



اوراق منفعت

«تحليل فقهي و اقتصادي»

دکتر مجید حبیبیان نقیبی
استادیار دانشگاه علامه طباطبائی



پژوهشگاه حوزه و دانشگاه
زمستان ۱۳۹۵

حبیبیان نقیبی، مجید، ۱۳۴۲-
اوراق منفعت «تحلیل فقهی و اقتصاد» / مجید حبیبیان نقیبی. - قم: پژوهشگاه حوزه و دانشگاه، ۱۳۹۵.
۲۴۸ص: مصور، جدول، نمودار. - (پژوهشگاه حوزه و دانشگاه: ۳۷۹: اقتصاد: ۳۲)
ISBN: 978-600-298-133-2 بها: ۱۱۶۰۰۰ ریال
فهرست‌نویسی براساس اطلاعات فیپا.
کتابنامه، ص. [۲۱۹] - ۲۲۸: همچنین به صورت زیرنویس.
نمایه.
۱. اوراق بهادار اسلامی. ۲. Securities, Islamic* ۳. اوراق بهادار. ۴. Securities. ۵. اوراق بهادار (فقه).
۶. Securities (Islamic law). الف. پژوهشگاه حوزه و دانشگاه. ب. عنوان.
۱۳۹۵ ح ۸۲ الف / ۶ / BP۱۹۸ شماره کتابشناسی ملی
۲۹۷/۳۷۹
۴۳۷۵۵۵۶



اوراق منفعت «تحلیل فقهی و اقتصادی»

مؤلف: دکتر مجید حبیبیان نقیبی (استادیار دانشگاه علامه طباطبائی)

ناشر: پژوهشگاه حوزه و دانشگاه

ویرایش و صفحه‌آرایی: اعتصام

چاپ اول: زمستان ۱۳۹۵

تعداد: ۵۰۰ نسخه

لیتوگرافی: سعیدی

چاپ: قم-سبحان

قیمت: ۱۱۶۰۰ تومان

کلیه حقوق برای پژوهشگاه حوزه و دانشگاه محفوظ و نقل مطالب با ذکر مأخذ بلامانع است.

قم: ابتدای شهرک پردیسان، بلوار دانشگاه، پژوهشگاه حوزه و دانشگاه، تلفن: ۰۲۵-۳۲۱۱۱۱۰۰ (انتشارات ۳۲۱۱۱۳۰۰)

نمایر: ۳۷۱۸۵-۳۱۵۱، ص.پ. ۳۲۸۰۳۰۹۰

تهران: خ انقلاب، بین وصال و قدس، کوی اُسکو، پلاک ۴، تلفن: ۶۶۴۰۲۶۰۰

www.rihu.ac.ir

info@rihu.ac.ir

www.ketab.ir/rihu: فروش اینترنتی

سخن پژوهشگاه

پژوهش در علوم انسانی [به منظور شناخت، برنامه‌ریزی و ضبط و مهار پدیده‌های انسانی] در راستای سعادت واقعی بشر ضرورتی انکارناپذیر و استفاده از عقل و آموزه‌های وحیانی در کنار داده‌های تجربی و در نظر گرفتن واقعیت‌های عینی و فرهنگ و ارزش‌های اصیل جوامع، شرط اساسی پویایی، واقع‌نمایی و کارایی این گونه پژوهش‌ها در هر جامعه است.

پژوهش کارآمد در جامعه ایران اسلامی در گرو شناخت واقعیت‌های جامعه از یک‌سو و اسلام به‌عنوان متقن‌ترین آموزه‌های وحیانی و اساسی‌ترین مؤلفه فرهنگ ایرانی از سوی دیگر است؛ از این‌رو، آگاهی دقیق و عمیق از معارف اسلامی و بهره‌گیری از آن در پژوهش، بازنگری و بومی‌سازی مبانی و مسائل علوم انسانی از جایگاه ویژه‌ای برخوردار است.

توجه به این حقیقت راهبردی از سوی امام خمینی رحمته‌الله بنیانگذار جمهوری اسلامی، زمینه شکل‌گیری دفتر همکاری حوزه و دانشگاه را در سال ۱۳۶۱ فراهم ساخت و با راهنمایی و عنایت ایشان و همت اساتید حوزه و دانشگاه، این نهاد علمی شکل گرفت. تجربه موفق این نهاد، زمینه را برای گسترش فعالیت‌های آن فراهم آورد و با تصویب شورای گسترش آموزش عالی در سال ۱۳۷۷ «پژوهشکده حوزه و دانشگاه» تأسیس شد و در سال ۱۳۸۲ به «مؤسسه پژوهشی حوزه و دانشگاه» و در سال ۱۳۸۳ به «پژوهشگاه حوزه و دانشگاه» ارتقا یافت.

پژوهشگاه تاکنون در ایفای رسالت سنگین خود خدمات فراوانی به جوامع علمی ارائه نموده است که از آن جمله می‌توان به تهیه، تألیف، ترجمه و انتشار ده‌ها کتاب و نشریه علمی اشاره کرد.

این کتاب به عنوان منبع آموزشی و پژوهشی برای دانشجویان رشته های اقتصاد و مدیریت مالی در مقاطع تحصیلات تکمیلی فراهم آمده است که البته دیگر علاقه مندان به بازار سرمایه اسلامی نیز می توانند از آن بهره مند شوند.

از استادان و صاحب نظران ارجمند تقاضا می شود با همکاری، راهنمایی و پیشنهادهای اصلاحی خود، این پژوهشگاه را در جهت اصلاح کتاب حاضر و تدوین دیگر آثار مورد نیاز جامعه دانشگاهی یاری دهند.

در پایان پژوهشگاه لازم می داند از تلاش های نویسنده گرامی، حجت الاسلام والمسلمین دکتر مجید حبیبیان نقیعی و نیز اساتید و ارزیابان محترم دکتر حسن سبحانی، آیت الله حسن آقا نظری، شادروان دکتر غلامرضا اسلامی بیدگلی، دکتر عباس عرب مازار، حجت الاسلام والمسلمین دکتر سیدعباس موسویان، دکتر شاپور محمدی و حجت الاسلام والمسلمین دکتر محمدنقی نظرپور تشکر و قدردانی کند.

فهرست مطالب

مقدمه.....	۱
------------	---

فصل اول: ماهیت اوراق منفعت

۱. مقدمه.....	۵
۲. کلیات.....	۶
۱-۲. طرح موضوع.....	۶
۲-۲. پیشینه تحقیق.....	۷
۳-۲. محدودیت‌ها و مشکلات تحقیق.....	۸
۳. مفاهیم.....	۹
۱-۳. بازار مالی.....	۹
۲-۳. بازار پول.....	۹
۳-۳. بازار سرمایه.....	۱۰
۴-۳. بازار سرمایه اسلامی.....	۱۱
۵-۳. ابزارهای بازار سرمایه اسلامی.....	۱۱
۶-۳. واسطه‌های مالی.....	۱۲
۷-۳. بازار اولیه.....	۱۳
۸-۳. بازار ثانویه.....	۱۳
۹-۳. اوراق قرضه.....	۱۳
۱۰-۳. تسهیلات و خدمات عمومی.....	۱۴
۱۱-۳. اوراق منفعت.....	۱۴
۱۲-۳. قیمت‌گذاری اوراق منفعت.....	۲۰

فصل دوم: مبانی فقهی اوراق منفعت

۱. مقدمه	۲۵
۲. اوراق منفعت و معاملات امضایی	۲۵
۱-۲. اجاره	۲۶
شرایط و ویژگی ها	۲۷
راه حل های پیشنهادی	۳۴
۲-۲. بیع	۴۲
بیع مطلق	۴۴
تعریف بیع	۴۵
بیع منفعت	۵۲
بیع حق (حق انتفاع)	۵۵
بیع سلم	۷۰
پاسخ به پرسش ها	۷۳
راه حل ها	۸۰
۳-۲. صلح	۸۶
۴-۲. اوراق منفعت و قرارداد مستحدثه	۹۴
۵-۲. سایر صکوک	۱۰۱
۶-۲. خلاصه و نتیجه گیری	۱۰۸

فصل سوم: کاربردهای اقتصادی اوراق منفعت

۱. مقدمه	۱۱۱
۲. ضرورت و نیاز به اوراق منفعت	۱۱۲
۱-۲. جایگاه اوراق بهادار	۱۱۲
۲-۲. جایگاه اوراق منفعت	۱۱۳
۳. اوراق منفعت، بازارها و سیاست های مالی و پولی	۱۱۵
۱-۳. اوراق منفعت و بازارهای مالی	۱۱۶
۲-۳. اوراق منفعت و سیاست های مالی	۱۱۷
۳-۳. اوراق منفعت و سیاست های پولی	۱۱۹
۴. اوراق منفعت و برخی از متغیرهای مهم	۱۲۰
۱-۴. نقدینگی	۱۲۰
۲-۴. تورم	۱۲۱
۳-۴. کسر بودجه	۱۲۲
۴-۴. اشتغال	۱۲۲
۵-۴. نوسانات اقتصادی	۱۲۴

۱۲۴	۴-۶. تنوع در بازار سرمایه
۱۲۵	۴-۷. توزیع ریسک سرمایه‌گذاری
۱۲۶	۴-۸. رفع نیاز طرح‌های اقتصادی
۱۲۷	۴-۹. مشارکت مردمی (تصدی بخش خصوصی)
۱۲۸	۴-۱۰. مالیات و وضع قوانین مالیاتی
۱۳۰	۴-۱۱. تعامل با سایر کشورها
۱۳۱	۵. خلاصه و نتیجه‌گیری

فصل چهارم: ریسک و بازدهی اوراق منفعت

۱۳۳	۱. مقدمه
۱۳۴	۲. مفهوم ریسک و بازدهی
۱۳۴	۲-۱. ریسک در ادبیات متعارف
۱۳۵	۲-۲. ریسک در ادبیات اسلامی
۱۴۰	۳. ریسک بازار سرمایه
۱۴۱	انواع ریسک
۱۵۳	۴. ریسک اوراق منفعت
۱۵۶	۵. ریسک و بازدهی بازار سرمایه و اوراق منفعت
۱۵۶	۵-۱. ریسک و بازدهی بازار سرمایه
۱۵۷	۵-۲. ریسک و بازدهی اوراق منفعت
۱۶۴	۵-۳. قیمت‌گذاری اوراق منفعت
۱۶۵	۶. ریسک و بازدهی سایر ابزارهای بازار سرمایه
۱۶۹	۷. خلاصه و نتیجه‌گیری

فصل پنجم: واقعیت و پتانسیل اوراق منفعت

۱۷۱	۱. مقدمه
۱۷۲	۲. مروری به گذشته
۱۷۸	۳. وضعیت موجود
۱۸۸	۴. چشم‌انداز آینده
۱۹۰	۵. چالش‌های فرارو
۱۹۴	۶. فرصت‌ها
۲۰۰	۷. خلاصه و نتیجه‌گیری

نتایج و پیشنهادها

۲۰۱	خلاصه و نتایج
۲۰۳	پیشنهادها

منابع و مأخذ

۲۰۵	الف) منابع فارسی
۲۰۸	ب) منابع عربی
۲۱۲	ج) منابع انگلیسی
۲۱۴	د) سایت‌های مورد استفاده

نمایه‌ها

۲۱۹	نمایه موضوعات
۲۲۳	نمایه اشخاص

مقدمه

همزادی بازار سرمایه با فعالیت‌های اقتصادی جوامع، غیرقابل انکار است؛ اما توجه به اهمیت و تأثیرگذاری وصف‌ناشدنی آن قدمتی کمتر از نیم قرن دارد و البته این رویکرد با رشد روزافزونی نیز همراه بوده و با گذشت زمان زمینه سوءاستفاده از این بازار بکر سودآور فراهم شده و در عمل بازار و ابزارهایی که می‌توانست به شکل معناداری بر تولید و اقتصاد جامعه مؤثر باشند، در زمانی بسیار کوتاه به پاشنه آشیل اقتصاد جهانی تبدیل شد. در واقع، گسترش سفته‌بازی و خطر ایجاد حباب، همواره بازار سرمایه و کل اقتصاد را تهدید می‌کند. بحران مالی اواخر دهه اول هزاره سوم (۲۰۰۸ میلادی)، زنگ خطری بود که گوشزد کند که اثر تخریبی بازار سرمایه، نباید هیچ‌گاه مورد غفلت قرار گیرد.

با این اوصاف، ارتباط تنگاتنگ اقتصاد کشورهای مختلف با یکدیگر و عدم امکان زندگی به شکل جزایر مستقل، ورود بازار سرمایه در کشورهای اسلامی را ضرورت بخشید. اتکای ابزارهای بازار سرمایه متعارف بر ربا، اندیشمندان، حاکمان و مجریان جوامع اسلامی را به چالش کشید و ضرورت توجه به تشکیل بازار سرمایه خاص و ابزارهای سازگار با شریعت اسلامی بر همه عیان شد و تلاش‌های وصف‌ناشدنی نیز صورت پذیرفت. در این میان دو رویکرد بر تلاش‌های ارزشمند همه دست‌اندرکاران حاکم بوده است: رویکرد اول در تلاش است که ابزارهای سازگار با شریعت اسلامی را جایگزین ابزارهای موجود در بازار سرمایه متعارف کند؛ رویکرد دوم درصدد است نیازهای نظام اقتصادی اسلامی و بازار سرمایه این نظام را مورد توجه قرار دهد و بر این اساس ابزارهایی طراحی و ارائه کند. بی‌تردید رویکرد دوم به لحاظ روش‌شناختی به مراتب بر رویکرد اول ترجیح دارد و به همین نسبت مشکلات خاص خودش را دارد.

تلاش‌های مستمر و خستگی‌ناپذیر با هر دو رویکرد، ابداع ابزارهای متنوع برای بازار سرمایه اسلامی را به دنبال داشته که به مرور مجموعه آنها تحت عنوان «صکوک» قرار گرفته و به همین عنوان شهرت جهانی یافته‌اند. با این وجود، نگاه نظام‌مند، بیانگر عرصه‌هایی است که ابزارهای موجود به سادگی امکان ورود در آنها را ندارند و همین امر ابداع ابزارهای جدید را توجیه می‌کند.

«اوراق منفعت» که رویکرد دوم بر آن حاکم می‌باشد موضوعی است که بیش از یک دهه توجه نگارنده را به خویش معطوف کرده است و بخشی از این دغدغه در انتشار مقاله‌ای با عنوان «درآمدی بر مبانی شرعی اوراق منفعت» در سال ۱۳۸۲ شمسی، تبلور یافت. ولی متأسفانه در بدو امر استقبال شایسته‌ای از این ایده به عمل نیامد؛ گرچه گذشت زمان اهمیت آن را اثبات کرد. این کتاب در ادامه سایر ادبیاتی که توسط نگارنده و دیگر اندیشمندان در طی این سال‌ها به رشته تحریر در آمده است، تدوین و منتشر می‌شود.

واقعیت آن است که ادبیات مربوط به «اوراق منفعت» در زبان‌های فارسی، عربی و انگلیسی از فقر شدیدی رنج می‌برد و اگر این کتاب بتواند زمینه توجه مناسب به این ابزار ارزشمند بازار سرمایه را فراهم آورد، به هدف خویش رسیده است.

با این اوصاف، کتاب پیش رو با عنوان «اوراق منفعت؛ تحلیل فقهی-اقتصادی» در تلاش است مبانی فقهی و کارکرد اقتصادی «اوراق منفعت» را مطمح‌نظر قرار دهد. با این هدف، در نوشتار حاضر پس از مقدمه، در فصل اول، تلاش می‌شود تا از زوایای مختلف «ماهیت اوراق منفعت»، مورد کاوش قرار گیرد؛ فصل دوم، مبانی فقهی این اوراق بهادار را بررسی می‌کند و لاجرم صبغه مباحث اسلامی آن پررنگ‌تر است. بررسی اوراق منفعت در قالب عقود امضایی و قراردادهای مستحدثه نگاه حاکم بر این فصل می‌باشد. البته تلاش می‌شود تا حد ممکن از استخدام اصطلاحات و مفاهیم پیچیده اجتناب شود. اذعان داریم که در برخی موارد که ساده‌سازی به تغییر مفهوم منجر می‌شد، به ناچار صبغه فقهی بر متن حاکم باشد؛

فصل سوم با عنوان «کاربردهای اقتصادی اوراق منفعت» در تلاش است جایگاه اوراق منفعت را در اقتصاد جوامع اسلامی به طور عام و در بازار سرمایه به طور خاص آشکار کند تا زمینه توجه به این ابزار به میزان قابل قبولی برسد؛ فصل چهارم این نوشتار به موضوع مهم «ریسک و بازدهی اوراق منفعت» می‌پردازد. بحث ریسک و بازدهی ابزارهای بازار سرمایه اسلامی (صکوک) در قالب مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای (CAPM) و بومی‌سازی آن برای اوراق منفعت، در این فصل صورت پذیرفته است.

بی اغراق، اوراق منفعت هنوز هم جایگاه مناسب خویش را حتی در نزد اندیشمندان اقتصاد اسلامی نیافته است؛ فصل پنجم با عنوان «واقعیت و پتانسیل اوراق منفعت» درصدد پوشش همین خلأ در ادبیات مربوط است و در آن با مروری به گذشته، تبیین وضعیت موجود، توضیح پتانسیل و بیان فرصت‌ها و چالش‌های فراروی اوراق منفعت، به این مهم همت گماشته است. خلاصه، نتایج و پیشنهادها نیز پایان‌بخش این نوشتار خواهد بود.

گرچه اینک «اوراق منفعت» مفهومی نام‌آشنا در بازار سرمایه اسلامی است؛ اما در کمتر از دو دهه قبل، کمتر کسی حتی با نام آن آشنا بود. در سال ۱۹۹۸ میلادی آقای منذر قحف در مقاله‌ای به معرفی اوراق حق انتفاع (Bonds usufruct) همت گماشت. در همان سال‌ها نگارنده این سطور با اذعان به اهمیت این نهاد، درصدد ترجمه این مقاله برآمد. انتخاب واژه «اوراق منفعت» به صورت جعل اصطلاح (نه ترجمه تحت اللفظی) شاید مناسب‌ترین نامی بود که نگارنده برای این نوزاد بازار سرمایه در نظر گرفت و البته قبول آن از سوی اندیشمندان و مجامع علمی و اجرایی، می‌تواند شاهی بر این ادعا باشد. تدوین و ارائه مقاله‌ای با عنوان «درآمدی بر اوراق منفعت و مبانی شرعی آن»، در سال ۱۳۸۴ در همایش دوسالانه اقتصاد اسلامی و انتشار آن در مجموعه مقالات بر شهرت این ابزار افزود. گرچه هنوز بسیاری از محققان و اندیشمندان بازار سرمایه جایگاهی برای این ابزار قائل نبودند و فقط به‌عنوان افزایش ادبیات مربوط به بازار سرمایه به آن می‌نگریستند. در ادامه، اجرای طرح پژوهشی اوراق منفعت برای پژوهشکده پولی و بانکی، تدوین مقالاتی در این زمینه و تدوین رساله دکتری توسط نگارنده، اوراق منفعت را به سمت جایگاه واقعی خویش سوق داد. البته تدوین مقالات توسط محققان ارجمند و توجه کمیته فقهی و کارگروه فقهی سازمان بورس اوراق بهادار، نقش بسزایی در معرفی و شهرت «اوراق منفعت» داشته است. امیدوارم انتشار این کتاب بتواند زمینه رسیدن «اوراق منفعت» را به جایگاه شایسته‌اش در بازار سرمایه اسلامی فراهم آورد.

در پایان لازم است از باب «من لم یشکر المخلوق، لم یشکر الخالق»، از اساتید محترم دکتر حسن سبحانی، آیت الله حسن آقا نظری، شادروان دکتر غلامرضا اسلامی بیدگلی، دکتر عباس عرب‌مازار، حجت الاسلام والمسلمین دکتر سیدعباس موسویان، دکتر شاپور محمدی و حجت الاسلام والمسلمین دکتر محمدنقی نظریور که توصیه‌های ارزشمند آنان نقش اساسی در تدوین این نوشتار داشته است و از اعضای محترم گروه اقتصاد، انتشارات و سایر واحدهای پژوهشگاه حوزه و دانشگاه که زمینه انتشار این کتاب را فراهم آورده‌اند، صمیمانه تشکر نمایم. بی‌تردید محاسن این کتاب

مرهون ارشادات آن بزرگواران و نواقص آن متوجه نگارنده این سطور است. از همه اساتید و پژوهشگران ارجمند خاضعانه درخواست می‌نمایم اشکالات موجود در این نوشتار را تذکر دهند تا در ویرایش‌های آتی، اشکالات به حداقل میزان ممکن برسد.

مجید حبیبیان نقیبی

عضو هیأت علمی دانشکده اقتصاد دانشگاه علامه طباطبائی

بهار ۱۳۹۵

فصل اول

ماهیت اوراق منفعت

۱. مقدمه

بی‌تردید مفهوم بازار مالی همراه با سایر بازارها در ادبیات اقتصادی سابقه‌ای دیرینه دارد؛ اما واقعیت آن است که در دهه‌های اخیر اهمیت و اثرگذاری بازار مالی به ویژه بازار سرمایه، مورد توجه تصمیم‌سازان و برنامه‌ریزان قرار گرفته و این رویکرد به شکل روزافزون در حال گسترش است. حتی شاید بحران مالی سال ۲۰۰۸ میلادی را نیز شاهدی بر اهمیت و قدرت تأثیرگذاری آن دانست. شبیه ربا در ابزارهای مالی متعارف، اندیشمندان اسلامی را بر آن داشت که درصدد ابداع ابزارهای سازگار با شریعت اسلامی باشند و نتیجه این تلاش‌ها به ابداع ابزارهای مختلفی منجر شده که برخی از آنها (مانند اوراق اجاره) نه تنها در کشورهای اسلامی از معروفیت لازم و کافی برخوردار شده‌اند؛ بلکه قلمرو آنها کشورهای غیراسلامی را نیز درنوردیده و برای مجامع علمی و اجرایی به خوبی آشناست. اوراق منفعت، نمونه‌ای از ابزارهای بازار سرمایه است که به‌رغم ظرفیت‌های فراوان هنوز جایگاه درخوری را در بازار سرمایه پیدا نکرده است. این نوشتار درصدد معرفی اوراق منفعت به مجامع علمی و تصمیم‌سازی، به‌عنوان ابزاری مناسب برای بازار سرمایه در جوامع اسلامی و حتی غیراسلامی می‌باشد. بی‌تردید حضور قابل قبول ابزارها در جوامع اسلامی مستلزم وجود دو ویژگی اساسی الف) کارایی اقتصادی و ب) سازگاری با شریعت اسلامی است. از این‌رو بررسی فقهی اوراق منفعت و نیز مباحث اقتصادی مربوط به آن از محورهای اصلی این نوشتار است.

۲. کلیات

۱-۲. طرح موضوع

وجود سلیقه‌های مختلف در جانب عرضه و تقاضا از یک سو و تلاش برای پاسخ به آنها در بازار سرمایه از سویی دیگر، باعث شد که تنوع ابزارها از شاخص‌های مهم کارایی بازارهای سرمایه در نظر گرفته شود. ابزارهای بازار سرمایه اسلامی نیز در این فضا قابل بررسی می‌باشند. بسیاری از ابزارهایی که در نتیجه تلاش خستگی‌ناپذیر اندیشمندان در دهه‌های اخیر ابداع و عرضه شده‌اند، انتقال عین را به همراه داشته‌اند و با همه مزایا، محدودیت‌هایی داشته‌اند که امکان حضور آنها در برخی عرصه‌ها را سلب می‌کرد و در واقع بخشی از تقاضای مهم بازار سرمایه بی‌پاسخ می‌ماند. این کتاب در پاسخ به این مهم تدوین شده است تا با معرفی و بررسی شایسته اوراق منفعت، ضمن تنوع بخشی ابزارهای بازار سرمایه اسلامی، خلأ یاد شده را به شکل مناسبی پوشش دهد.

به عبارت دیگر، بی‌تردید ابزارهای مالی موجود و سازگار با آموزه‌های اسلامی، تنوع کافی برای تحقق کارایی لازم در بازارهای مالی (سرمایه) اسلامی را ندارند؛ از این‌رو معرفی ابزارهای مختلف برای پوشش همه عرصه‌ها و ایجاد تنوع کافی و سهولت انتقال و تبدیل دارایی‌ها، ضرورتی انکارناپذیر است. این پژوهش تلاش می‌کند با معرفی اوراق منفعت به‌عنوان ابزاری جدید و سازگار با آموزه‌های اسلامی، بخشی از خلأ موجود را پوشش دهد. مطالعه تطبیقی مبانی مسئله براساس فقه امامیه و اهل سنت، موضوع ریسک و بازدهی، کارکرد اقتصادی و چالش‌های فراروی این ابزار و اوراق مالی متعارف و ابزارهای مالی اسلامی، اهداف این نوشتار را تشکیل می‌دهد. به علاوه، اینک که دولتمردان و سیاست‌گذاران به ضرورت تنوع ابزارهای مالی در بازار سرمایه اذعان دارند و خصوصی‌سازی در بسیاری از عرصه‌های اقتصادی و حتی صنایع مادر همواره در دهه‌های اخیر مورد توجه آنان بوده است، اوراق منفعت می‌تواند ابزار مفید و راهگشایی برای شرایط حاضر کشور ایران و نیز با نگاه تطبیقی برای سایر کشورهای اسلامی باشد.

۲-۲. پیشینه تحقیق

در مورد ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)، پژوهش‌های قابل ملاحظه‌ای در سال‌های اخیر در داخل و به ویژه خارج کشور صورت پذیرفته است؛ ولی تاکنون به تحقیقی با نگاه حاکم بر موضوع این نوشتار، دست نیافته‌ایم. با وجود این، برخی از موارد محدود مرتبط عبارتند از: قحف (۱۹۹۸) به صورت بسیار گذرا به مبانی اوراق منفعت اشاره و مباحث اقتصادی آن را نیز بسیار کلی و اجمالی بیان کرده است. البته ارزش اصلی این مقاله تقدم زمانی آن می‌باشد و موضوع این نوشتار نیز از آن الهام گرفته شده است.

حبیبیان نقیعی، (۱۳۸۴) مباحث فقهی اوراق منفعت و مبانی شرعی آن را به اجمال بیان کرده است.

موسویان (۱۳۸۶)، فصلی را به اوراق اجاره و اوراق منفعت اختصاص داده و در آن صفحات محدودی با عناوین فقه اوراق منفعت و بررسی اقتصادی آن با اتکا به مقاله «درآمدی بر اوراق منفعت و مبانی شرعی آن» و چند کتاب فقهی مطالبی را نوشته است. البته رسالت این کتاب اقتضای بحث کلی و محدود در این زمینه را دارد.

در منابع عربی نیز مطالبی در حد اشاره با عنوان «الاوراق المنافع» و «صکوک المنافع»^۱ می‌توان یافت. در واقع اوراق منفعت به‌رغم زمینه فراوان، هنوز در ادبیات مربوط، سهم درخوری را به خود اختصاص نداده است. البته در سال‌های اخیر در برخی از کشورهای اسلامی برای انتشار اوراق بهاداری با عنوان «صکوک المنافع» تلاش‌هایی شده است.

در سال ۱۳۹۱ شمسی، محافل علمی و اجرایی سازمان بورس ایران نیز به اهمیت اوراق منفعت و امکان استفاده از آن در عرصه‌های بکر پی برده و بررسی فقهی و اجرایی اوراق منفعت را در دستور کار قرار داده و آیین‌نامه‌هایی برای انتشار آن تدوین و ابلاغ کرده است و درصدد استفاده از اوراق منفعت در برخی پروژه‌های مهم (مانند بزرگراه پردیس-تهران) برآمده‌اند.

در هر حال، به نظر می‌رسد بی‌توجهی و از دست دادن بازارهای مربوط به آن، می‌تواند تهدیدی محسوب شود و توجه، معرفی، انتشار و حضور به موقع در بازار، زمینه تبدیل آن به فرصت را فراهم می‌آورد. در نهایت، با همه اهمیت اوراق منفعت، تاکنون، به‌طور اختصاصی مبانی فقهی، کارکرد اقتصادی، ریسک و بازدهی و چالش‌های فراروی اوراق منفعت بررسی نشده

1. SUKUK AL-MANAFI

و کتاب حاضر، این مهم را متکفل شده است که در عمل فتح بابی برای این موضوع مهم خواهد بود و امیدواریم این اقدام، زمینه‌های لازم و کافی را برای جلب توجه مجامع علمی و اجرایی فراهم آورد.

۲-۳. محدودیت‌ها و مشکلات تحقیق

بازار مالی مانند سایر بازارها سابقه‌ای دیرینه در ادبیات اقتصادی دارد؛ اما توجه وافر به اهمیت و تأثیرگذاری قابل ملاحظه بازار مالی به ویژه بازار سرمایه بر اقتصاد جوامع مختلف، عمری بیش از سه دهه ندارد. در این میان بازار سرمایه اسلامی و ابزارهای سازگار با شریعت اسلامی که به «صکوک»^۱ شهرت یافته‌اند، سابقه‌ای کمتر دارند. واقعیت آن است که «اوراق منفعت»^۲ هنوز هم برای بسیاری از اندیشمندان اسلامی این حوزه و تصمیم‌سازان، ناشناخته است و به‌رغم وجود عرصه‌های وسیع و حتی انحصاری، در سطح ملی و بین‌المللی جایگاه مناسبی ندارد. از این‌رو مهم‌ترین رسالت این کتاب معرفی درخور و شایسته این ابزار به محققان و تصمیم‌سازان جوامع اسلامی و حتی غیراسلامی است. خوشبختانه توجه برخی از محافل علمی و اجرایی به اوراق منفعت و تلاش برای استفاده از آن برای جذب سرمایه‌ها،^۳ امید را برای حرکت به سوی ورود قابل قبول اوراق منفعت در بازار سرمایه نوید می‌دهد. از مهم‌ترین مشکلات در این نوع پژوهش‌ها، خطر سقوط در ورطه قیاس فقهی و استحسان و احیاناً تحلیل حرام است و به همین دلیل در این نوشتار تلاش شده در بیان نظرات قطعی احتیاط لازم صورت پذیرد.

1. sukuk

۲. در ادبیات مربوط در بدو امر Usufruct Securities و Usufruct Bonds و سپس «صکوک المنافع» و «الاوراق المنافع» و در اولین مقاله فارسی در این زمینه، «اوراق منفعت» نامیده شده و به همین نام شهرت یافته است (ر.ک: حبیبیان نقیبی، «درآمدی بر مبانی شرعی اوراق منفعت»، مجموعه مقالات چهارمین همایش دو سالانه اقتصاد اسلامی).

۳. تلاش برای استفاده از اوراق منفعت برای بزرگراه پردیس-تهران و نیز تلاش برای سامان‌دهی بازار فیش‌های حج تمتع و عمره مفرد توسط شرکت فرابورس از این نمونه می‌باشند.

۳. مفاهیم

فعالیت‌های اقتصادی مستلزم تأمین منابع مالی است. روش‌های مختلفی برای تأمین منابع مورد نیاز ابداع شده که با وجود اشتراکات، هریک از آنها ویژگی‌های خاصی دارد. تقاضای بنگاه‌های اقتصادی دولتی و خصوصی، براساس حجم نیازها، توان مالی و سایر شرایط، شکل گرفته و در پاسخ به این تقاضاها، ابزارهای مختلفی ابداع و ارائه شده است.^۱ در ادبیات مربوط، ابزارهای تأمین مالی به الف) ابزارهای سرمایه‌ای (مالکیتی)؛ ب) ابزارهای استقراضی (بدهی)؛ ج) ابزارهای مشتقه و د) ابزارهای ترکیبی^۲ تقسیم شده‌اند. البته خاستگاه ابزارهای بازار سرمایه در اقتصاد متعارف، از سوی اندیشمندان و جوامعی بوده است که لزوماً ربوی بودن مانع ابداع و به‌کارگیری نمی‌شود. شبهه ربوی بودن ابزارهای متعارف بازار سرمایه، مانع اساسی استفاده از آنها در کشورهای اسلامی و نیز مسلمانان در سایر کشورها بوده است. این شرایط، اندیشمندان و تصمیم‌سازان را برای ابداع و اجرای ابزارهای سازگار با شریعت اسلامی ترغیب کرده که در عمل توفیقات قابل قبولی داشته‌است.

۳-۱. بازار مالی

بازار مالی بازاری است که دارایی‌های مالی در آن مبادله می‌شوند. به عبارت دیگر، بازاری است که از طریق آن بتوان منابع مالی مورد نیاز را به‌دست آورد که در اقتصاد متعارف، به دو بازار پول و سرمایه قابل تفکیک است:

۳-۲. بازار پول

بازار پول همان بازار وجوه کوتاه‌مدت است که وظیفه پاسخگویی به تقاضای وجوه کوتاه‌مدت بخش خصوصی و دولتی را بر عهده دارد. فعالان این بازار در درجه اول افراد یا واحدهای دارای مازاد نقدینگی هستند که عموماً به‌عنوان پس‌اندازکننده از طریق سیستم بانکی منابع مورد نیاز واحدهای اقتصادی دیگر را در اختیارشان می‌گذارند. به این ترتیب مهم‌ترین رسالت بازار پول ایجاد تسهیلات برای واحدهای اقتصادی جهت رفع نیاز نقدینگی (کوتاه‌مدت) و نیز تأمین سرمایه در گردش می‌باشد.^۳ در هر حال بازار پول به تأمین مالی کوتاه مدت می‌پردازد و منابع تحت عنوان وام

۱. باباقدری و فیروزی، صکوک، رایج‌ترین ابزار تأمین مالی اسلامی، ص ۲۲۸.

۲. راعی و سعیدی، مبانی مهندسی مالی و مدیریت ریسک، ص ۲۰۴.

۳. همان‌جا.

برای مقاصد کوتاه‌مدت در این بازار عرضه می‌شود. این بازار تسهیلات لازم را به منظور بهبود وضعیت نقدینگی واحدهای اقتصادی در اختیار آنها قرار می‌دهد. بازار پول می‌تواند کمبود یا مازاد نقدینگی موقتی را جبران کند؛ زیرا ابزارهای بازار پول ضمن آنکه نقدینگی بالایی دارند، بهره نیز دریافت می‌کنند و به سرعت به وجه نقد تبدیل می‌شوند.

۳-۳. بازار سرمایه

بازار سرمایه به مکان یا مجموعه‌ای گفته می‌شود که نیازهای واحدهای تجاری و مقامات دولتی را در محدوده وام‌های بلندمدت و میان‌مدت برآورده می‌کند. در واقع بازار سرمایه، منبع اصلی تأمین مالی بلندمدت است و اوراق بلندمدت (با سررسید بیش از یکسال) در آن مبادله می‌شود. ابزارهای تأمین مالی در بازار سرمایه افزون بر اوراق قرضه بلندمدت، شامل سهام عادی و ممتاز نیز می‌شود. ابزارهای بازار سرمایه می‌تواند امکانات گوناگونی را در اختیار عموم قرار دهد و با به وجود آوردن تنوع، مطلوبیت بیشتری به سرمایه‌گذاری‌ها در بازار سرمایه دهد.

به دیگر سخن، سرمایه از مهم‌ترین عوامل تجارت و بزرگ‌ترین وسیله جلب منفعت است. میزان سرمایه شرکت‌ها، شاخص مهمی در رتبه‌بندی آنها محسوب می‌شود. بازار وجوه آماده برای وام دادن در زمانی بلندمدت‌تر از زمان بازار پول که در آن وجوه کوتاه‌مدت وام داده می‌شود را بازار سرمایه می‌نامند. گرچه مرز مشخصی این دو بازار را از یکدیگر جدا نمی‌کند، ولی چنان‌که می‌دانیم، بازار سرمایه به بازاری اطلاق می‌شود که در آن ابزارهای مالی بلندمدت با سررسید بیش از یک سال مورد معامله قرار می‌گیرد.

به‌طور کلی وظایف بازار سرمایه در سه زمینه الف. تشکیل سرمایه در اقتصاد ملی؛ ب. تأمین سرمایه بنگاه‌ها؛ ج. تعیین ارزش و قیمت‌های ذاتی ابزارهای مالی، قابل احصا است. در واقع شرکت‌ها و بنگاه‌های تجاری که برای تأمین سرمایه خود نتوانند منابع کافی از محل پس‌اندازهای خود (سود انباشته و ذخایر استهلاک) فراهم کنند، با کسری وجوه روبرو می‌شوند و می‌توانند کسری خود را از یکی از راه‌های زیر تأمین کنند: الف. انتشار سهام عادی و ممتاز (ابزارهای مالکیتی)؛ ب. انتشار اوراق قرضه (ابزارهای بدهی بلندمدت) و ج. استقراض از بازار پول (ابزارهای بدهی کوتاه‌مدت). به این روش‌ها، تأمین مالی بیرونی نیز می‌گویند.

همچنین حکومت‌های محلی و مرکزی و مؤسسات و نهادهای تابعه نیز جهت تأمین مخارج سرمایه‌ای خود وارد بازار سرمایه می‌شوند. البته بانک‌های تجاری، مجاز به پذیره‌نویسی

سهام اوراق بهادار نیستند، ولی نقش بزرگی در خرید تعهدات بخش عمومی ایفا می‌کنند. بورس اوراق بهادار نیز از آنجا که محل معامله اغلب ابزارهای مالکیتی یا حقوق صاحبان سهم نظیر سهام عادی و ممتاز و مشتقات آنهاست، بازار سرمایه محسوب می‌شود.

۳-۴. بازار سرمایه اسلامی

چنان‌که گذشت، ابزارهای بازار سرمایه متعارف، به دلیل شبهه ربا، نمی‌توانند در جوامع اسلامی حضور داشته باشند و از این‌رو بازار سرمایه اسلامی، به بازاری اطلاق می‌شود که در آن ابزارهای مالی بلندمدت سازگار با شریعت اسلامی، با سررسید بیش از یک سال مورد معامله قرار می‌گیرد و البته همه تکالیف بازار سرمایه در جامعه مبتنی بر آموزه‌های اسلامی را به عهده دارد. برای بازار سرمایه موصوف به بازار سرمایه اسلامی، ابزارهای سازگار با شریعت اسلامی، ابداع و معرفی شده‌اند.

۳-۵. ابزارهای بازار سرمایه اسلامی

برای بازار سرمایه اسلامی ابزارهای متنوعی تاکنون ابداع و معرفی شده است و در ادبیات مربوط و براساس معیارهای مرتبط به شکل‌های مختلفی تقسیم شده‌اند که برخی از آنها عبارتند از:

۱. معیار انتفاع (با نگاهی دیگر):^۱ براساس این معیار ابزارهای بازار سرمایه اسلامی را به الف. ابزارهای غیرانتفاعی شامل اوراق قرض الحسنه، اوراق وقف؛ ب. ابزارهای انتفاعی که به ب/۱) ابزارهای با بازدهی معین (۱. مبادله‌ای شامل سلم، مباحه، فروش اقساطی؛ ۲. به پشتوانه دارایی‌ها شامل استصناع، اجاره، منفعت)؛^۲ ب/۲) ابزارهای با بازدهی انتظاری: شامل مشارکت، مضاربه، مزارعه، مساقات می‌توان تقسیم کرد؛

۲. ماهیت عقد: در این روش، نام‌گذاری براساس «عقد اصلی» مورد استفاده صورت می‌پذیرد. بر این اساس اوراق بهادار اسلامی به حدود ۱۰ نوع اوراق اجاره، اوراق مشارکت، اوراق جعاله، اوراق مساقات، اوراق مضاربه، اوراق مزارعه، اوراق خرید دین، اوراق استصناع و... تقسیم می‌شود؛

۱. موسویان، ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)، ص ۳۴۵.

۲. البته انتفاعی بودن اوراق منفعت با پشتوانه دارایی را می‌توان پذیرفت؛ اما معین بودن بازدهی آن قابل پذیرش نیست که در ادامه به آن اشاره می‌شود.

۳. نوع عقد و دلیل انتشار (روش سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی):
 الف. صکوک اجاره؛ ب. صکوک استصناع؛ ج. صکوک مشارکت؛ د. صکوک مرابحه؛
 هـ. صکوک سلم (سلف)؛ و. صکوک مضاربه؛ ز. صکوک مزارعه؛ خ. صکوک مساقات؛
 ط. صکوک مغارسه؛ ی. صکوک حق الامتیاز؛ ک. صکوک نماینده سرمایه‌گذاری؛ ل. صکوک مالکیت دارایی (هایی) که در آینده ساخته می‌شود؛ م. صکوک مالکیت منافع دارایی (های) موجود؛ ن. صکوک مالکیت منافع دارایی (هایی) که در آینده ساخته می‌شود؛
 ۴. روش دیگر: الف) صکوک اجاره خالص؛^۱ ب) صکوک مرکب؛^۲ ج) صکوک قابل بازخرید با نرخ متغیر؛^۳ د) صکوک بدون بهره و با بازدهی ثابت.^۴
 با چشم‌پوشی از بررسی تقسیمات مختلف، در طبقه‌بندی‌های یاد شده، در رویکرد اول و دوم، اوراق منفعت از صکوک انتفاعی با درآمد متغیر محسوب می‌شود و براساس طبقه‌بندی سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی، اوراق منفعت شامل موارد صکوک مالکیت منافع دارایی‌های موجود و صکوک مالکیت منافع دارایی‌هایی که در آینده ساخته می‌شود و براساس نگاه اخیر، اوراق منفعت از اقسام صکوک قابل بازخرید با نرخ متغیر،^۵ خواهد بود.

۳-۶. واسطه‌های مالی

واسطه‌های مالی بنگاه‌هایی هستند که به‌عنوان واسطه نظام مالی در قبال سپرده‌های مردم اقدام به ایجاد پس‌انداز و وام می‌کنند. به‌طور مشخص و خلاصه می‌توان گفت که واسطه‌های مالی با ایفای نقش خود، هزینه مبادلات را کاهش می‌دهند، وام‌های بلندمدت را از محل وام‌های کوتاه‌مدت (سپرده‌گذاران در بانک) تجهیز می‌کنند و از این طریق نقدینگی را افزایش می‌دهند و از طریق ادغام تعداد زیادی وام، ریسک وام‌دهندگان کوچک (سپرده‌گذاران در بانک) را کاهش می‌دهند.^۶

1. Pure Ijarah Sukuk

3. Variable Rate Redeemable Sukuk

5. Variable Rate Redeemable Sukuk

2. Hybrid/pooled Sukuk

4. Fixed Rate Zero Coupon Sukuk

۶. ختانی، گسترش بازارهای مالی و رشد اقتصادی، ص ۴۲.

۳-۷. بازار اولیه^۱

بازار اولیه بازار مالی است که در آن اسناد بهادار مثل اوراق قرضه یا سهم به وسیله شرکت یا عامل دولتی برای نخستین بار به یک خریدار فروخته می شود.^۲

۳-۸. بازار ثانویه^۳

در این بازار اوراق بهادار پیشتر منتشر شده خرید و فروش قرار می شود. وجود این بازار مشارکت کنندگان را مطمئن می کند که می توانند اوراق بهادار را به راحتی بفروشند و مشکلی از نظر تبدیل به نقد کردن دارایی های مالی خود نداشته باشند. در مورد اوراق قرضه که سررسید مشخصی دارند، وجود این بازارها این امکان را فراهم می آورد تا دارندگان این اوراق مجبور به نگهداری آنها تا تاریخ سررسید نباشند. افزون بر آن، بازار ثانویه قیمت سهام جدیدی که قرار است در بازار اولیه عرضه شود را تعیین می کند.^۴ به دو دلیل افراد وارد معامله در بازار ثانویه می شوند: الف. براساس اطلاعات از وضعیت آینده شرکت، برای کسب سود اقدام به خرید و یا فرار از ضرر اقدام به فروش آنها می کنند؛ ب. به دلیل نیاز به نقدینگی یا داشتن پس انداز، اوراق بهادار را در بازار ثانویه معامله می کنند.^۵

۳-۹. اوراق قرضه

اوراق قرضه ورقه بهاداری است که معرف مبلغی وام یا بهره می باشد که در موعد مقرر باید توسط ناشر به دارنده ورقه پرداخت شود. به طور معمول اوراق قرضه دارای سررسید است و مبلغ اسمی آن در سررسید توسط صادرکننده پرداخت می شود. اوراق قرضه عموماً دارای کوپن بهره اند که در فواصل زمانی معینی قابل پرداخت است و معمولاً یک بانک به عنوان نماینده مؤسسه صادرکننده اوراق قرضه، پرداخت کوپن های بهره را بر عهده می گیرد. ممکن است ورقه قرضه افزون بر بهره، حقوق دیگری نیز به همراه داشته باشد.^۶

1. primary market

۲. میشکین، اقتصاد پول، بانکداری و بازارهای مالی، ص ۵۳.

3. secondary market

۴. ختانی، گسترش بازارهای مالی و رشد اقتصادی، ص ۴۰.

۵. انصاری، مبانی نظام مالی با نگرش اسلامی، ص ۲۶.

۶. گلریز، بورس اوراق بهادار، ص ۳۷.

۳-۱۰. تسهیلات و خدمات عمومی^۱

تسهیلات و خدمات عمومی در ادبیات مختلف به شکل‌ها و عبارت‌های متفاوت تعریف شده است. تفاوت تعاریف، اغلب به میزان شمولیت و بیان مصادیق آن برمی‌گردد. در واقع ممکن است این نظرات را براساس میزان شمولیت به شکل زیر مرتب کرد: الف) انحصار در اموری نظیر انرژی (برق، گاز)، جمع‌آوری زباله، سیستم آب و فاضلاب و پست؛ ب) تعمیم مورد اول به تلفن، رادیو، تلویزیون، خطوط هوایی و پل‌ها؛ ج) تعمیم مورد دوم به خطوط حمل‌ونقل راه آهن داخل شهری و بین شهری؛ د) تعمیم مورد ج به جاده‌ها، بنادر؛ هـ) تعمیم مورد د) به مفهومی وسیع‌تر که آموزش در نوع و سطوح مختلف، خدمات بهداشتی عمومی و مانند آن را شامل شود.^۲

۳-۱۱. اوراق منفعت

اوراق منفعت، اوراق بهادار دال بر گواهی یا وثیقه‌ای است که بیانگر مالکیت مقدار کاملاً معین منافع یا خدمات آینده از یک تسهیلات و خدمات عمومی می‌باشد و در ازای مبلغ معینی به متقاضیان منتقل می‌شود. بی‌تردید این اوراق در زمره اوراق قرضه متعارف که براساس نرخ بهره معین منتشر و در معرض فروش گذاشته می‌شوند، قرار ندارد. در واقع فرق جوهری این اوراق و سایر صکوک با اوراق قرضه، اجتناب از ربای محرم است.

تفاوت بارز اوراق منفعت و اوراق مشارکت، مالکیت منافع و تملک عین است. به این بیان که انتشار و انتقال اوراق مشارکت، انتقال مالکیت عین را به صورت مشاع در پی دارد.^۳ در حالی که دارنده اوراق بهادار منفعت فقط مالک منافع است و سهمی در عین تولیدکننده منافع یا خدمت نخواهد داشت. از این ابزار می‌توان برای تأمین نقدینگی جهت تأسیس یا گسترش بزرگراه‌ها، شرکت‌های هواپیمایی و مانند آن استفاده کرد.

1. Public Utilities

۲. حبیبیان نقیسی، درآمدی بر مبانی شرعی اوراق منفعت، ص ۴ و ۸، p. 8, Monzer Kahf; Use of Usufruct ...

۳. مشارکت از منظر ادبیات حقوقی به مشارکت مدنی و حقوقی تقسیم می‌شود؛ اما از جهت مالکیت مشاء در عین، در مقابل منفعت تفاوتی بین مشارکت حقوقی و مدنی نیست و در واقع از این منظر تفاوت ماهوی با اوراق منفعت خواهد داشت (ر.ک: اسکینی، «تأملاتی در خصوص ساختار و ماهیت اوراق مشارکت مؤسسات و شرکت‌های دولتی و خصوصی»، مجله پژوهش‌های حقوق تطبیقی، ص ۷).

برای آشنایی بیشتر با ماهیت اوراق منفعت، مناسب است برخی از ویژگی‌های آن مرور شود: اوراق بهادار منفعت، وثیقه‌های مبتنی بر اصول شرعی کاملاً مشهور برای ضمانت حقوق مالکیت هستند. این اصول به‌طور ضمنی دلالت دارند که هر حق می‌تواند با سندی مکتوب اظهار شود که در آن اجزا و مشخصات منفعت، حق و تعهدات در نظر گرفته می‌شود. این سند مکتوب شرح کاملی از شخص حقیقی و حقوقی را نشان می‌دهد که ملزم است این منافع و حقوق را در زمان معین، مهیا کند.

این اوراق بر مالکیت منافع یا حقوق معین دلالت دارند و از این‌رو باید قراردادی مناسب با آن برای انتقال مالکیت در نظر گرفته شود.

اوراق منفعت بیانگر تعهدی کاملاً معین به لحاظ زمانی به عهده ناشر یا صاحب امضای آن است. تعهدی که لازم است یک وقت معین در آینده یا در طول یک مدت معینی از زمان، انجام پذیرد.

در اوراق منفعت باید شرح مفصل و جزئی منفعت یا خدمت آورده شود. از این‌رو تشریح منافع و خدمات افزون بر بیان نوع خدمات، تعداد واحدها و تعریف هریک از واحدهای آن، باید دقیق و غیرقابل بحث و اختلاف نظر باشد.

قیمت اوراق منفعت باید در زمان انتشار به صورت کاملاً آشکار و روشن توسط ناشر، برای عموم اعلام شود. البته لازم نیست این قیمت بر روی اوراق منفعت ذکر شود؛ چون اوراق منفعت بر مقدار مبلغ پرداخت شده بابت آن دلالت ندارد، بلکه بیانگر میزان خدمت یا منفعت فروخته شده‌ای است که در زمان معین توسط ناشر تعهد شده است.

زمان تحویل برای استیفای منفعت یا خدمت باید بر روی اوراق منفعت ذکر شود. زمان تحویل ممکن است یک زمان دقیق مانند ۲۰ مرداد ۱۳۹۵ شمسی (برای یک خدمت هوایی حج) باشد و یا در طول یک فاصله زمانی یا بدون فاصله زمانی معین به استفاده‌کننده واگذار شود.

سازگاری با آموزه‌های اسلامی: در اقتصاد متعارف، ابزارهای مناسبی مانند اوراق قرضه برای بازار سرمایه ابداع و منتشر شده است. اما بازار سرمایه در نظام اقتصادی اسلام به ابزارهای سازگار نیاز داشت. در واقع در اقتصاد متعارف برای جذب منابع لازم در اعیان و منافع و خدمات، به سادگی از ابزارهای متعارف بازار سرمایه مانند اوراق قرضه استفاده می‌شود؛ اما سیاست‌گذاران و اندیشمندان در جوامع اسلامی باید ابزارهای سازگار با آموزه‌های اسلامی را

ابداع و معرفی کنند. ابداع، معرفی و انتشار انواع مختلف صکوک، در این راستا توجیه‌پذیر است و ابداع اوراق منفعت نیز از این اصل پیروی می‌کند. به بیان روشن‌تر انتقال اوراق منفعت باید در قالب یکی از عقود امضایی و مطابق با شریعت اسلام صورت پذیرد و در صورت عدم امکان، دست‌کم در قالب قرارداد صحیح عقلایی و عرفی (عقود مستحدثه) که از سوی شارع ردع نشده باشد، انجام گیرد.

تعیین دقیق منفعت یا خدمت: بی‌تردید دارنده ورق منفعت، صرفاً مالک منافع یا خدمات است. نتیجه صریح این بیان آن است که این اوراق بیانگر مبلغی نیست که برای خرید آن داده شده است؛ بلکه توصیف دقیقی از میزان تسهیلات دارایی یا خدمات انسانی است. بنابراین، این منفعت یا خدمت باید به خوبی تعریف شود، چون به تعریف واضح دارایی تولیدکننده منفعت و خدمت و دوره‌ای که منفعت یا حق به مالکیت خریدار درمی‌آید، نیاز است. زیرا با انقضای دوره مورد نظر، اوراق منفعت باطل خواهد شد.

قیمت‌گذاری اوراق منفعت: قیمت اوراق منفعت در بازار اولیه (در زمان انتشار) از طریق عرضه و تقاضای بازار برای منفعت یا خدمت معین در سررسید آینده، تعیین می‌شود. به محض انتشار اوراق منفعت و فروش آن در قیمت معین شده در بازار اولیه، دارنده این اوراق، مالک منفعت و مستحق استیفای آن خواهد شد. از این‌رو قیمت اوراق منفعت در معاملات بعدی بازار ثانویه به شرایط بازار و خواسته‌های معامله‌گران بستگی دارد و چون مالک در اموالش مجاز به تصرف است، هر قیمتی را که برای فروش مناسب بداند می‌تواند پیشنهاد کند. در واقع، معاملات بعدی اوراق منفعت در بازار ثانویه، نیز از قیمت بازار تبعیت می‌کند که افزون بر تأثیرپذیری از ویژگی‌های خاص منفعت یا خدمت موجود در اوراق یاد شده، به نیروهای عرضه و تقاضای بالفعل آن و شرایط اقتصادی جامعه بستگی دارد؛ بنابراین از ویژگی‌های قابل ملاحظه اوراق منفعت، برخورداری از انعطاف کافی در تعیین قیمت براساس سازوکار بازار در بازارهای اولیه و ثانویه است. با توجه به اهمیت موضوع، در ادامه به‌طور مستقل قیمت‌گذاری اوراق منفعت، بررسی می‌شود.

ناشران اوراق منفعت: این اوراق می‌تواند توسط تولیدکنندگان منافع و خدمات منتشر شود. بنگاه مشترک‌کننده ممکن است یک شرکت دولتی یا خصوصی باشد. البته لازم نیست ناشر این اوراق، مباشراً تولیدکننده منافع یا خدمات مورد نظر باشد؛ بلکه اشخاص حقیقی یا حقوقی که اعتبار و تضمین کافی برای تولید یا تهیه منفعت یا خدمت در زمان مورد نظر را داشته باشند،

می‌توانند نسبت به انتشار و فروش این اوراق اقدام نمایند. مثلاً وزارت امور اقتصادی و دارایی یا بانک مرکزی و یا حتی واسطه‌ها و کارگزاران اقتصادی ممکن است این اوراق را منتشر کنند. یعنی برای انتشار اوراق منفعت، اعتبار و اطمینان از توانایی ناشر نسبت به مهیا کردن منفعت و خدمت در زمان مقرر کافی است.^۱

درآمد انتشار اوراق منفعت: درآمد این اوراق، قیمت یا اجاره منافع یا دستمزد خدمت است که با انتشار و فروش آن در بازار اولیه به ملکیت ناشر درمی‌آید. بی‌تردید این درآمد برای تأمین سرمایه در گردش یا سرمایه ثابت، گسترش طرح یا هزینه جاری به‌کار گرفته می‌شود. از ویژگی‌های بسیار مهم اوراق منفعت آن است که لازم نیست درآمد حاصل از فروش یا اجاره اوراق منفعت در بازار اولیه، صرفاً برای تولید همان منفعت یا خدمت مصرف شود؛ بلکه می‌توان برای تولید منفعت یا خدمت و یا کالای دیگر و حتی هر نوع نیاز جاری، عمرانی یا جبران کسری‌ها از آن بهره جست. در واقع بین درآمد حاصل از فروش اوراق منفعت و نوع هزینه آن هیچ رابطه فقهی و حقوقی وجود ندارد. به‌عنوان مثال اگر دولت اوراق منفعت تسهیلات آموزش برای ساعات معین در دانشگاه‌های دولتی را منتشر کند، درآمد حاصل از این انتشار را می‌تواند برای احداث کتابخانه‌های جدید در این دانشگاه‌ها، حقوق کارکنان دولتی یا هر استفاده دیگر توسعه‌ای، مرتبط یا غیرمرتبط به تولید منفعت یا خدمت فروخته یا اجاره داده شده در اوراق منفعت مورد نظر تخصیص دهد.

قابلیت اوراق منفعت: چون اوراق منفعت غالباً بیانگر منفعت یا خدمت معینی در دوره مشخصی از زمان آینده است، این قابلیت را دارد که صاحبان آن قبل از استیفا، مجاز به انتقال آن در بازار ثانویه باشند. البته مشروط به آنکه پس از انتقال، فرصت کافی برای استیفای منفعت یا خدمتی که برای آن پول پرداخت شده است وجود داشته باشد. قیمت اوراق منفعت در بازارهای ثانویه، با صرف نظر از مقدار اختلاف آن از قیمت بازار اولیه یا قیمت آن در معامله قبلی در بازار ثانویه، توسط طرفین معامله و متأثر از نیروهای عرضه و تقاضا تعیین می‌شود. در واقع، اوراق منفعت به سادگی در بازار ثانویه قابل انتقال هستند و افراد می‌توانند در هر زمان و با هر خریدار و فروشنده‌ای در بازار دادوستد کنند.^۲ حتی ممکن است اوراق منفعت به‌عنوان اشکال مختلف دارایی مانند ارث، وصیت، هدیه، وثیقه و نظیر آن ایفای نقش کند.

۱. البته صحت این نوع انتقالات از منظر فقه اسلامی در آینده بحث خواهد شد.

۲. البته با صرف نظر از بحث سازگاری انتقالات با آموزه‌های اسلامی که محور بحث فصل دوم است.

سرانجام یک ورق بهادار منفعت: حضور ورق مشخصی از اوراق منفعت در صحنه اقتصاد جامعه به یکی از روش‌های زیر پایان می‌یابد:

استیفا: ممکن است دارنده اوراق منفعت، منفعت یا خدمت مورد نظر را در زمان سررسید، استیفا کند. این امر زمانی ساده خواهد بود که ناشر، مهیاکننده منفعت یا خدمت یاد شده مورد نظر باشد. البته براساس قرارداد، ناشر اوراق منفعت مسئول مهیاسازی زمینه استیفای منفعت یا خدمت یاد شده در اوراق منفعت در زمان سررسید می‌باشد. اگر ناشر، مهیاکننده منفعت یا خدمت مورد نظر نباشد، ناشر باید دارندگان اوراق منفعت را به تولیدکنندگان منفعت یا خدمت مرتبط کند. مثلاً اگر اوراق منفعتی توسط وزارت امور اقتصادی و دارایی برای حمل و نقل هوایی منتشر شود، این وزارتخانه باید با شرکت حمل و نقل هوایی مهیاکننده این منفعت یا خدمت، قراردادی برای استیفای دارندگان اوراق منفعت، منعقد کند.

اقاله:^۱ اقاله در لغت به معنای مسامحه و نادیده انگاشتن امری است و در اصطلاح، فسخ قرارداد از طرف معامله‌کنندگان بعد از پشیمانی یکی از دو طرف معامله و درخواست فسخ از جانب او و قبول این درخواست از طرف دیگر را اقاله می‌گویند. نسبت به جواز، صحت و استحباب اقاله روایات زیادی^۲ وارد شده است و فقهای اسلامی نیز به صحت آن فتوا داده‌اند.^۳ با این وصف، ممکن است اوراق منفعت با توافق بین ناشر و دارنده آن به صورت اقاله به پایان برسد. اقاله ممکن است در همان قیمت منتشره یا قیمت رایج برای منفعت یا خدمت خاص در زمان سررسید باشد.^۴ البته نباید شرایط به صورتی رقم بخورد که سهم معناداری از اوراق منفعت منتشره به صورت اقاله به پایان برسد و در واقع انتشار و انتقال اوراق منفعت در بازار اولیه و ثانویه به ورطه معاملات صوری بیفتد.

بازخرید: عمر حضور اوراق منفعت، زمانی پایان می‌پذیرد که ناشر، آنها را در قیمت متداول از بازار بازخرید کند. این امر به بانک مرکزی اجازه می‌دهد که از اوراق منفعت در عملیات بازار

۱. امروزه به جای «اقاله» از اصطلاح «تسویه نقدی» استفاده می‌شود که می‌تواند به معنای فسخ یا فروش جدید باشد؛ ولی اقاله مفهوم مشهور فقهی است که در این نوشتار نیز از آن استفاده شده است.

۲. حر عاملی، وسائل الشیعة، ج ۱۷، ص ۳۸۶.

۳. نجفی، جواهر الکلام فی شرح شرائع الاسلام، ج ۲۴، ص ۳۵۲؛ خمینی، تحریر الوسیلة، ج ۲، ص ۶۱.

۴. نسبت به ماهیت اقاله دو نظر (فسخ قرارداد سابق یا عقد جدید) وجود دارد و براساس این دو نظر، قیمت‌ها در اقاله متفاوت خواهد شد.

باز برای سیاست‌های انبساطی و یا انقباضی پولی استفاده کند به ویژه زمانی که این اوراق توسط بانک مرکزی منتشر شود.

بنابراین مقصود از اوراق منفعت، اوراق بهاداری است که بیانگر مالکیت مقدار کاملاً معین منافع یا خدمات آینده است و در ازای مبلغ معینی به متقاضیان منتقل می‌شود. در اقتصاد جوامع مختلف، بخش خدمات سهم قابل ملاحظه‌ای را به خود اختصاص داده و سهم آن به‌طور قابل ملاحظه‌ای در حال افزایش است و از شاخص‌های مهم توسعه‌یافتگی نیز، افزایش سهم خدمات به قیمت کاهش سهم صنعت و به ویژه کشاورزی دانسته شده است.

به نظر می‌رسد اوراق منفعت می‌تواند در همه مصادیق بخش خدمات استفاده شود؛ از این‌رو می‌توان مدعی شد که اوراق منفعت در عرصه‌های بسیار وسیعی می‌تواند وارد شود که برای سایر صکوک امکان ورود در آن نیست. برخی از مواردی که اوراق منفعت می‌تواند به خوبی در آن عرصه‌ها وارد شود عبارتند از: انفال، اوقاف، صنایع مادر، بازرگانی خارجی، معادن بزرگ، بانکداری، بیمه، تأمین نیرو (انرژی)، سدها و شبکه‌های بزرگ آبرسانی، رادیو و تلویزیون، هواپیمایی، کشتیرانی، راه و راه آهن، آموزش، بهداشت، مخابرات و فناوری اطلاعات، پروژه‌های عظیم کلان‌شهرها، کالاهای عمومی و مشترک.

مثال‌هایی را که در این زمینه می‌توان ذکر کرد عبارتند از: الف) هتل چمران شیراز، استفاده از اتاق‌ها را (در فروردین ۱۳۹۵ برای شهریور همان سال) پیش فروش می‌کند و سه راه (استفاده از هتل در زمان مقرر، فروش به دیگری و یا فروش به هتل یک هفته قبل از سررسید) پیش روی خریدار قرار می‌دهد؛ ب) فردی بلیط قطار (یا هواپیما) را در ۱۵ بهمن ۱۳۹۴ برای عید (فروردین) ۱۳۹۵، پیش خرید کرده است. با فرض فقدان ممنوعیت قانونی، اگر نخواهد خودش از آن استفاده کند، آیا می‌تواند آن را به قیمت بالاتر به دیگری بفروشد؟ ج) فردی برای حج تمتع ثبت نام کرده است و با فرض فقدان منع قانونی، می‌خواهد قبل از سررسید آن را به قیمت بالاتر به دیگری بفروشد؛ د. مؤسسه‌ای برای برگزاری دوره تافل در تابستان، از فروردین ثبت نام (با اخذ کل شهریه) به عمل می‌آورد و ثبت‌نام‌کنندگان می‌توانند آن را به دیگران واگذار کنند؛ هـ) شرکت هواپیمایی (مثلاً امارات) برای تأمین نقدینگی برای تأسیس یا گسترش، بلیط‌های کاملاً معین (کیفیت، زمان، مبدأ، مقصد و...) را مثلاً برای سه سال بعد پیش فروش می‌کند و دارنده می‌تواند آن را به دیگران منتقل کند؛ و) شرکت همراه اول برای تأمین نقدینگی لازم

برای گسترش حوزه آنتن دهی و... هزینه مکالمات کاملاً معین آینده (سال آتی) را پیش فروش می کند و خریدار می تواند آن را به دیگری منتقل کند؛ ز) برای تأمین مالی احداث بزرگراه تهران-شمال، خدمات سال های معینی از آینده این بزرگراه را در قالب اوراق منفعت پیش فروش می کنند؛ ح) مثال های مختلفی که بخش عمومی و خصوصی برای تأمین نقدینگی مورد نیاز می توانند به پیش فروش منافع و خدمات مبادرت ورزند و این اوراق در بازار ثانویه امکان انتقال های متوالی تا زمان سررسید را می تواند داشته باشد.

۳-۱۲. قیمت گذاری اوراق منفعت^۱

در اوراق منفعت، پرداخت قیمت منفعت یا خدمت در زمان عقد صورت می پذیرد و تحویل معوض به آینده موکول می شود. بنابراین برای قیمت گذاری باید از نرخ تبدیلی استفاده شود. برای تبیین قیمت گذاری اوراق منفعت، بهتر است برخی از قراردادهایی را که برای انتقال این اوراق مناسب به نظر می رسند و در آن وجود نرخ هایی متصور است، مرور شود. عقد بیع (خرید و فروش) که ام العقود نامیده می شود، به اعتبار حال یا مؤجل بودن مبیع یا ثمن به چهار نوع تقسیم می شود:

انواع بیع به اعتبار زمان

مبیع	ثمن	نوع قرارداد
حال	حال	بیع نقد
حال	مؤجل	نسیه
مؤجل	حال	سلف (سلم)
مؤجل	مؤجل	کالی به کالی

در بازار مالی متعارف نیز دو نوع قرارداد فوروارد^۲ و فیوچر^۳ وجود دارد که می تواند به قرارداد انتقال اوراق منفعت نزدیک باشد. از این رو در ادامه تعریف اجمالی قراردادهای نسیه، سلف، فوروارد و فیوچر مرور می شود.

قرارداد نسیه: نوعی قرارداد خرید و فروش (بیع) است که در آن مبیع حال و ثمن مدت دار

۱. این بحث زمینه مناسبی را برای شناخت هرچه بیشتر اوراق منفعت فراهم می آورد. در فصل سوم، قیمت گذاری اوراق منفعت در قالب مدل CAPM مجدداً بررسی می شود.

2. Forward Contract

3. Future Contract

(مؤجل) است. این نوع معامله در همه جوامع وجود داشته و از سوی شریعت اسلامی نیز امضا شده و برای مسلمانان نیز کاملاً آشناست که در بازار مسلمانان نیز شیوع دارد.

قرارداد سلف: سلف یا سلم نوعی قرارداد خرید و فروش (بیع) است که در آن مبیع، مؤجل و ثمن، حال است. از زمان‌های دور نیز این نوع معاملات در محصولات کشاورزی (به ویژه انواع میوه و مرکبات)، مرسوم بوده و از سوی اسلام امضا شده و برای مسلمانان آشنا و غالباً در انتقال کالاهای کشاورزی به ویژه میوه‌های درختی، کاربرد داشته است. بنابراین بازار سلف، بازاری است که در آن ثمن نقداً دریافت و تحویل مبیع به آینده موکول می‌شود که اینک به پیش‌فروش کالاها و خدمات شهرت یافته است.

در ایران بازار سلف ارز نیز سابقه‌ای قابل قبول دارد. طبق گزارش سالانه بانک مرکزی ایران، در پی لغو امکان تبدیل دلار و طلا که در سال ۱۹۷۱ میلادی توسط دولت آمریکا و در پی برقراری نظام جدید ارزی جایگزینی رابطه ریال با حق برداشت به جای رابطه ریال با دلار در ایران، بانک مرکزی در اسفند سال ۱۳۵۳ به منظور حفظ منابع صادرکنندگان اقدام به ایجاد بازار سلف ارزی برای دلار کرد تا صادرکنندگان از این طریق بتوانند ارز حاصل از صادرات را که در آینده به دست خواهند آورد در این بازار معامله کنند و منافع خود را در مقابل نوسانات نرخ دلار محفوظ دارند.

قرارداد فوروارد:^۱ در مالیه، فوروارد قراردادی است که برای خرید یا فروش یک دارایی به قیمت روز و زمانی معین در آینده بین طرفین معامله تنظیم می‌شود. این نوع قرارداد در مقابل قرارداد اسپات^۲ می‌باشد که در آن معامله در همان روز انجام می‌شود. ممکن است قرارداد فوروارد با بیع کالی به کالی قابل تنظیم باشد.

قرارداد فیوچر: این قرارداد به آتی و نیز سلم ترجمه شده و مقصود از آتی یا فیوچر قراردادی است که در آن خریدار و فروشنده توافق می‌کنند مقدار معینی از کالای مشخص را با کیفیت مشخص، قیمت معلوم، در زمان و مکان مشخص آینده معامله کنند. به عبارت دیگر، قرارداد فیوچر یک قرارداد استاندارد، معامله در معاملات آتی است که زمینه‌ای برای خرید و یا فروش در تاریخ معینی در آینده، در یک قیمت مشخص شده، فراهم می‌آورد.^۳ رتبه، مقدار، تاریخ تحویل، نحوه ارائه قیمت، میزان سپرده اصلی یا جبرانی برای هر نوع قرارداد هم‌زمان با افتتاح معامله از

1. Forward Contract

2. Spot

3. http://www.diffen.com/difference/Forward_Contract_vs_Futures_Contract

طریق بورس تعیین و مشخص می‌شود. در مجموع فقط تعیین قیمت در اختیار طرفین قرارداد آتی گذاشته می‌شود. دادوستد این قرارداد تنها در تالار بورس صورت می‌گیرد. تدوین مقررات و برقراری ضمانت اجرای آن در خصوص چگونگی دادوستد قراردادهای آتی در زمره اختیارات و مسئولیت‌های بورس است.

برخی، معاملات ارز را به چهار نوع معاملات نقدی؛^۱ معاملات سلف؛^۲ معاملات آتی^۳ و معاملات اختیاری^۴ تقسیم کرده‌اند. اما واقعیت آن است که قرارداد سلف و فوروارد با همه تشابهات، تفاوت‌هایی دارند که برای رعایت اختصار از بیان آن صرف‌نظر می‌شود. به علاوه عقد سلف قبل از اسلام نیز در جوامع مختلف شیوع داشته و از سوی شریعت اسلامی امضا شده و سهم قابل قبولی از مباحث فقهی اسلامی امامیه و اهل سنت در بحث معاملات را به خود اختصاص داده است. از این‌رو به نظر می‌رسد، انتقال اوراق منفعت در بازارهای اولیه و ثانویه به عقد سلف نزدیک باشد. پرسش‌هایی که برای تعیین قیمت اوراق منفعت می‌تواند مطرح باشد عبارتند از: الف) ناشر در بازار اولیه چه و چگونه قیمت را تعیین می‌کند؟ ب) قیمت در بازارهای ثانویه چگونه شکل می‌گیرد؟

در ابزارهای متعارف، قیمت اسمی معینی بر اوراق می‌گذارند و بهره معینی را نیز برای آن در نظر می‌گیرند. ارزش‌گذاری اوراق قرضه،^۵ تعیین قیمتی منصفانه برای اوراق قرضه است. برای هر سرمایه یا ورقه بهادار، قیمت تئوریک منصفانه اوراق قرضه، ارزش فعلی جریان نقدی است که انتظار تولید آن می‌رود. بنابراین ارزش اوراق قرضه با تنزیل جریان نقد مورد انتظار اوراق قرضه به وسیله نرخ تنزیل^۶ مناسب تعیین می‌شود.

سهام نیز قیمت اسمی معینی در بازار اولیه دارند که پس از گذشت زمان براساس ارزش ایجاد شده در شرکت مورد نظر، قیمت آن در بازارهای ثانویه تعیین می‌شود. قیمت‌گذاری سهام در جوامع اسلامی، تفاوت معناداری با قیمت‌گذاری آن در اقتصاد متعارف ندارد و چون مبتنی بر کالاها و خدمات واقعی موجود می‌باشند، قیمت‌ها در بازار اولیه و ثانویه متناسب با عرضه و تقاضای واقعی بازار توسط بنگاه‌های تولیدی یا بازار بورس تعیین می‌شود.

1. Spot Transaction
3. Future Transaction
5. Bond Valuation

2. Forward Transaction
4. Option Transaction
6. Discount Rate