره به شرط تملیک و جعاله (به استثنای سلف) است که دارای وثیقه رهنی می‌باشد.

مدل عملیاتی انتشار اوراق رهنی



رویه‌ی اجرای انتشار اوراق رهنی

۱- بانکی (بانک یا شرکت لیزینگ) با استفاده از منابع سپرده‌ای، کالاهای مورد نیاز متقاضیان تسهیلات را از مراکز فروش یا تولیدکنندگان به صورت نقد خریداری می‌کند.

۲- بانکی (بانک یا شرکت لیزینگ) کالاهای خریداری شده را به صورت مرابحه (فروش اقساطی) به متقاضیان تسهیلات واگذار کرده از آنان رهن می‌گیرد.

۳- در این روش بانکی پس از ارائه‌ی درخواست خود مبنی بر فروش دیون حاصل از تسهیلات مرابحه (فروش اقساطی)، با مراجعه به امین (شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه) شرکت واسطه را تشکیل می‌دهد.

۴- ناشر، بعد از کسب مجوزهای لازم از سازمان بورس و اوراق بهادار، اقدام به انتشار اوراق کرده و آنها را از طریق بازار سرمایه به مردم (سرمایه‌گذاران مالی) واگذار می‌کند.

۵- ناشر سرمایه‌ی نقدی جمع‌آوری شده را جهت خرید دیون حاصل از

تسهیلات مرابحه رهنی به بانی می پردازد و دیون را خریداری (تنزیل) می کند.
 ۶- بانی اقساط ماهانه یا فصلی تسهیلات مرابحه رهنی را به نمایندگی از طرف شرکت واسط دریافت کرده و در اختیار نهاد واسط قرار می دهد.
 ۷- واسط مبالغ اقساط را از طریق شرکت سپرده گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه به سرمایه گذاران مالی می پردازد.

صکوک استصناع

استصناع در استعمال عرفی یعنی سفارش یا درخواست ساخت کالایی از یک صنعتگر، و به عبارت دقیق تر مراد از قرارداد استصناع یا قرارداد سفارش ساخت این است که کسی به نزد صنعتگر بیايد و از او بخواهد تعدادی از کالاهایی را که می سازد به ملکیت او درآورد، در این حال قراردادی میان این دو به امضاء می رسد که بر اساس آن صاحب صنعت، کالای مورد توافق را برای او بسازد و مبلغ مورد توافق را دریافت کند.

تعریف اوراق استصناع

اسناد و گواهی های دارای ارزش یکسان هستند و برای تجمیع وجوه لازم جهت ساخت کالایی استفاده می شوند که تحت تملک دارنده ی صکوک است.

انواع اوراق استصناع

۱- اوراق استصناع موازی: در این روش، بانی (مانند یک وزارتخانه، شهرداری، شرکت دولتی یا خصوصی یا یک بانک) با مراجعه به موسسه امین و تشکیل شرکت واسط، تامین مالی و اجرای پروژه را از طریق قرارداد استصناع به آن می سپارد و به جای قیمت پروژه، اوراق بهادار استصناع با سرسیدهای معین می پردازد. واسط، طبق قرارداد استصناع دومی، ساخت پروژه مورد نظر را به پیمانکار مربوطه سفارش می دهد و در مقابل، متعهد می شود قیمت پروژه را طبق زمانبندی مشخص به وی بپردازد، سپس واسط با کسب مجوز از سازمان بورس و اوراق بهادار، اوراق استصناع که حکایت از بدهی بانی به واسط می کند را به مردم می فروشد و بدهی خود به پیمانکار را پرداخت می کند؛
 ۲- اوراق استصناع و اجاره به شرط تملیک: در این روش، بانی (مانند





یک وزارتخانه یا شهرداری یا شرکت دولتی یا خصوصی) با مراجعه به امین و تشکیل شرکت واسط، متعهد می شود چنانچه واسط، کالا یا پروژه خاصی را احداث یا تولید نماید، آنرا از واسط به صورت اجاره به شرط تملیک دریافت خواهد کرد. واسط طبق قرارداد استصناع، ساخت کالا یا پروژه مورد نظر را به پیمانکار سفارش می دهد و در مقابل متعهد می شود قیمت کالا یا پروژه را طبق زمانبندی مشخص بپردازد.

رویه اجرای انتشار اوراق استصناع

۱- در این روش بانسی (مانند یک وزارتخانه، شهرداری، شرکت دولتی یا خصوصی) با مراجعه به امین (شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه) و تشکیل شرکت واسط، متعهد می شود چنانچه واسط، کالا یا پروژه خاصی را احداث یا تولید نماید، آنرا از واسط به صورت (الف، ب یا ج) دریافت خواهد کرد:

الف- اجاره به شرط تملیک؛ در صورتی که بانسی قصد اجاره به شرط تملیک دارایی پس از ساخت آنرا داشته باشد.

ب- **خرید اقساطی دارایی**؛ در صورتی که بانی قصد خرید اقساطی دارایی پس از ساخت آنرا داشته باشد.

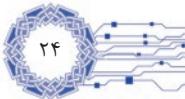
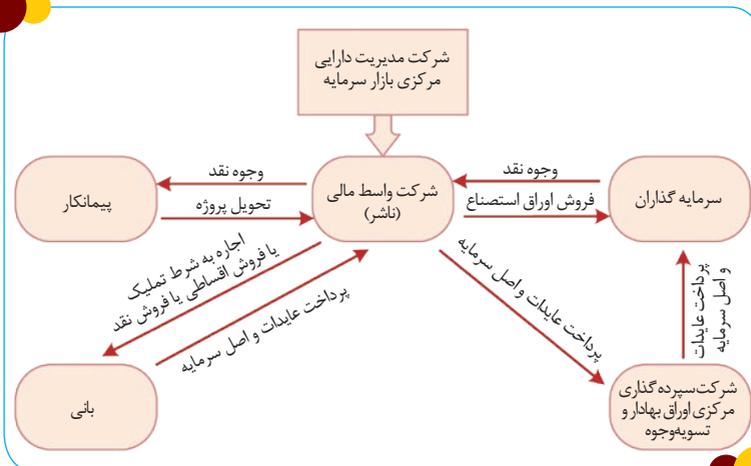
ج- **خرید نقدی دارایی**؛ در صورتی که بانی قصد خرید دارایی به صورت یکباره پس از ساخت آنرا داشته باشد.

۲- واسط طبق قرارداد استصناع، ساخت کالا یا پروژه مورد نظر را به پیمانکار سفارش می دهد و در مقابل متعهد می شود قیمت کالا یا پروژه را طبق زمان بندی مشخص بپردازد، واسط بعد از کسب مجوزهای لازم، اوراق بهادار استصناع را منتشر نموده و وجوه حاصل از انتشار اوراق را جمع آوری می کند، سپس به وکالت از طرف آنان قیمت پروژه را به پیمانکار می پردازد.

۳- واسط، کالا یا پروژه را از پیمانکار تحویل گرفته، به وکالت از طرف صاحبان اوراق در اختیار بانی (در قالب اجاره به شرط تملیک یا فروش اقساطی یا فروش نقدی) قرار می دهد.

۴- بانی اصل و عایدات اوراق را از طریق شرکت سپرده گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه به سرمایه گذاران پرداخت می نماید.

مدل عملیات انتشار اوراق استصناع





بررسی فقهی اوراق استصناع

همه قراردادهای مورد استفاده در بازار اولی و ثانوی اوراق استصناع، اعم از استصناع، وکالت، خرید دین، اجاره و فروش سهم مشاع از دارایی فیزیکی اجاره داده شده، به نظر کمیته فقهی صحیح است و هیچ محل اشکال نیست؛ کما اینکه این قراردادها در قوانین مدنی و تجارت ایران نیز مطرح است.

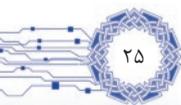
بررسی اقتصادی اوراق استصناع

۱- با توجه به این که اوراق استصناع می‌توانند ابزار مناسبی برای جذب نقدینگی در دست مردم و هدایت آن‌ها به سمت پروژه‌های عمرانی و تولیدی باشند، این اوراق به رشد اقتصادی کمک می‌کنند، البته به شرط این که پروژه مورد نظر از جهت توجیه اقتصادی، کارشناسی و تأیید شود.

۲- دولت می‌تواند از طریق قراردادهای بلند مدت استصناع، روی نرخ‌های بازدهی و سود سرمایه تأثیر گذارد و آن نرخ‌ها را به سمت نرخ‌های تعادلی که در آن ارزش افزوده ناشی از به کارگیری سرمایه رعایت شود، سوق دهد و به این ترتیب در بلند مدت به عدالت توزیعی درآمد کمک کند.

۳- با استفاده از روش استصناع، دولت و نهادهای دولتی و شهرداری‌ها می‌توانند کسری بودجه خود را در پروژه‌های عمرانی تأمین مالی کنند. از آن جا که سررسید این اوراق به طور عمده پس از اتمام و بهره برداری طرح است، سرمایه‌گذاری از این طریق یا اصلاً اثر تورمی نخواهد داشت و یا خیلی ملایم خواهد بود. هم‌چنین در مقایسه با روش‌های دیگر تأمین کسری بودجه مانند استقراض از بانک مرکزی، روش انتشار اوراق استصناع مناسب تر است.

۴- چنان‌چه بیان شد اوراق استصناع ابزار مناسبی است که می‌تواند جای خالی اوراق قرضه را در سیاست پولی از طریق عملیات بازار باز پر کند.





سکوک منفعت

یکی دیگر از اوراق بهاداری که برای پرکردن خلأ حاصل از حذف اوراق قرضه، در بازار مالی اسلامی پیشنهاد شده، اوراق بهادار منفعت است که می تواند با استفاده از قراردادهای مجاز شرعی، طراحی و در توسعه بخش خدمات و توسعه کمی و کیفی بازار سرمایه اسلامی کمک کند.

تعریف اوراق منفعت

ورق منفعت سند مالی بهاداری است که بیانگر مالکیت دارنده آن بر مقدار معین خدمات یا منافع آینده از یک دارایی بادوام است که در ازای پرداخت مبلغ معینی، به وی منتقل شده است؛ مانند گواهی حق اقامت در هتل معین برای روز معین، حق استفاده از خدمات آموزشی دانشگاه برای ترم یا سال معین، حق استفاده از یک ساعت پرواز برای مقصد معین و حق استفاده از خدمات حج یا عمره برای سال معین.

بررسی فقهی اوراق منفعت

صاحبان دارایی و شرکت های خدماتی، می توانند منافع و خدمات آینده را در مقابل مبلغ معینی به قرارداد صلح به متقاضیان تملیک کنند. به مقتضای قرارداد صلح، متقاضی مالک منافع و خدمات می شود و حق دارد در سررسید معین از آن استفاده کند کما اینکه می تواند تا فرارسیدن مدت، به قرارداد صلح به دیگری واگذار کند.



بررسی اقتصادی اوراق منفعت

الف- معیارهای اقتصاد خرد

۱- به طور معمول، قیمت منافع و خدماتی که از طریق اوراق منفعت واگذار می شود، به تناسب مدت زمان باقی مانده تا سررسید، پایین تر از قیمت اسمی آن منافع و خدمات است؛ در نتیجه کسی که در اوراق منفعت سرمایه گذاری می کند از محل خرید و فروش اوراق منفعت سود می برد.

۲- اوراق منفعت را می توان در کوتاه مدت جزو ابزارهای مالی با سود معین و در بلند مدت جزو ابزارهای مالی با سود انتظاری و متغیر به حساب آورد.

ب- معیارهای اقتصاد کلان

۱- از آنجا که شرکت های خدماتی می توانند از طریق اوراق منفعت، سرمایه نقدی لازم برای توسعه فعالیت های اقتصادی خود را داشته باشند، این ابزار می تواند در رشد بخش خدمات تاثیر مثبت داشته باشد.

۲- اگر بازار اولیه و ثانویه اوراق منفعت به سمت رقابت سالم حرکت کند و انواعی از اوراق منفعت از نظر موضوع و زمان در بازار رواج پیدا کند، نرخ بازدهی اوراق به سمت ارزش افزوده واقعی حرکت می کند و به عدالت توزیعی درآمد بین صاحبان عوامل تولید کمک می کند.

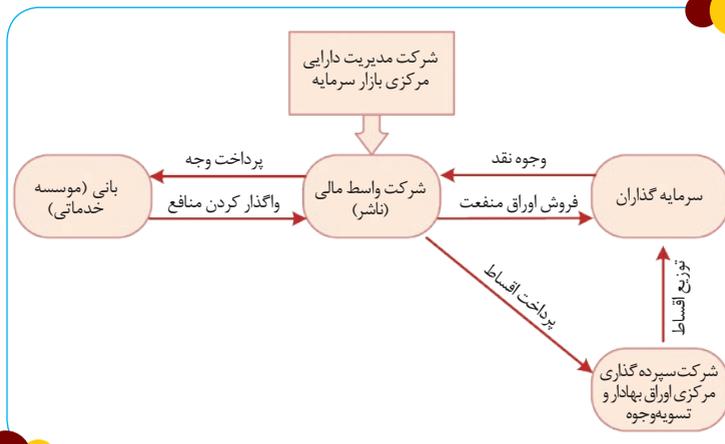




رویه اجرایی انتشار اوراق منفعت

- ۱- بانسی (موسسه خدماتی)، طرح واگذاری منافع دارایی های بادوام یا محصولات خدماتی خود را شناسایی کرده و با مراجعه به امین (شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه) شرکت واسط را تشکیل می دهد.
- ۲- بانسی (موسسه خدماتی)، طی قراردادی منافع دارایی های بادوام یا محصولات خدماتی خود را برای مدت زمان معینی به واسط واگذار می کند.
- ۳- واسط (ناشر)، بعد از کسب مجوزهای لازم از سازمان بورس و اوراق بهادار، به انتشار اوراق منفعت اقدام کرده، منافع و خدمات خریداری شده را به مردم (سرمایه گذاران مالی) واگذار کرده و وجوه سرمایه گذاران مالی را جمع آوری می کند.
- ۴- ناشر با استفاده از وجوه جمع آوری شده از واگذاری اوراق منفعت، بدهی خود به بانسی از بابت خرید منافع و خدمات را می پردازد.

مدل عملیاتی انتشار اوراق منفعت





صکوک وکالت

وکالت در لغت به معنای تفویض و واگذاری کاری به کسی و اعتماد کردن به وی است و در اصطلاح عقدی است که به سبب آن یکی از طرفین، دیگری را برای انجام امری نایب خود قرار می دهد.

تعریف اوراق وکالت

اوراق وکالت گواهی هایی هستند که به وسیله بانی به منظور تامین مالی جهت تملک یا سرمایه گذاری در دارایی ها، کالاها یا خدمات منتشر می شود. این اوراق بیانگر مالکیت مشاع دارندگان آنها در دارایی ها، کالاها یا خدمات پایه ای این اوراق است. در مرحله بعد، این تملک ها یا سرمایه گذاری ها در اختیار وکیل قرار می گیرد تا آن ها را از طرف دارندگان اوراق مدیریت کند. دارندگان اوراق ریسک این تملک ها و سرمایه گذاری ها را پذیرفته و در عوض، حق کسب سود ناشی از آن ها را بدست می آورند.

کاربرد اوراق وکالت

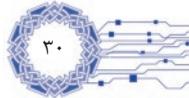
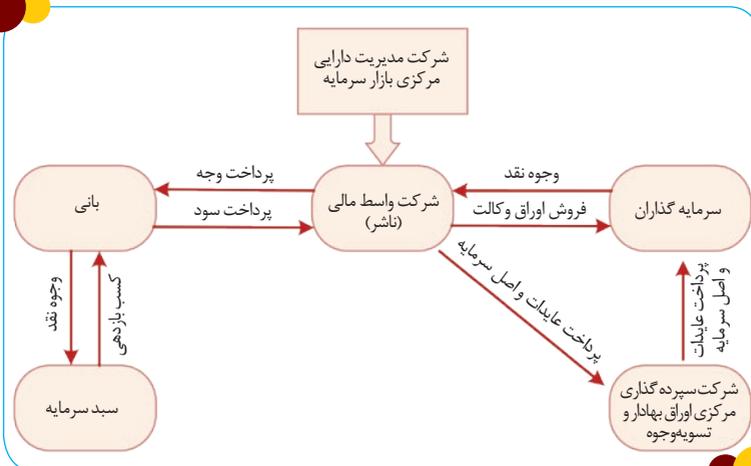
در انتشار اوراق وکالت به طور معمول بانی به دنبال جذب سرمایه برای کسب و کار خود است. این امر می تواند به صورت حمایت از طرح ها یا سرمایه گذاری های جدید یا ارتقای دارایی های ترازنامه انجام شود. سرمایه حاصل از انتشار اوراق وکالت در طول دوره، سرمایه گذاری می شود اما می تواند برای توسعه دارایی، خدمات یا بهبود وضعیت کسب و کار (افزایش اعتبار، افزایش سهم بازار، افزایش شهرت و...) نیز استفاده شود. افزون بر این، بانی کنترل و مدیریت وجوه این اوراق را از راه ساختار اوراق وکالت بر عهده دارد. به همین علت، اوراق وکالت مورد رجحان کسانی است که می خواهند سرمایه در گردش خود را افزایش داده یا ترازنامه خود را بهبود بخشند.

رویه اجرای صکوک وکالت

- ۱- ناشر (نهاد واسط) نسبت به انتشار اوراق وکالت اقدام می کند؛
- ۲- مبالغ اسمی اوراق از طرف سرمایه گذاران توسط نهاد واسط جمع آوری می شود؛

- ۳- نهاد واسط به عنوان موکل، قرارداد وکالت را بین خود و بانی منعقد می کند که طبق آن قرارداد، وکیل/ مدیر سرمایه گذاری (بانی) موافقت می کند در چارچوب مشخص شده از طرف واسط، پرتفویی از سرمایه گذاری ها را تشکیل داده و مدیریت نماید؛
- ۴- نهاد واسط وجوه را در اختیار بانی قرار می دهد؛
- ۵- بانی وجوه جمع آوری شده حاصل از انتشار صکوک را در موضوع قرارداد وکالت، سرمایه گذاری می کند؛
- ۶- بانی با تشکیل پرتفوی سرمایه گذاری در چارچوب موضوع قرارداد، آنرا مدیریت و بازدهی کسب می کند؛
- ۷- بانی در مواعد مقرر به صورت علی الحساب سود به نهاد واسط پرداخت می کند.
- ۸- نهاد واسط از طریق شرکت سپرده گذاری مرکزی و تسویه وجوه سود علی الحساب را به سرمایه گذاران می پردازد.

مدل عملیاتی صکوک وکالت





بررسی فقهی اوراق وکالت

اوراق وکالت، سند مالی قرارداد وکالت است. هر ورق وکالت نشان می‌دهد که صاحب سرمایه (مالک) چه میزان سرمایه در اختیار وکیل خود (بانی) قرار داده و چه نسبتی از سود حاصل از فعالیت اقتصادی به عنوان حق الوکاله به وکیل پرداخت می‌شود؛ بنابراین رابطه دارنده ورق با ناشر رابطه وکالت خواهد بود و رابطه صاحبان اوراق با همدیگر رابطه صاحبان سرمایه در شراکت است. در این باره صاحبان سرمایه به صورت مشاع سرمایه مورد نیاز وکیل را تامین می‌کنند.

نتیجه اینکه معامله‌های بازار اولی و ثانوی اوراق وکالت تا زمانی که مطابق ضوابط عقد وکالت عمل شود از جهت فقه اسلامی قابل قبول است.

مکوک جعاله

جعاله عبارت است از متعهدشدن شخص حقیقی یا حقوقی به پرداخت اجرت (جعل) معین در برابر انجام کار معین. کسی که تعهد می‌کند را جاعل و انجام دهنده کار را عامل می‌گویند.

تعریف اوراق جعاله

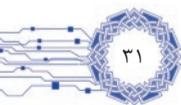
اوراق بهادار با نامی است که نشان دهنده مالکیت مشاع دارندگان آن در کلیه حقوق حاصل از قرارداد جعاله برای نهاد واسط (به وکالت از صاحبان اوراق) می‌باشد. این اوراق قابل معامله در بورس‌ها یا بازارهای خارج از بورس می‌باشند.

کاربرد اوراق جعاله

اوراق جعاله کاربرد گسترده‌ای برای توسعه بخش خدمات می‌تواند داشته باشد. برای مثال به منظور تامین مالی بخش خدمات از جمله صنعت گردشگری، می‌توان انواعی از مدل‌های عملیاتی برای اوراق جعاله طراحی کرد.

بررسی فقهی اوراق جعاله

از نظر فقهی افزون بر قرارداد محوری جعاله، تمام معامله‌های به کار رفته در





بازار اولیه اوراق جعاله، مورد اتفاق فقیهان است و نسبت به معامله‌های بازار ثانویه اوراق نیز غیر از معامله خرید و فروش دین که با نظر مشهور فقیهان و قوانین مدنی ایران مطابق است، دیگر قراردادهای مورد اتفاق فقیهان است. بنابراین به اعتقاد کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار، طراحی این اوراق با مشکل فقهی خاصی روبه‌رو نخواهد بود.

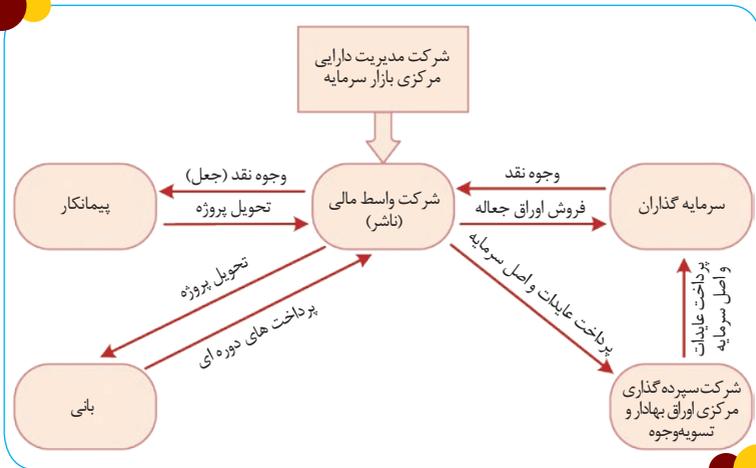
رویه اجرای اوراق جعاله

- ۱- ناشر (نهاد واسط) نسبت به انتشار اوراق جعاله اقدام می‌کند؛
- ۲- مبالغ اسمی اوراق از طرف سرمایه‌گذاران توسط نهاد واسط جمع‌آوری می‌شود؛
- ۳- نهاد واسط با پیمانکار وارد قرارداد جعاله دوم (به اصطلاح قرارداد جعاله موازی) می‌شود و به تدریج با انجام هر مرحله از طرح، جعل مشخص شده را به وی پرداخت می‌کند؛
- ۴- پیمانکار با اتمام طرح آنرا در اختیار نهاد واسط قرار داده و نهاد واسط پروژه را مستقیماً در اختیار بانی (به عنوان مثال: سازمان میراث فرهنگی) قرار می‌دهد؛
- ۵- نهاد واسط از طریق شرکت سپرده‌گذاری مرکزی و تسویه وجوه سود علی‌الحساب را به سرمایه‌گذاران می‌پردازد.





مدل عملیاتی انتشار اوراق جعاله



سکوک خرید دین

اوراق خرید دین، اوراق بهادار بانامی است که به منظور خرید مطالبات مدت دار اشخاص حقوقی به استثنای مطالبات ناشی از عقد سلف منتشر می شود. منظور از مطالبات، مطالبات ریالی مدت دار اشخاص حقوقی از

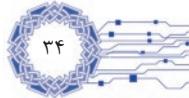
اشخاص حقیقی و حقوقی ناشی از عقود مبادله‌ای از قبیل فروش اقساطی، اجاره به شرط تملیک و جعاله (به استثنای سلف) می‌باشد.

کاربرد اوراق خرید دین

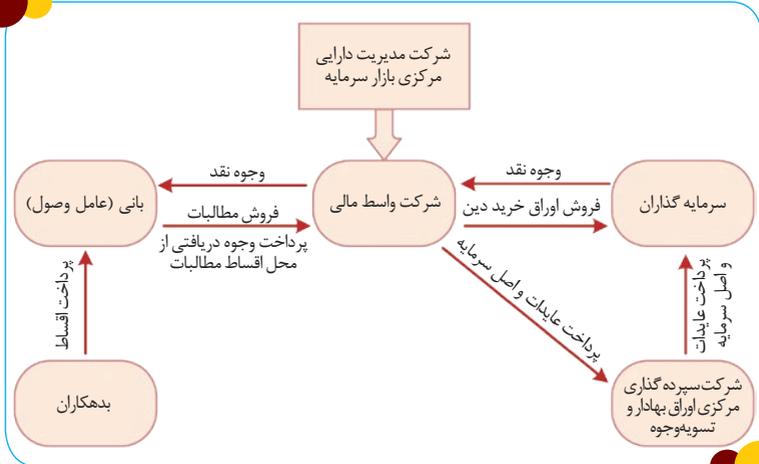
اوراق خرید دین به منظور خرید مطالبات ریالی مدت‌دار اشخاص حقوقی از اشخاص حقیقی و حقوقی ناشی از عقود مبادله‌ای از قبیل فروش اقساطی، اجاره به شرط تملیک و جعاله (به استثنای سلف) منتشر می‌شود. با انتشار اوراق مذکور، بنگاه‌های اقتصادی (بعنوان بانسی) می‌توانند مطالبات و اسناد مدت‌دار خود را به کسر فروخته و مشکل نقدینگی خود را مرتفع سازند.

رویه اجرایی اوراق خرید دین

- ۱- ناشر (نهاد واسط) نسبت به انتشار اوراق خرید دین اقدام می‌کند؛
- ۲- مبالغ اسمی اوراق از طرف سرمایه‌گذاران توسط نهاد واسط جمع‌آوری می‌شود؛
- ۳- نهاد واسط مطالبات را از بانسی خریداری نموده و وجوه حاصل از انتشار اوراق را در اختیار وی قرار می‌دهد؛
- ۴- بدهکاران (گیرندگان تسهیلات) اقساط مربوطه را به بانسی پرداخت کرده و بانسی این مبالغ را در اختیار نهاد واسط قرار می‌دهد؛
- ۵- نهاد واسط از طریق شرکت سپرده‌گذاری مرکزی و تسویه وجوه اقساط را به سرمایه‌گذاران می‌پردازد.



مدل عملیاتی انتشار اوراق خرید دین



مورد کوی صکوک منتشره داخلی

بررسی موردی صکوک مراحه سایپا، منتشره در سال ۱۳۹۵

چکیده

این گزارش موردی قصد دارد تا انتشار اوراق مراحه شرکت ایرانی تولید اتومبیل سایپا (سهامی عام) را با حجم ۵,۰۰۰ میلیارد ریال در نمادهای صایپا۹۹۸ و صایپا۹۰۸ بررسی نماید. صکوک مراحه سایپا با سررسید ۴ ساله و نرخ سود سالانه ۱۸ درصد توسط واسطه مالی مهر دوم (با مسئولیت محدود) مورخ ۲۶ آبان ۱۳۹۵ منتشر شد. این مساله فرصت خوبی برای صنعت کشور به وجود می آورد تا به جای وابستگی به نظام پولی کشور با ایجاد فرصت در بازار سرمایه بتواند از این طریق تامین مالی نماید.

لازم به ذکر است، این انتشار موفق سایپا سبب شد که در سال های آتی نیز شرکت سایپا چندین بار از طریق انتشار انواع صکوک در بازار سرمایه اقدام به تامین مالی نماید.

مشخصات صکوک مراهجه سایپا

نوع دارایی	مواد و قطعات مورد نیاز جهت تولید محصولات شرکت سایپا
حجم اوراق	۵,۰۰۰ میلیارد ریال
نوع اوراق	مراهجه
عمر اوراق	۴
مقاطع پرداخت اجاره	هر ۳ ماه یکبار
مبلغ اسمی هر ورقه	یک میلیون ریال
نرخ اجاره بها	سالانه ۱۸ درصد
تاریخ انتشار اوراق	۱۳۹۵/۰۸/۲۶
تاریخ سررسید اوراق	۱۳۹۹/۰۸/۲۶
مشاور عرضه	شرکت تامین سرمایه امید
ناشر	شرکت واسط مالی مهر دوم
عامل فروش	شرکت کارگزاری بانک سپه و شرکت کارگزاری سپهرباستان
ضمن	بانک تجارت، بانک دی و بانک توسعه تعاون
عامل پرداخت اجاره بها	شرکت سپرده گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه
بازارگردان و متعهد پذیره نویسی	شرکت تامین سرمایه لوتوس پارسیان و شرکت تامین سرمایه امید



ساختار طرح تامین مالی:

هدف از انتشار اوراق مراهجه توسط شرکت واسط مالی مهر دوم (با مسئولیت محدود)، به کارگیری منابع حاصل برای خرید مواد و قطعات مورد نیاز جهت تولید خودرو و فروش اقساطی آنها به شرکت ایرانی تولید اتومبیل (سایپا) سهامی عام می باشد.

رویه اجرایی:

۱- در این روش، بانسی (شرکت ایرانی تولید اتومبیل سایپا) پس از ارائه درخواست در خصوص تامین مالی جهت خرید مواد و قطعات مصرفی مورد



نیاز خود، به مشاور عرضه مراجعه کرده و پس از ارائه اسناد و مدارک مورد نیاز جهت انتشار اوراق بهادار، موافقت اصولی از سوی سازمان بورس و اوراق بهادار صادر می شود. شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه جهت صدور موافقت اصولی، نهاد واسط مهر دوم را به بانی اختصاص می دهد.

۲- شرکت واسط مالی مهر دوم بعد از کسب مجوزهای لازم، اوراق بهادار مرابحه را منتشر نموده و وجوه حاصل از انتشار اوراق را جمع آوری می کند، سپس به وکالت از طرف سرمایه گذاران، دارایی را از فروشنده خریداری نموده و به صورت اقساطی به بانی با قیمت بالاتر می فروشد.

۳- بانی دارایی را از نهاد واسط تحویل گرفته و اقساط خود را در مواعد مقرر به نهاد واسط جهت پرداخت به خریداران اوراق واریز می نماید.

۴- نهاد واسط، اقساط اوراق را از طریق شرکت سپرده گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه به خریداران اوراق پرداخت می نماید.

مورد کاپی سکوک منتشره خارجه

بررسی موردی سکوک وکالت شرکت ملی تنانگا (TENAGA) مالزی

چکیده

در این موردکاپی، سکوک ۷۵۰ میلیون دلاری شرکت ملی تنانگا (TNB) - بزرگترین شرکت برق مالزی - را که توسط شرکت واسط Global TNB در اکتبر ۲۰۱۶ منتشر شد بررسی نماییم.

شرکت واسط TNB Global (ناشر) قصد دارد تا طبق برنامه انتشار سکوک چند ارزی، شرکت ملی TNB (بانی) را به مبلغ ۲،۵ میلیارد دلار تامین مالی نماید؛ که در این گزارش به بررسی اولین انتشار تحت این برنامه که در ساختار وکالت صورت گرفته است می پردازیم. ترکیب دارایی های ملموس و ناملموس برای هر یک از انتشارهای تحت برنامه کلی تامین مالی می توانند به این صورت باشند:

- دارایی های مبنای انتشار ملموس: الف) حقوق مربوط به خدمات (خدمات مربوط به تامین برق در مالزی)، ب) املاک، ج) سهام منطبق با شریعت.
- دارایی های مبنای انتشار ناملموس: الف) مطالبات برقی، ب) کالاهای منطبق

با شریعت.
 دارایی‌های مبنای انتشار در صکوک ۷۵۰ میلیون دلاری TNB (اولین انتشار تحت برنامه کلی تامین مالی TNB) شامل ۱۰۰ درصد حقوق مربوط به خدمات می‌گردد.
 عواید حاصل از انتشار صکوک وکالت در فعالیتهای منطبق با شریعت بانوی (شرکت TNB) مورد استفاده قرار خواهند گرفت.

مشخصات صکوک وکالت TNB

TNB Global	ناشر
TNB	بانی
وکالت	ساختار
A۳ توسط Moody's و BBB + توسط S&P	رتبه‌بندی انتشار
۷۵۰ میلیون دلار	حجم انتشار
۱۹ اکتبر ۲۰۱۶	تاریخ انتشار
۱۹ اکتبر ۲۰۲۶	تاریخ سررسید
۱۰ سال	عمر صکوک
۳,۲۴۴ درصد سالانه	نرخ سود
۱,۴۵ درصد	اختلاف سود با اوراق قرضه دولتی ایالات متحده
۱,۷۹۴ درصد	نرخ سود اوراق قرضه دولتی ایالات متحده
آیین‌نامه ثبت S	فرمت انتشار
قانون انگلیس و قانون مالزی (برای اسناد مرتبط با دارایی‌ها)	قانون حاکم



معرفی TNB

TNB بزرگترین شرکت تولید و توزیع برق در مالزی است و ارزش کل دارایی‌های آن برابر است با ۱۱۰,۷ میلیارد رینگیت مالزی. TNB همچنین با سابقه فعالیت ۵۶ ساله، با تجربه ترین شرکت فعال در حوزه انرژی در



مالزی به شمار می‌آید. فعالیت اصلی TNB شامل تولید، انتقال و توزیع برق می‌باشد. TNB در بخش تولید دارای ۶ نیروگاه حرارتی و ۳ نیروگاه برق‌آبی می‌باشد و همچنین از عملیات و خدمات سه تولیدکننده برق مستقل (IIP) پشتیبانی می‌نماید. TNB در بخش انتقال، برق تولید شده توسط خود و IIPها را به غرب مالزی منتقل می‌کند و در بخش توزیع آن را در اختیار استفاده‌کنندگان نهایی قرار می‌دهد.

رویه اجرایی

- ناشر، صکوک را بین صاحبان اوراق توزیع کرده و در قبال آن وجه نقد دریافت می‌کند؛
- ناشر (در نقش خریدار)، بخشی از عواید ناشی از صکوک را جهت خرید دارایی‌ها (ملک، سهام‌های منطبق با شریعت، مطالبات برقی و یا ترکیبی از آنها) از TNB (در نقش فروشنده)، اختصاص می‌دهد.
- ناشر بخشی از درآمد حاصل از صکوک را به خرید حق مالکیت خدمات از TNB (بانی) اختصاص می‌دهد.
- TNB (بانی) درآمد حاصل از حق مالکیت خدمات را بصورت دوره‌ای به ناشر پرداخت می‌کند.
- ناشر در نقش موجر، دارایی‌ها را به بانی اجاره می‌دهد و اجاره بها را دریافت می‌کند.
- ناشر بخشی از درآمد حاصل از صکوک را به خرید کالاهای منطبق با شریعت از یک تامین‌کننده کالا اختصاص می‌دهد و سپس کالاها را به TNB به عنوان خریدار طبق قرارداد مباحثه می‌فروشد.
- در تاریخ انتشار، ارزش دارایی‌های ملموسی که پرتفوی وکالت را تشکیل می‌دهند باید برابر با حداقل ۵۱ درصد عواید ناشی از صکوک باشد. پس از تاریخ انتشار و در دوره عمر اوراق، ارزش این دارایی‌ها نباید از ۳۳ درصد ارزش سرمایه‌گذاری وکالت کمتر باشد.
- ناشر، TNB را به عنوان وکیل انتخاب می‌کند تا خدمات وکالت، یعنی خدمات مربوط به پرتفوی وکالت، سهام‌ها، دارایی‌های ملکی و سرمایه‌گذاری مباحثه را ارائه نماید.

• در تاریخ انحلال یا در شرایط خاص دیگر، TNB به عنوان متعهد، ملزم به خرید پرتفوی وکالت با قیمت اعمال مشخص است. دارایی مبنا در اولین انتشار تحت برنامه کلی تامین مالی، ۱۰۰ درصد حق مالکیت خدمات است؛ که کلیه خدمات مربوط به تولید و توزیع برق در مالزی، فعالیت و نگهداری تاسیسات و درآمدهای حاصل از خدمات را در بر می گیرد

اسناد اصلی این معامله عبارتند از:

قرارداد امین، قرارداد عاملیت، توافقنامه خرید و فروش دارایی‌ها، قرارداد واگذاری حق مالکیت خدمات، قرارداد اجاره، قرارداد وکالت، تعهد خرید، تعهد فروش، تعهد واگذاری حق مالکیت و قرارداد مرابحه.

ویژگی های قابل توجه این معامله عبارتند از:

- در مقایسه با دیگر انتشارهای صکوک شرکت‌های آسیایی در سال ۲۰۱۶، این صکوک با بیشترین حجم و در عین حال با کمترین هزینه منتشره شد.
- این معامله، اولین صکوک منتشره در آسیا می‌باشد که ۱۰۰ درصد دارایی مبنای انتشار آن را حق مالکیت خدمات تشکیل می‌دهد.





نگاه آخر

به نظر می‌رسد، با این موفقیت‌ها، صُکوک‌کی که تا پیش از این، نامی نه‌چندان شناخته شده حتی برای برخی از فعالان بازار سرمایه در ایران داشت، به یکی از بازیگران مهم این بازار تبدیل شده است و در میان‌مدت و بلندمدت خواهد توانست سرمایه‌گذاران خُرد و غیر حرفه‌ای را نیز به سمت خود جلب نماید، زیرا از یک سو همخوانی آن با مقررات دینی، نظر بسیاری از متشرعین را به خود جلب نموده و از سوی دیگر، در برخی از موارد با توجه به ریسک پایین و حتی اغلب صفر آن، رقیبی بزرگ برای سایر فرصت‌های سرمایه‌گذاری موجود در بازار سرمایه و سیستم بانکی است.

این گسترش روزافزون، البته یک پیش‌بینی صرفاً تئوریک نیست بلکه در جهان نیز شاهد اقبال روزافزون سرمایه‌گذاران مسلمان به صُکوک هستیم بطوریکه کشورهای غربی نیز به این امر مبادرت ورزیده‌اند.

امیدواریم شاهد پویایی و گسترش هرچه بیشتر بازار پول و بازار سرمایه اسلامی در میهن عزیزمان باشیم.

