

دو فصلنامه علمی - پژوهشی تحقیقات مالی - اسلامی، سال دوم، شماره اول (پیاپی ۳)، پاییز و زمستان ۱۳۹۱، صص ۶۹-۹۸

## مطالعه تطبیقی اوراق مشارکت منتشره در ایران و صکوک مشارکت

حسین حسن زاده سروستانی\*

تاریخ دریافت: ۹۱/۰۷/۰۵

مهدی یارشار\*\*

تاریخ پذیرش: ۹۱/۰۹/۰۵

### چکیده

یکی از مهم‌ترین ارکان نظام مالی در هر کشوری ابزارهای مالی هستند. بدون وجود ابزارهای مالی متنوع و کارآمد، تأمین مالی در چرخه اقتصاد مختل می‌گردد. در دهه ۱۹۸۰، ایده استفاده از ابزارهای اسلامی قوت گرفت و انواع مختلف صکوک ابداع گردید. ایران را می‌توان نخستین کشوری قلمداد کرد که اقدام به تأمین مالی از طریق انتشار اوراق مشارکت نموده است. در این پژوهش، تفاوت‌های هر دو گونه اوراق مشارکت منتشره در ایران با مجوز بانک مرکزی و نیز سازمان بورس و اوراق بهادار و صکوک مشارکت منتشرشده در کشورهای خارجی از ابعاد مختلفی چون آمار انتشار، تعاریف، ارکان، ساز و کار انتشار و بررسی فقهی مورد واکاوی و تحلیل قرار گرفته و پیشنهاداتی جهت انتشار صکوک مشارکت در ایران و رفع ضعف‌های ساختاری اوراق مشارکت فعلی ارائه گردیده است.

### واژگان کلیدی

ابزارهای مالی اسلامی، صکوک مشارکت، اوراق مشارکت، ساختار، سازوکار انتشار، ایران

طبقه‌بندی JEL: G10, Z12, E44

---

\* دانشجوی دکتری مدیریت مالی دانشگاه آزاد واحد علوم و تحقیقات (نویسنده مسئول)

hasanzadeh.hosein@gmail.com

Sarshar67@gmail.com

\*\* دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت مالی دانشگاه امام صادق (ع)

#### مقدمه

ابزارهای مالی یکی از مهم‌ترین ارکان نظام مالی هر کشوری هستند. در تعریف ساده، ابزارهای مالی اسنادی مبنی بر تعهدات مالی می‌باشند. از ابزار مالی به دارایی مالی و دارایی نامشهود نیز تعبیر می‌شود (عبده تبریزی، ۱۳۷۶، ص ۱۸).

ایده اولیه استفاده از ابزارهای اسلامی در بازار پول به دهه ۱۹۸۰ بر می‌گردد. در آن زمان بانک‌های اسلامی جهت غلبه بر مسئله نقدینگی به استفاده از این نوع ابزارها روی آوردند (پهلوان و رضوی، ۱۳۸۶، ص ۱۰). همچنین در دهه ۱۹۹۰، همزمان با ابداع و گسترش ابزارهای مالی مبتنی بر شریعت در بانک‌های اسلامی، ایده استفاده از ابزارهای اسلامی بازار سرمایه نیز قوت گرفت که در نتیجه آن انواع مختلف صکوک ابداع گردید. ساختارهای مختلف صکوک به نحوی طراحی شده‌اند که شرکت‌های چند ملیتی، دولت‌ها، شرکت‌های دولتی و خصوصی و نهادهای مالی می‌توانند از آن‌ها به عنوان ابزارهایی جهت تأمین منابع مالی از بازارهای سرمایه داخلی و بین‌المللی استفاده نمایند (Nisar, 2007, p.1).

ناشران صکوک به دنبال ساختارهایی هستند که از مقبولیت بیشتری برخوردار باشند تا بتوانند سرمایه‌گذاران بیشتری را جذب نمایند. بدون شک، اعتبار و قابل پذیرش بودن یک ساختار، نقش حیاتی در موفقیت آن دارد. بر اساس آمار منتشرشده، در میان انواع مختلف صکوک، صکوک مشارکت پیوسته مورد اقبال عمومی بوده و از لحاظ میزان انتشار در رتبه دوم میان صکوک منتشره در سطح دنیا قرار دارد. البته ایران را می‌توان نخستین کشوری قلمداد نمود که اقدام به انتشار ابزار مالی اوراق مشارکت نموده است. با ممنوعیت انتشار و فروش اوراق قرضه در سال ۱۳۶۲، کمبودی در بازار اوراق بهادار و ابزارهای تأمین مالی طرح‌ها احساس شد (موسویان - الف، ۱۳۸۶، ص ۴۱). جمهوری اسلامی ایران در سال ۱۳۷۳ مقررات ناظر بر انتشار اوراق مشارکت را تهیه کرد و شهرداری تهران در جایگاه ناشر، نخستین اوراق مشارکت را منتشر نمود. به علت عدم اطلاع محققان حوزه مطالعه‌های مالی اسلامی از این ابداع کشورمان، ایده‌های استفاده از ابزارهای اسلامی بازار سرمایه را به اوایل سال‌های ۱۹۹۷، یعنی ۳ سال پس از تصویب ضوابط اجرایی انتشار اوراق مشارکت نسبت می‌دهند؛ در حالی که در

حقیقت، ایران در جایگاه نخستین کشوری بود که به طراحی و انتشار چنین ابزارهایی اقدام کرده است (سروش، ۱۳۸۷).

لازم به ذکر است که تا به امروز، نمونه‌ای از انتشار صکوک مشارکت با شیوه مشروح در این پژوهش، در ایران منتشر نگردیده است و در این پژوهش برآنیم تفاوت‌های اوراق مشارکت منتشرشده در ایران و صکوک مشارکت از ابعاد مختلفی چون آمار انتشار، تعاریف، ارکان، سازوکار انتشار و از بعد فقهی بررسی و تحلیل گردد. در حال حاضر، اوراق مشارکت در ایران با مجوز بانک مرکزی و سازمان بورس و اوراق بهادار منتشر می‌گردد. در این مقاله به بررسی این دو نوع اوراق مشارکت و صکوک مشارکت پرداخته و پس از بررسی فقهی، پیشنهاداتی جهت انتشار صکوک مشارکت در ایران و رفع ضعف‌های ساختاری اوراق مشارکت فعلی ارائه خواهد شد.

#### ۱. آمار انتشار

##### ۱-۱. میزان انتشار صکوک مشارکت

انتشار صکوک در طی یازده سال گذشته، شاهد رشدی روز افزون بوده است. افزایش انتشار صکوک در سال‌های اخیر در سطوح بین‌الملل در جدول زیر قابل مشاهده است:

جدول شماره (۱). میزان انتشار صکوک در سطح بین‌المللی

۲۰۰۸	۲۴۲۶۴
۲۰۰۹	۳۷۹۰۴
۲۰۱۰	۵۲۹۷۸
۲۰۱۱	۹۲۴۰۳
۲۰۱۲	۱۳۷۴۹۹
ژانویه ۲۰۱۳	۱۰۹۹۳
مجموع (۲۰۱۳-۲۰۰۱)	۴۲۷۶۸۳

(از سال ۲۰۰۸ تا ۲۰۱۲) - ارقام به میلیون دلار

\* IIFM Sukuk Report (3rd Edition)

میزان انتشار انواع مختلف صکوک در جدول زیر آورده شده است:

جدول شماره (۲). میزان انتشار انواع صکوک تا سال ۲۰۱۱ - ارقام به میلیون دلار

نوع اوراق	اوراق داخلی	اوراق بین‌المللی
صکوک اجاره	۳۴۰۷۳	۲۱۴۳۴
صکوک استصناع	۳۴۶۹	-
صکوک مضاربه	۳۴۵۸	۴۷۲۵
صکوک مرابحه	۴۴۶۲۸	۹۱۱
صکوک مشارکت	۳۹۳۱۸	۹۲۸۶
صکوک سلم	۱۲۹۱	۱۹۵۸
صکوک وکاله	۳۷۱	۲۱۲۵
صکوک مبتنی بر فروش اقساطی	۱۰۹۹۳	-
صکوک بیع‌العینه	۱۲۱۵	-
صکوک ترکیبی	۱۷۳۹	۱۲۳۷
صکوک استثمار	۸۸۱۴	-
صکوک قابل تبدیل اسلامی	۴۰۸	۶۱۹۰
مجموع	۱۴۹۷۷۷	۴۷۸۶۶

\* IIFM Sukuk Report

## ۲-۱. میزان انتشار اوراق مشارکت

میزان انتشار و فروش اوراق مشارکت که مجوز صدور از بانک مرکزی یافته‌اند، به شرح جدول زیر است:

جدول شماره (۳). میزان انتشار و فروش اوراق مشارکت با مجوز بانک مرکزی

سال	میزان انتشار (میلیارد ریال)	میزان فروش (میلیارد ریال)
۱۳۸۷	۱۱۸۰۰	۱۱۷۹۹
۱۳۸۸	۱۷۷۰۰	۱۷۶۹۷
۱۳۸۹	۱۹۱۲۲۸	۱۵۶۸۰۵
۱۳۹۰	۹۲۱۶۷	۴۴۸۶۱
۱۳۹۱	۹۸۰۹۸	۶۴۳۰۱
جمع	۴۱۰۹۹۳	۲۹۵۴۶۳

سازمان بورس و اوراق بهادار در سال‌های ۱۳۸۷، ۱۳۸۸، ۱۳۸۹، ۱۳۹۰ به ترتیب یک، دو، هشت و دو مجوز انتشار اوراق مشارکت صادر کرده است که در جدول زیر تعداد و مبلغ اوراق آمده است:

جدول شماره (۴). مجوز انتشار اوراق مشارکت توسط سازمان بورس و اوراق بهادار

سال	تعداد	مبلغ اوراق (میلیارد ریال)
۱۳۸۷	۱	۴۰۰
۱۳۸۸	۲	۷۵۰۰
۱۳۸۹	۸	۱۴۴۵۰
۱۳۹۰	۲	۱۰۰۰
جمع	۱۳	۲۳۳۵۰

## ۲. تعریف، انواع و بیان ویژگی‌های صکوک مشارکت و اوراق مشارکت

### ۲-۱. صکوک مشارکت

واژه «صکوک» برگرفته از واژه «چک»، به معنای ورقه بهادار می‌باشد که در زبان عربی «صک» خوانده می‌شود و جمع آن یعنی اوراق، «صکوک» نامیده می‌شود و منظور از آن حواله، سفته، سند و به‌طور کلی هر چیزی که بیان‌کننده هرگونه تعهد و اقرار است. در تعریف سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی<sup>۲</sup> چنین آمده است که «صکوک عبارت است از اوراقی با ارزش اسمی یکسان که پس از اتمام عملیات پذیره‌نویسی بیانگر پرداخت مبلغ اسمی مندرج در آن توسط خریدار به ناشر است و دارنده آن مالک یک یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها، منافع حاصل از دارایی و یا ذی‌نفع یک پروژه، یا یک فعالیت سرمایه‌گذاری خاص می‌شود» (احمدی حاجی‌آبادی، ۱۳۸۶، ص ۳). این سازمان، چهارده نوع صکوک را معرفی نموده که یکی از آن‌ها صکوک مشارکت است که به‌صورت زیر تعریف می‌گردد:

گواهی‌هایی با ارزش‌های یکسان که دارای ویژگی‌های زیر می‌باشند:

- مشارکت باید درجه‌ای از ملموس بودن<sup>۳</sup> یا عینیت را دارا باشد و این ملموس بودن (و یا نسبت پوشش دارایی<sup>۴</sup>) می‌تواند رقمی در حدود ۳۳٪ الی ۵۰٪ باشد (DIFC, Sukuk Guidebook, p.24).

- با هدف تجهیز منابع برای ایجاد یک پروژه یا کسب و کار جدید و یا توسعه یک پروژه یا کسب و کار فعلی منتشر می‌شوند.

- این گواهی‌ها به پشتوانه دارایی‌های مشخصی منتشر می‌شوند و دارندگان این گواهی‌ها به میزان سرمایه‌گذاریشان، مالک پروژه یا دارایی‌های کسب و کار می‌شوند.

- این گواهی‌ها قابل معامله می‌باشند و قابلیت خرید و فروش در بازارهای مالی ثانویه را دارند.

- ممکن است این گواهی‌ها قابل تبدیل به سهام باشند، به این صورت که در پایان دوره مشارکت، دارندگان این گواهی‌ها این اختیار را دارند که ارزش اسمی گواهی را دریافت کنند و یا اینکه گواهی را به سهام تبدیل کنند؛ که در این حالت نرخ تبدیل بهتر و مناسب‌تر از نرخ بازار در آن زمان می‌باشد (Jabeen, p.83).

## ۲-۲. اوراق مشارکت

طبق ماده یک قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت (مصوب مهر ۱۳۷۶) اوراق مشارکت اوراق بهاداری است که به موجب قانون یا مجوز بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران برای تأمین بخشی از منابع مالی مورد نیاز طرح‌های عمرانی - انتفاعی دولت مندرج در قوانین بودجه سالانه کشور یا برای تأمین منابع مالی مورد نیاز جهت ایجاد، تکمیل، نوسازی و توسعه طرح‌های سودآور تولیدی، ساختمانی و خدماتی، توسط دولت، شرکت‌های دولتی، شهرداری‌ها، نهادهای عمومی غیردولتی، مؤسسات عام‌المنفعه و شرکت‌های وابسته به دستگاه‌های مذکور و شرکت‌های سهامی عام و خاص و شرکت‌های تعاونی منتشر می‌شود و به سرمایه‌گذارانی که قصد مشارکت در اجرای طرح‌های یادشده را دارند، از طریق عرضه عمومی واگذار می‌گردد. ماده ۴ این قانون<sup>۵</sup>، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران را مرجع واحد بررسی طرح‌ها و صادرکننده مجوز انتشار اوراق مشارکت معرفی نمود.

در سال ۱۳۸۲ و به دنبال تصویب قانون تنظیم بخشی از مقررات تسهیل نوسازی صنایع کشور به شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار اجازه داده شد تا با مجوز بورس اوراق بهادار و به‌منظور انجام طرح‌های نوسازی و توسعه شرکت حداکثر به میزان ۵۰ درصد کل سرمایه‌گذاری ریالی پروژه و تا سقف ۷۰ درصد ارزش ویژه شرکت، اوراق مشارکت (بدون تضمین دولت و بانک مرکزی) منتشر نمایند.<sup>۶</sup>

با تصویب قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران در آذر ۱۳۸۴، نهاد ناظر و اجرای بازار سرمایه از یکدیگر تفکیک شده و سازمان بورس و اوراق بهادار به عنوان نهاد ناظر بازار سرمایه تعیین گردید. مطابق ماده ۲۶ و ۲۷ قانون بازار اوراق بهادار، وظایف و اختیارات بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، موضوع ماده ۴ قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت مصوب مهر ۱۳۷۶، به سازمان بورس و اوراق بهادار واگذار گردید. البته در تبصره این ماده قانونی، اوراق مشارکت دولت، بانک مرکزی، شهرداری‌ها، بانک‌ها و مؤسسات مالی و اعتباری تحت نظارت بانک مرکزی مستثنی شده است؛ بنابراین ماده ۲۶ این قانون، سازمان بورس و اوراق بهادار را مرجع بررسی طرح‌ها و صادرکننده مجوز انتشار اوراق مشارکت (به استثنای انتشار اوراق مشارکت نهادهای موجود در تبصره این ماده قانونی) معرفی می‌نماید (موسویان و حسن‌زاده، ۱۳۹۲، ص ۵۱).

ویژگی‌های اوراق مشارکت را می‌توان شامل موارد زیر دانست:

- اوراق می‌تواند با نام یا بی‌نام باشد، البته اوراق بهادار شرکت‌های بورسی باید با نام باشند و در بورس و فرابورس ایران تنها اوراق مشارکت با نام مورد مبادله قرار می‌گیرند.
- قیمت اسمی و مدت مشخص دارد.
- ناشر موظف است بازپرداخت اصل و سودهای علی‌الحساب را در سررسیدهای مقرر تعهد کند.
- دارندگان اوراق به نسبت قیمت اسمی و مدت زمان مشارکت در سود حاصل از اجرای طرح‌ها سهم هستند (مشارکت موقت).

- مصرف وجوه حاصل از واگذاری «اوراق مشارکت» در غیر اجرای طرح‌های مربوط جایز نیست.
- دارندگان این اوراق برخلاف صاحبان سهام عادی، ادعای حق رأی در شرکت ندارند.
- قابلیت خرید و فروش در بازار ثانوی و قابلیت تبدیل یا تعویض با سهام را دارند.
- در قانون، انتشار این اوراق برای دولت تنها در طرح‌های عمرانی-انتفاعی<sup>۷</sup> مجاز دانسته شده است.

### ۳. نمونه‌هایی از انتشار

#### ۳-۱. نمونه‌هایی از انتشار صکوک مشارکت

(۱) صکوک مشارکت با نام گلد صکوک دی.ام.سی.سی.سی.<sup>۸</sup>، به میزان ۲۰۰ میلیون دلار و با سررسید ۵ سال، توسط شرکت دی.ام.سی.سی.سی در سال ۲۰۰۵ منتشر گردید. این صکوک، اولین صکوک شهر ذبی بود که با رتبه ای<sup>۹</sup> و به صورت بین‌المللی منتشر گردید. منابع مالی حاصل از انتشار صکوک برای ساخت سه برج<sup>۱۰</sup> در منطقه آزاد تجاری دی.ام.سی.سی به کار رفت. پرداخت دوره‌ای سود مورد انتظار دارندگان صکوک بر اساس نرخ شناور لایبور<sup>۱۱</sup> شش ماهه به علاوه ۶ صدم درصد، تعیین گردید.

(۲) صکوک مشارکت با نام وینگز اف.ام.سی.سی.<sup>۱۲</sup>، به میزان ۵۰۰ میلیون دلار و با سررسید ۷/۵ سال، توسط شرکت خطوط هواپیمایی امارات<sup>۱۳</sup> در سال ۲۰۰۵ منتشر گردید. این صکوک اولین صکوک بود که توسط یک شرکت هواپیمایی منتشر می‌گردید و بزرگ‌ترین انتشار صکوک شرکتی<sup>۱۴</sup> در آن زمان بود. این صکوک در لیست بورس سهام لوکزآمبورگ<sup>۱۵</sup> قرار گرفت. از منابع مالی حاصل از این صکوک برای ساخت دو ساختمان مرکز مهندسی و اداره‌های مرکزی جدید، استفاده شد. پرداخت دوره‌ای سود مورد انتظار دارندگان صکوک بر اساس نرخ شناور لایبور شش ماهه به علاوه ۷۵ صدم درصد، تعیین گردید. این صکوک مورد استقبال سرمایه‌گذاران قرار گرفت، به طوری که میزان انتشار به ۸۲۵ میلیون دلار رسید.



۱. صکوک مشارکت با نام پی.سی.اف.سی.<sup>۱۶</sup>، که توسط شرکت مناطق آزاد تجاری، گمرک و سواحل دبی<sup>۱۷</sup> در سال ۲۰۰۶ و با سررسید ۲ سال منتشر شد. این اولین صکوک بود که قابلیت تبدیل به سهام را داشت و همچنین اولین صکوک بود که در فهرست بورس مالی بین‌المللی دبی<sup>۱۸</sup> قرار گرفت. میزان انتشار این صکوک ۲/۸ میلیارد دلار در نظر گرفته شده بود؛ اما به دلیل استقبال کم نظیر سرمایه‌گذاران، میزان انتشار به ۳/۵ میلیارد دلار رسید (Al-Bashir & Al-Amine, 2008, p.11).

### ۲-۳. نمونه‌هایی از انتشار اوراق مشارکت

#### ۱-۲-۳. اوراق مشارکت با مجوز بانک مرکزی

۱) اوراق مشارکت طرح نواب در مهر ماه سال ۱۳۷۳ از طریق شبکه بانک ملی ایران در سطح گسترده‌ای، به عموم مردم عرضه گردید. نوبت‌های بعدی انتشار این اوراق در فروردین و مهر ماه ۱۳۷۴ و نوبت آخر آن در فروردین ۱۳۷۵ که به ترتیب به میزان ۷۵ میلیارد ریال، ۵۰ میلیارد ریال و ۵۰ میلیارد ریال بود، منتشر و به فروش رسید. بر این اساس کل مبلغ مصوب پیش‌بینی شده جهت اجرای این طرح ۲۵۰ میلیارد ریال تحقق پیدا کرد. هدف از انتشار این اوراق، احداث اتوبانی بود که جنوب تهران را به شمال شهر متصل کند. در این پروژه تعداد ۶۵۹۶ واحد مسکونی یک، دو و سه خوابه و ۴۴۷۹ واحد اداری-تجاری با زیر بنای کلی حدود ۱۱۱۰ هزار متر مربع پیش‌بینی شده بود. سود علی‌الحساب این طرح ۲۰ درصد در سال تعیین و در مقاطع شش ماهه تعهد گردید. سازمان تضمین‌کننده اوراق مشارکت طرح نواب، بانک ملی ایران و دوره سرمایه‌گذاری در این طرح ۴ سال در نظر گرفته شد (رحیمی فر، ۱۳۸۲، ص ۱۱۱).

۲) اوراق مشارکت شهرداری تبریز با سررسید ۴ ساله و سود علی‌الحساب سالیانه ۱۵/۵ درصد در سال ۱۳۹۰ به میزان ۱۰۰ میلیارد ریال منتشر گردید که تمامی اوراق به فروش رسید.

### ۳-۲. اوراق مشارکت با مجوز سازمان بورس و اوراق بهادار

(۱) در سال ۱۳۸۷ شرکت بورسی رایان سایپا به مبلغ ۴۰۰ میلیارد ریال اوراق مشارکت ۱۸ درصدی و با سررسید سه سال منتشر کرد. این شرکت اولین شرکتی بود که پس از تصویب قانون بازار اوراق بهادار (ماده ۲۶ این قانون) با مجوز سازمان بورس و اوراق بهادار از اوراق مشارکت جهت تأمین مالی استفاده نمود؛ اگرچه عرضه اولیه و ثانویه این اوراق در بورس انجام نشد. پس از سررسید، سود قطعی این اوراق ۱۸/۵ درصد تعیین شد که نیم درصد از سود علی‌الحساب بیشتر است.

(۲) اوراق مشارکت نارنجستان با ضمانت بانک گردشگری توسط شرکت بین‌المللی توسعه ساختمان با سررسید ۵ ساله و نرخ سود علی‌الحساب ۲۰ درصد در سال ۱۳۹۰ به میزان ۸۰۰ میلیارد ریال منتشر گردید. پرداخت سود علی‌الحساب به صورت دوره‌ای و هر سه ماه یک بار می‌باشد.

### ۴. سازوکار تأمین مالی

#### ۴-۱. صکوک مشارکت

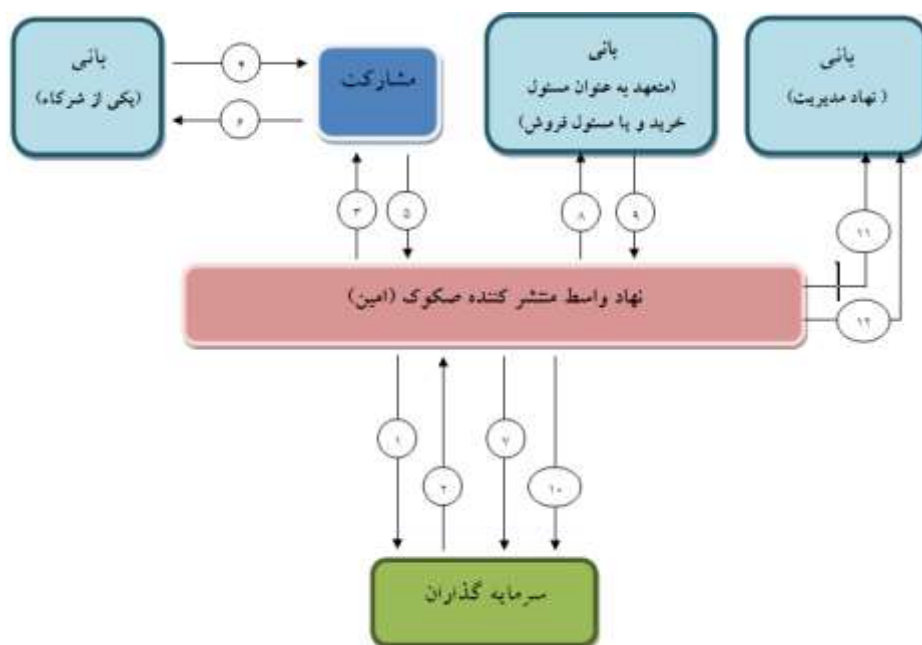
برای درک سازوکار تأمین مالی از طریق صکوک مشارکت، علاوه بر مطالعه ساختارهای کلی صکوک مشارکت، به مطالعه تفصیلی، تلخیص و ترجمه اطلاعیه سرمایه‌گذاری<sup>۱۹</sup> صکوک مشارکت منطقه آزاد تجاری جبل علی<sup>۲۰</sup> پرداخته‌ایم؛ نتایج حاصل به شرح زیر است:

(۱) یک شرکت واسط (واسط با هدف خاص<sup>۲۱</sup>) تشکیل شده و گواهی‌های صکوک را منتشر نموده و به سرمایه‌گذاران می‌فروشد. این شرکت امین سرمایه‌گذاران نیز می‌باشد.

(۲) شرکت واسط، به نمایندگی (وکالت) از دارندگان صکوک مشارکت، برای یک دوره معین وارد قرارداد مشارکت با بانی<sup>۲۲</sup> (شرکتی که نیاز به منابع مالی برای ایجاد یا توسعه کسب و کاری را دارد) می‌شود.

- ۳) میزان سهم‌الشرکه واسط برابر با مبالغ نقدی است که از انتشار صکوک حاصل شده و آورده بان نیز به صورت عینی و دارایی‌های فیزیکی مانند زمین، ساختمان، ماشین‌آلات و... می‌باشد که بر اساس قیمت بازار و توافق طرفین، ارزش‌گذاری می‌شود.
- ۴) در ابتدای مشارکت، درصد سهم هر یک از طرفین از سود حاصل از طرح مشارکت و زمان‌های توزیع سود میان طرفین، تعیین می‌گردد. بر خلاف مشارکت در زیان، سود می‌تواند با نسبتی غیر از سهم‌الشرکه شرکا تقسیم گردد.
- ۵) نرخ سود مورد انتظاری که به صورت دوره‌ای و در زمان‌های مشخص به دارندگان صکوک داده می‌شود، در ابتدای دوره مشارکت تعیین می‌گردد که می‌تواند ثابت یا شناور باشد.
- ۶) تحت مفاد قرارداد مدیریتی<sup>۳۳</sup>، با توافق طرفین مشارکت، بانی به عنوان مدیر (عامل) طرح انتخاب می‌شود و جهت تلاش برای کسب اهداف مشارکت، دستمزد ثابتی را دریافت می‌کند. نهاد مدیریتی باید دارایی‌های ذیل قرارداد را طبق توافق شرکا و تطابق با قوانین شریعت به کار گیرد.
- ۷) در صورتی که در هر دوره تقسیم سود، سهم سود حاصل از مشارکت شرکت واسط (که نماینده دارندگان صکوک است) بیشتر از میزان سود مورد انتظاری باشد که در آن دوره باید میان دارندگان صکوک توزیع شود، مقدار مازاد در حسابی تحت عنوان حساب اندوخته مشارکت قرار می‌گیرد و در پایان دوره مشارکت، به عنوان کارمزد تشویقی<sup>۲۴</sup> به سبب عملکرد خوب مدیریت، به بانی داده می‌شود.
- ۸) اگر در هر دوره تقسیم سود، سهم سود حاصل از مشارکت شرکت واسط کمتر از میزان سود مورد انتظاری باشد که در آن دوره باید میان دارندگان صکوک توزیع شود، دو حالت را می‌توان در نظر گرفت:
- الف) میزان کمبود را می‌توان از طریق مقدار اندوخته سود مشارکت، جبران نمود.
- ب) اگر میزان کمبود را نتوان فقط از طریق مقدار اندوخته سود مشارکت جبران نمود، مدیر موظف است که یک وام بدون بهره برای جبران میزان کمبود پردازد؛ این وام فقط باید از طریق سودهای حاصل از مشارکت در دوره‌های آتی، بازپرداخت شود.

۹) بانی در ابتدای مشارکت تعهد می‌نماید که سهم‌الشرکه شرکت واسط را با یک قیمت مشخص و از قبل تعیین شده خریداری نماید. در اغلب موارد، این قیمت به میزانی خواهد بود که با استفاده از آن، شرکت واسط بتواند گواهی‌های صکوک را به قیمت ارزش اسمی آن‌ها بازخريد نماید. در این صورت شرکت واسط از مشارکت خارج می‌شود و بانی مالک کل طرح و پروژه می‌گردد. ساختار انتشار صکوک مشارکت مطابق تصویر زیر است:



نمودار شماره (۱). ساختار انتشار صکوک مشارکت

- ۱) صکوک (اسناد منتشرشده از جانب امین)
- ۲) پول نقد
- ۳) مشارکت نقدی
- ۴) مشارکت نقدی و غیرنقدی
- ۵) سهم از سود و زیان (امین)
- ۶) سهم از سود و زیان (بانی)

- ۷) توزیع مبالغ به صورت دوره‌ای
- ۸) فروش واحدهای مشارکت
- ۹) بازپرداخت وجوه
- ۱۰) تسویه وجوه
- ۱۱) انتصاب به عنوان نهاد مدیریتی
- ۱۲) دستمزد

#### ۴-۲. اوراق مشارکت

- ۱) ناشر (دولت، شهرداری‌ها، بانک‌ها، مؤسسات مالی و اعتباری، شرکت‌های سهامی عام و خاص و...) با مجوز بانک مرکزی یا سازمان بورس و اوراق بهادار مجاز به انتشار این نوع اوراق مشارکت هستند.
- ۲) عامل (شخصیت حقوقی مانند بانک و شرکت کارگزاری) از طرف ناشر، اوراق مشارکت را طبق قرارداد عاملیت به فروش می‌رساند. در صورت پذیره‌نویسی اوراق در بازار فرابورس، متعهد پذیره‌نویسی نسبت به خرید اوراق مشارکتی که ظرف مهلت پذیره‌نویسی به فروش نرسد، متعهد است.
- ۳) خریداران با خرید این اوراق، به ناشر وکالت می‌دهند تا از طرف آن‌ها و در چارچوب طرح، اقدام به فعالیت نمایند. در صورتی که بخشی از پروژه توسط ناشر تأمین مالی شود، ناشر علاوه بر وکالت، شریک خریداران اوراق نیز هست.
- ۴) امین به منظور حفظ منافع دارندگان اوراق مشارکت و حصول اطمینان از صحت عملیات ناشر در طرح، نسبت به مصرف وجوه، نحوه نگهداری حساب‌ها و صورت‌های مالی طرح به موجب قرارداد منعقد شده، رسیدگی و اظهار نظر می‌نماید. امین همچنین مکلف است نسبت به مقررات و ضوابط حاکم بر معاملات ناشر در طرح و انطباق معاملات انجام‌شده با ضوابط و مقررات مربوط و کفایت روش‌های حسابداری ناشر در طرح، رسیدگی و اظهار نظر نماید.
- ۵) عامل از طرف ناشر، سود علی‌الحسابی را که در ابتدای دوره تعیین شده بود، در زمان‌های مقرر به دارندگان اوراق مشارکت می‌پردازد. در صورتی که انتشار اوراق از

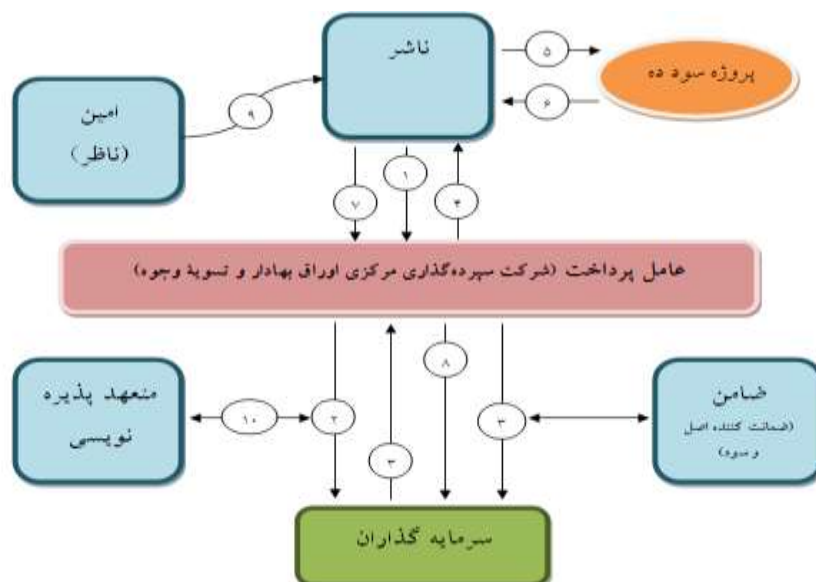
طریق فرابورس صورت پذیرد، شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه و وجوه نسبت به پرداخت سود علی‌الحساب در زمان‌های معین به سرمایه‌گذاران اقدام می‌کند.

۶) ضامن (شخصیت حقوقی) بازپرداخت اصل و سود علی‌الحساب اوراق مشارکت را تضمین می‌کند.

۷) چنانچه اوراق مشارکت قابلیت معامله در فرابورس را داشته باشند، سرمایه‌گذاران می‌توانند اوراق مشارکت خود را از طریق بازار فرابورس به فروش برسانند و در غیر این صورت، بانک عامل عهده‌دار بازخرید اوراق منتشره است.

۸) پس از اتمام طرح، سود حاصل توسط امین محاسبه شده و مابه‌التفاوت سود قطعی و سود علی‌الحساب به دارندگان اوراق مشارکت پرداخت می‌شود. چنانچه سود قطعی طرح کمتر از سود علی‌الحساب پرداختی باشد، مابه‌التفاوت سود علی‌الحساب پرداختی مسترد نمی‌شود.<sup>۲۵</sup>

ساختار اوراق مشارکت (با مجوز سازمان بورس و اوراق بهادار) در شکل زیر نشان داده شده است:



نمودار شماره (۲). ساختار اوراق مشارکت (با مجوز سازمان بورس و اوراق بهادار)

- ۱) انتشار اوراق
- ۲) فروش اوراق
- ۳) پرداخت پول
- ۴) پرداخت پول
- ۵) سرمایه‌گذاری
- ۶) بازده پروژه و یا خاتمه آن
- ۷) پرداخت سود علی‌الحساب و قطعی و اصل سرمایه
- ۸) پرداخت سود علی‌الحساب و قطعی و اصل سرمایه
- ۹) رسیدگی و اظهار نظر نسبت به رعایت مقررات، صورت‌های مالی و...
- ۱۰) متعهد نسبت به فروش کلیه اوراق منتشرشده

#### ۵. بررسی فقهی

##### ۵-۱. موضوع مشارکت

برخلاف منابع حاصل از انتشار اوراق قرضه که می‌توانند در هر محلی مصرف گردند، در اوراق مشارکت (صکوک مشارکت)، موضوع مشارکت از پیش تعیین می‌گردد و ناشر (بانی) حق تصرف از موارد مذکور در قرارداد را ندارد.

در فقه امامیه، هیچ یک از شرکا اجازه تصرف در مال‌الشرکه را ندارد مگر با اجازه سایر شرکا و اگر فقط به یک نفر اجازه تصرف داده شود، بقیه نمی‌توانند تصرف کنند و تصرف این فرد در مواردی که به او اذن داده‌اند، می‌باشد، و اگر در تصرف مطلق گذاشتند هرگونه بخواهد تصرف کند (با رعایت مصالح شرکت و سلوک عرفی) و اگر نوع خاصی از تجارت را ذکر نماید، باید در همان جهت تصرف نماید (محقق حلی، ۱۴۰۹ق، ج ۲، ص ۳۷۶).

##### ۵-۲. کارمزد مدیر طرح

در ابتدای مشارکت، طبق توافق طرفین مشارکت، شرکت بانی به عنوان عامل (مدیر) انتخاب می‌گردد. بانی در جهت کسب اهداف کسب و کار مشترک تلاش خواهد نمود

و در ازای انجام وظایفش، کارمزد ثابت و کارمزد تشویقی (در صورتی که در انتهای دوره حساب اندوخته سود مشارکت موجودی داشته باشد) دریافت می‌نماید. در اوراق مشارکت ناشر در ازای انجام وظایف مدیریتی، دریافت مشخصی خواهد داشت که تحت عنوان هزینه‌های اجرای طرح مشارکت قرار می‌گیرد.

### ۳-۵. طرفین مشارکت

در سازوکار تأمین مالی از طریق صکوک مشارکت، عقد شرکت میان شرکت واسط و شرکت بانی (شرکتی که نیاز به منابع مالی برای ایجاد یا توسعه کسب و کاری را دارد) منعقد می‌شود؛ اما در اوراق مشارکت، عقد شرکت میان سرمایه‌گذاران خواهد بود و در صورتی که ناشر نیز آورده‌ای داشته باشد، ناشر نیز شریک آن‌ها خواهد بود. بانک عامل از طریق جعاله و یا حق‌العمل‌کاری، در قبال خدماتی که ارائه می‌دهد، اجرت دریافت می‌نماید.

### ۴-۵. وکالت

وکالت آن است که انسان کاری را که می‌تواند در آن دخالت کند و مباشرت در آن معتبر نیست، به دیگری واگذار نماید تا از طرف او انجام دهد. در وکالت لازم نیست صیغه بخوانند، و اگر انسان به دیگری بفهماند که او را وکیل کرده و او هم بفهماند که قبول نموده - مثل آنکه مال خود را به کسی بدهد که برای او بفروشد و او مال را بگیرد وکالت صحیح است (خراسانی، ۱۳۷۹، ص ۶۳۱).

شرکت واسط به وکالت از دارندگان صکوک مشارکت وارد قرارداد مشارکت با شرکت بانی می‌شود و در ادامه طی قرارداد مدیریت، شرکت بانی به وکالت از شرکت واسط اجرای طرح را به عهده می‌گیرد؛ اما در اوراق مشارکت، سرمایه‌گذاران با خرید اوراق به ناشر وکالت می‌دهند که طرح موضوع اوراق مشارکت را اجرایی نمایند.

### ۵-۵. آورده نقدی و غیرنقدی

میزان سهم‌الشرکه واسط، برابر با مبالغ نقدی است که از انتشار صکوک حاصل شده و آورده بانی نیز به صورت عینی و دارایی‌های فیزیکی مانند زمین، ساختمان، ماشین‌آلات



و... می باشد که بر اساس قیمت بازار و توافق طرفین، ارزش گذاری می شود. در اوراق مشارکت، آورده ناشر به صورت نقدی و غیر نقدی بوده و آورده سرمایه گذاران به صورت آورده نقدی است. سؤالی که در اینجا مطرح می گردد، این است که بر اساس فقه امامیه، آیا در عقد شرکت آورده یکی از طرفین می تواند به صورت دارایی های فیزیکی و غیر نقدی باشد؟

پاسخ اینکه از لحاظ فقه امامیه، آورده طرفین در عقد شرکت می تواند نقدی و غیرنقدی باشد، ولی در صورتی که غیرنقدی باشد، باید بر اساس قیمت روز (ابتدای مشارکت) و توافق طرفین، ارزش گذاری شود.

#### ۶-۵. شراکت در سود

همان طور که در ساختار صکوک مشارکت مشاهده نمودیم، در هر دوره شش ماهه، دو نوع سود واقعی و مورد انتظار محاسبه می شود.

۶-۵-۱. سود واقعی: در پایان هر دوره شش ماهه، مدیر (شرکت بانی) موظف است با توجه به درآمدها و هزینه های آن دوره، سود واقعی حاصل از طرح مشارکت را محاسبه نموده و سهم شرکت واسط و سهم شرکت بانی را تعیین نماید. در صکوک مشارکت، در همان ابتدای دوره مشارکت، درصد سهم هر یک از طرفین از سود و زیان تعیین می گردد و این درصد ممکن است با درصد آورده هر یک از طرفین برابر نباشد. اما در اوراق مشارکت، پس از اتمام طرح، طرح به یکی از دو روش:

(۱) تعیین قیمت به روش بازاری: این روش برای طرح های قابل عرضه به بازار قابل اجرا و عادلانه است؛

(۲) تعیین به روش نرخ های مشابه: در طرح هایی که عرضه ناشدنی به بازار هستند و نمی توان از طریق قیمت بازار ارزش نهایی آن را به دست آورد، می توان از روش نرخ های مشابه استفاده کرد (موسویان - الف، ۱۳۸۶، ص ۴۳۶)؛

قیمت گذاری شده و سود واقعی محاسبه می شود و به نسبت سرمایه دارندگان اوراق مشارکت، مابه التفاوت سود علی الحساب و سود قطعی محاسبه گردیده و میان آن ها توزیع می گردد.

**قاعده کلی:** هر یک از شرکا، به نسبت آورده‌اش (سرمایه‌اش) در سود و زیان حاصل از شرکت سهیم می‌باشد. اگر سرمایه‌ها مساوی هم بود، سود حاصل نیز به‌طور مساوی میان شرکا تقسیم می‌شود و اگر سرمایه‌ها متفاوت بود، سود حاصل نیز به‌طور متفاوت به نسبت سرمایه هر کدام، میانشان تقسیم می‌شود (طباطبایی یزدی، ۱۴۱۷، ج ۵، ص ۲۸۰؛ محقق حلی، ۱۴۰۹ق، ج ۲، ص ۳۷۵؛ موسوی خمینی، ۱۳۳۸، ج ۲، ص ۵۸۶).

سؤالی که در اینجا مطرح می‌شود، آن است که آیا می‌توان برای برخی از شرکا، بدون در نظر گرفتن نسبت آورده (سرمایه) آن‌ها، نسبت بیشتری از سود و یا نسبت کمتری از زیان را در نظر گرفت؟

در پاسخ این سؤال، به بررسی دیدگاه‌های مختلف فقها در فقه امامیه و فقه اهل سنت می‌پردازیم:

#### **یک. تقسیم سود و زیان در فقه امامیه**

الف) صاحب جواهر می‌فرماید: اگر در صورت تساوی نسبت آورده هر یک از طرفین، برای یکی از آن‌ها نسبت سود بیشتری شرط شود یا در صورت تفاوت در نسبت آورده هر یک از طرفین، سهم شدن طرفین در سود و زیان، به‌صورت مساوی، شرط شود و هر دو شریک عامل باشند، به‌دلیل اینکه سود اضافی در مقابل عوضی قرار نمی‌گیرد، با استناد به ممنوعیت اکل مال به باطل، شرکت و شرط باطل می‌باشد. حال اگر با بودن چنین شرطی، اقدام به شرکت نمایند سود حاصله تابع نسبت آورده هر یک از طرفین خواهد بود.

اگر فقط یکی از طرفین عامل باشد و شرط زیادت برای عامل بشود، صحیح است (نجفی، ۱۳۶۵، ج ۲۶، صص ۳۰۰-۳۰۱).

در نقد نظریه صاحب جواهر گفته شده است که مجانی بودن هر چیزی دلیل بر اکل مال به باطل، نخواهد بود؛ زیرا باطل به معنای بلاعوض نیست و مقصود از باطل یا معنای شرعی آن می‌باشد؛ یعنی هر چیزی که شرع و دین از آن منع کرده باشد و یا معنا و مفهوم عرفی آن، به‌طوری که عرف عقلاً آن را امری فاسد، ضایع و خسران تلقی

نمایند و در مسئله ما فرض بر این است که طرفین عقد، عاقل می‌باشند و با رضا و رغبت آن شرط را در عقد قید می‌نمایند (محمدی باردی، ۱۳۷۸، ص ۶۵) ۲۶.

همچنین صاحب جواهر می‌فرماید: این شرط مخالف مقتضای عقد است، زیرا اقتضای شرکت این است که سود بر حسب سرمایه طرفین تقسیم شود و شرط مذکور مخالف این امر می‌باشد (طباطبایی یزدی، ۱۴۱۷، ج ۵، صص ۲۷۶-۲۷۷؛ نجفی، ۱۳۶۵، ج ۲۶، ص ۳۰۱).

سید یزدی به این ایراد پاسخ داده‌اند که این شرط مخالف مقتضای عقد نیست بلکه خلاف مقتضای اطلاق عقد است و شرط خلاف اطلاق سبب بطلان نمی‌شود (طباطبایی یزدی، ۱۴۱۷، ج ۵، صص ۲۷۶-۲۷۷).

ب) امام خمینی (ره) می‌فرماید: اگر با تساوی در آورده هر یک از طرفین، تفاوت در تقسیم سود شرط شود و یا با تفاوت در آورده هر یک از طرفین، تساوی در تقسیم سود شرط شود، اگر زیادی برای طرفی که به عنوان عامل محسوب می‌شود (در صورتی که از دو نفر شریک، فقط یکی عامل باشد) یا برای طرفی که کارش بیشتر است (در صورتی که هر دو شریک عامل باشند) باشد، این شرط بدون اشکال صحیح است. اگر شرط زیادت را برای غیرعامل یا کسی که عمل او زیادتر نیست، قرار دهند، در صحت عقد و شرط با هم و یا بطلان هر دو یا صحت عقد بدون صحت شرط اختلاف نظر است که قول اول، یعنی صحت عقد و شرط اقوی می‌باشد (موسوی خمینی، ۱۳۶۸، ج ۲، ص ۵۸۶).

شریف مرتضی نیز در انتصار می‌فرماید: «شرکا در حالت تساوی سرمایه‌شان اگر راضی باشند که سود یکی از شرکا بیشتر باشد، و نیز اگر رضایت بدهند که زیان متوجه یکی از شرکا نشود و یا مقدار کمتر از سهمش زیان بر عهده او باشد، هر دو حالت جائز می‌باشد» (علم‌الهدی، ۱۴۱۵، صص ۴۷۰-۴۷۱).

## دو. تقسیم سود و زیان در فقه اهل سنت

از نظر فقه مالکی و شافعی، ضروری است که نسبت سودی که میان هر یک از طرفین تقسیم می‌شود برابر با نسبت سرمایه هر یک از آنها باشد.

از طرف دیگر، از نظر فقه حنبلی، در صورت توافق و رضایت طرفین، اشکالی ندارد که نسبت سودی که میان هر یک از طرفین تقسیم می‌شود، مساوی نسبت سرمایه هر یک از طرفین نباشد.

از نظر فقه حنفی، نسبت تقسیم سود ممکن است متفاوت از نسبت سرمایه‌گذاری طرفین باشد. ولی اگر یکی از طرفین در ابتدای مشارکت شرط کند که در طول دوره مشارکت هیچ کاری برای کسب و کار انجام نخواهد داد، در این حالت سهم سود او نمی‌تواند بیشتر از نسبت سرمایه‌گذاری اش باشد (TaqiUsmani, p.6).<sup>۲۷</sup>

۵-۶-۲. سود مورد انتظار: در ابتدای هر دوره با به دست آوردن نرخ بهره شناور (لایبور یا دیگر نرخ‌های بهره شناور)، از طریق رجوع به محل تعیین این نرخ و ضرب در میزان سهم‌الشرکه شرکت واسط (که برابر با میزان صکوک منتشر شده می‌باشد) و کسر تعدیل‌کننده، میزان سود مورد انتظاری که باید میان دارندگان صکوک توزیع شود، تعیین می‌گردد.

• در صورتی که در هر دوره تقسیم سود، سهم سود حاصل از مشارکت شرکت واسط (که وکیل دارندگان صکوک است) بیشتر از میزان سود مورد انتظاری باشد که در آن دوره باید میان دارندگان صکوک توزیع شود، مقدار مازاد در حسابی تحت عنوان حساب اندوخته مشارکت قرار می‌گیرد و در پایان دوره مشارکت، به عنوان کارمزد تشویقی به سبب عملکرد خوب مدیریت، به بانی داده می‌شود.

اگر در هر دوره تقسیم سود، سهم سود حاصل از مشارکت شرکت واسط کمتر از میزان سود مورد انتظاری باشد که در آن دوره باید میان دارندگان صکوک توزیع شود، تا آنجا که ممکن است میزان کمبود را از طریق مقدار اندوخته سود مشارکت، جبران می‌نمایند و در صورتی که مقدار اندوخته کافی نباشد، بانی موظف است با اعطای وام بدون بهره، میزان کسری را جبران نماید. لازم به ذکر است که این وام فقط باید از طریق سودهای حاصل از مشارکت در دوره‌های آتی، بازپرداخت شود.

اما در اوراق مشارکت سود علی‌الحساب که در زمان‌های مشخصی پرداخت خواهد شد، در ابتدای دوره تعیین می‌شود و سرمایه‌گذاران بر اساس این نرخ، سود علی‌الحساب خود را دریافت می‌کنند. میزان این سود، ارتباطی با درآمدهای حاصل از

پروژه نداشته و پس از اتمام پروژه، سود قطعی محاسبه و مابه‌التفاوت آن با سود علی‌الحساب، به سرمایه‌گذاران پرداخت می‌شود.

### ۵-۶-۳. بحثی پیرامون سود مورد انتظار و کارمزد تشویقی

نرخ‌های بهره رایج در بازارهای مالی، شاخص‌هایی برای سودآوری محسوب می‌شوند و در بسیاری از صکوک که تاکنون منتشر شده، نرخ سودی که بر اساس آن سود مورد انتظار محاسبه و به دارندگان صکوک داده می‌شود، بر اساس نرخ‌های رایج بهره در بازارهای مالی تعیین می‌گردد. بسیاری از نهادهای مالی اسلامی در عمل از لایبور و نرخ‌های بهره مشابه استفاده می‌نمایند، درحالی‌که لایبور و نرخ‌های بهره رایج، بر اساس عملکرد نهادهای مالی متعارف تعیین می‌شوند. در اینجا ضرورت ارائه شاخص‌های سودآوری مبتنی بر عملکرد نهادهای مالی اسلامی آشکار می‌گردد.

البته در بسیاری از کشورهای اسلامی از نرخ‌های رایج بهره، برای انجام معاملات مالی به صورت غیرمستقیم استفاده می‌شود؛ یکی از کارشناسان مالی اسلامی در ایران، معتقد است که:

«ما قالب‌های قرارداد را درست کرده‌ایم که دیگر بهره نیست، ربا نیست، قالب یک قالب فروش اقساطی است و یا اجاره به شرط تملیک است؛ اما نرخ حاکم بر این قالب، از نرخ حاکم بر بازار بهره و بازار ربا تبعیت می‌نماید. درست است که ما از جهت فقهی آمدیم و این قالب‌ها را عوض کردیم و دیگر ربای فقهی صدق نمی‌کند، اما چون نرخ آن را از بازار می‌گیریم و می‌آوریم به این قالب‌ها تزریق می‌کنیم از جهت آثار اقتصادی و مباحث اقتصاد اسلامی، همچنان آن مشکل را خواهیم داشت؛ بنابراین ما به ناچار باید به سمتی حرکت کنیم که این قالب‌ها خودشان بازار گسترده فعالی داشته باشند که نرخ بتواند درون‌زا شکل بگیرد، نه اینکه از بازار پول بیاید و به اینجا تزریق شود. بازار مشارکت، بازار اجاره و بازار نسیه چنان در یک کشور اسلامی فعال باشد که درون این بازار نرخ شکل بگیرد و

همان‌طور که قالب، قالبی اسلامی است، نرخ‌ها هم درون‌زا از خود این بازار به وجود بیاید» (موسویان، ۱۳۸۶-ب، ص ۹).

مشکلی که در صکوک مشارکت مطرح می‌شود، این است که معمولاً درصد تعیین‌شده (نرخ شناور) به عنوان نرخ سود مورد انتظار، بر اساس سود مورد انتظار کسب و کار نیست؛ بلکه براساس هزینه تأمین مالی و یا نرخ‌های رایج بهره در بازارهای مالی می‌باشد، نرخ‌هایی که هر روز یا هر ساعت تغییر می‌کنند و رابطه‌ای میان این نرخ‌ها و سودآوری واقعی کسب و کارهای صنعتی و تجاری وجود ندارد؛ اغلب این نرخ‌های بهره، به‌طور قابل ملاحظه‌ای از نرخ سود موردانتظار کسب‌وکار، کمتر می‌باشند؛ بنابراین، برای مثال، اگر نرخ بازده موردانتظار کسب و کاری ۱۵ درصد باشد، نرخ بهره رایج در بازار برای طرح مشابه ممکن است بیشتر از ۵ درصد نباشد؛ حال اگر به‌سبب عملکرد ضعیف مدیریت طرح، نرخ واقعی بازدهی طرح ۱۰ درصد شود، چگونه ممکن است ۵ درصد مازاد را به عنوان پاداش مدیریت خوب و کارمزد تشویقی به مدیر طرح بدهیم (TaqiUsmani, p.7)؟

بنابراین در صورتی که نرخ سود مورد انتظار بر اساس کسب و کار تعیین گردد، و نه نرخ‌های رایج بهره، تعیین بازده مورد انتظار در هر دوره و ایجاد حساب اندوخته مشارکت، یک توافق میان طرفین در ابتدای مشارکت خواهد بود که فی‌نفسه امری بدون اشکال است.

#### ۵-۶-۴. نظر سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی در مورد بند ۸ ساختار صکوک مشارکت

سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی، استانداردهای حسابداری و احتیاطی را برای مؤسسات مالی اسلامی و ابزارهای مالی ایجاد می‌کند. این سازمان در فوریه ۲۰۰۸، بیانیه‌ای درباره صکوک مضاربه، مشارکت و وکالت، مبنی بر آنکه تشکیل یک حساب ذخیره برای پوشش میزان چنین کمبودی در دوره‌های مختلف تا آنجا که ممکن است، بدون اشکال است، صادر نمود<sup>۲۸</sup>؛ اما مدیر نباید تعهد نماید که در صورتی

که سود واقعی کمتر از سود مورد انتظار شود و حساب اندوخته مشارکت، کافی نباشد، با دادن یک وام بدون بهره، میزان کمبود را جبران می‌نماید. همچنین، در متن آگهی پذیره‌نویسی می‌بایست صریحاً ذکر شود که دارنده اوراق صکوک، طبق شرایط مندرج در آگهی در سود حاصل از محل سرمایه‌گذاری سهم است و در صورت بروز زیان، به میزان مالکیت وی از این اوراق متحمل زیان می‌شود.<sup>۲۹</sup>

#### ۵-۷. زیان طرح

اگر طرح مشارکت در دوره‌ای با زیان مواجه شود، طرفین مشارکت (شرکت واسط و شرکت بانی) به نسبت آورده خود، در این زیان شریک می‌باشند. البته در اوراق مشارکت، ناشر اصل سرمایه‌گذاران را تضمین می‌نماید، در نتیجه دارندگان اوراق مشارکت در زیان شریک نیستند و به همین خاطر تلاش بر این است که طرح‌های سودآور جهت اجرا انتخاب گردد.

#### ۵-۸. خرید سهم شرکت واسط توسط بانی در پایان دوره مشارکت

بانی در ابتدای مشارکت تعهد می‌نماید که سهم‌الشرکه شرکت واسط را با یک قیمت مشخص و از قبل تعیین شده خریداری نماید. در اغلب موارد، این قیمت به میزانی خواهد بود که با استفاده از آن، شرکت واسط بتواند گواهی‌های صکوک را به قیمت ارزش اسمی آن‌ها بازخرید نماید. در این صورت شرکت واسط از مشارکت خارج می‌شود و بانی مالک کل طرح و پروژه می‌گردد.

#### نظر سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی در مورد بند بالا

خرید سهم شرکت واسط و بازخرید گواهی‌های صکوک با قیمت ارزش اسمی آن‌ها با توجه به شرایط ذکر شده جایز نمی‌باشد. اما خرید سهم شرکت واسط، بر اساس قیمت بازاری انتهای دوره یا بر اساس قیمتی که به توافق طرفین در انتهای دوره مشارکت می‌رسد، بلا اشکال است.

اما در اوراق مشارکت، اصل سرمایه تضمین شده می‌باشد و در سررسید به همراه آخرین مبلغ سود علی‌الحساب به دارندگان اوراق مشارکت پرداخت می‌شود.

## ۶. پیشنهادات

هر دو گونه تأمین مالی از طریق صکوک مشارکت و اوراق مشارکت دارای نقاط ضعف و قوت مختص به خود هستند. با توجه به تجربه چندین ساله انتشار اوراق مشارکت در ایران و صکوک مشارکت در خارج از کشور، کم و بیش به این ضعف‌ها و قوت‌ها پی برده شده است. در ادامه، پیشنهاداتی را جهت انتشار صکوک مشارکت در ایران و پیشنهاداتی جهت رفع ضعف‌های ساختار فعلی اوراق مشارکت ارائه می‌گردد:

### ۶-۱. پیشنهاداتی جهت انتشار صکوک مشارکت در ایران

سازمان‌های دولتی و غیردولتی در ایران نیز می‌توانند جهت تأمین مالی، صکوک مشارکت را در داخل و خارج از کشور منتشر نمایند. با توجه به مباحث مطرح شده، سازوکار انتشار و ساختار صکوک مشارکت مشخص گردید، اما لازم است نکات زیر مورد توجه قرار گیرند:

۱. نسبت تقسیم سود هر یک از طرفین مساوی نسبت آورده آن‌ها باشد (صحت این ویژگی مورد توافق همه مذاهب اسلامی می‌باشد).
۲. نرخ سود مورد انتظار بر اساس کسب و کار تعیین گردد، نه نرخ‌های رایج بهره.
۳. اطلاعات کامل و صحیح درباره طرح مشارکت در اطلاعیه سرمایه‌گذاری آمده باشد.
۴. شرایطی مثل کارمزد تشویقی، جبران کمبود سودی که از طریق مقدار اندوخته سود مشارکت و... به دارندگان صکوک داده می‌شود، مورد توافق طرفین باشد.
۵. در صورتی که در هر دوره، طرح مشارکت با زیان مواجه شود، طرفین در این زیان شریک می‌باشند.
۶. خرید سهم شرکت واسط توسط بانی و در پایان دوره مشارکت براساس ارزش بازاری آن صورت می‌پذیرد.



## ۲-۶. پیشنهاداتی جهت رفع ضعف‌های ساختار فعلی اوراق مشارکت

۱-۲-۶. ابهام شرعی: اوراق قرضه به جهت ناسازگاری با فرهنگ و اعتقادات مردم مسلمان ایران، نتوانست جایگاه مهمی در اقتصاد کسب کند. این اشکال در اوراق مشارکت تا حدودی بر طرف شده و اعتماد گروهی از سرمایه‌گذاران جلب شده است، اما به دلایل مختلفی چون عدم اطلاع رسانی صحیح و وجود برخی شبهات، هنوز برای خیلی از سرمایه‌گذاران محل تردید بوده، آن را نوعی اوراق قرضه می‌دانند و تأمین مالی از طریق این ابزار را جایز نمی‌دانند. لازم است سازمان بورس و اوراق بهادار با پررنگ نمودن نقش کمیته فقهی بازار سرمایه و فرهنگ‌سازی مناسب تلاش نماید تا این ابزارها به ابزارهای عمومی تأمین مالی تبدیل شوند.

۲-۲-۶. آگاهی ناکافی: بسیاری از سرمایه‌گذاران نسبت به قوانین و فرایند انتشار اوراق مشارکت اطلاع و آگاهی کافی ندارند. این ناآگاهی ناشی از عواملی چون ضعف نظام آموزشی، ضعف نظام اطلاع‌رسانی اقتصادی و... می‌باشد (خاندوزی، ۱۳۸۵، ص ۱۴).

۳-۲-۶. هزینه‌های بازخرید اوراق مشارکت: در اوراق مشارکتی که توسط سیستم بانکی منتشر می‌شود، ناشر ارزش اسمی اوراق مشارکت را تضمین نموده و به همین جهت ناشر متعهد می‌گردد درصد مشخصی از مبلغ اوراق فروخته‌شده را به صورت قرض‌الحسنه جاری نزد بانک عامل جهت بازخرید اصل و سود اوراق و استرداد احتمالی وجوه به خریداران اوراق نگهداری کند؛ این سازوکار هزینه تأمین مالی از طریق انتشار اوراق مشارکت را افزایش می‌دهد (جعفرزاده، ص ۹) اما در فرابورس اوراق توسط سازوکار بازار (عرضه و تقاضا) معامله می‌شوند و شخص دارنده اوراق در هر زمان که نیاز به وجه نقد داشته باشد، می‌تواند اقدام به فروش اوراق کند؛ اگر خریداری در قیمت‌های بالاتر از قیمت اسمی وجود داشته باشد، می‌تواند اوراق را بالاتر از قیمت اسمی بفروشد و در غیر این صورت بازارساز، خرید اوراق را در قیمت اسمی تضمین کرده است.

۴-۲-۶. تعدد و پیچیدگی قوانین و مقررات در حوزه انتشار اوراق مشارکت: قوانین، آیین‌نامه‌ها و دستورالعمل‌های متعددی در حوزه انتشار اوراق مشارکت وجود

دارد. برای نمونه می‌توان قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت مصوب ۱۳۷۴، آیین‌نامه اجرایی این قانون مصوب ۱۳۷۷، ماده ۱۷ قانون تنظیم بخشی از مقررات تسهیل نوسازی صنایع کشور مصوب ۱۳۸۲، آیین‌نامه اجرایی این ماده مصوب ۱۳۸۳، ماده ۲۶ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران و دیگر آیین‌نامه‌ها و دستورالعمل‌ها را نام برد. این تعدد قوانین، آیین‌نامه‌ها و دستورالعمل‌ها باعث سردرگمی و ابهام ناشران و سرمایه‌گذاران شده است. برای نمونه در جریان انتشار اوراق مشارکت رایان سایپا اگرچه کارشناسان سازمان بورس و اوراق بهادار معتقد بودند که انتشار و پذیره‌نویسی این اوراق از طریق بانک کارآفرین مشکلی ندارد، اما برخی کارشناسان به استناد ماده هفت آیین‌نامه اجرایی انتشار اوراق مشارکت شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار<sup>۳۰</sup> این پذیره‌نویسی را دارای منع قانونی می‌دانستند (مجتهد، ۱۳۸۷). در این راستا لازم است تا قوانین موجود از طرف نهادهای ذی‌ربط بازنگری شده و قانون جامعی در این زمینه تصویب گردد.

۶-۲-۵. نبود رتبه اعتباری اوراق: در بیشتر کشورهای دنیا جهت انتشار اوراق بدهی باید از مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتبار، رتبه اعتباری دریافت کرد. بازدهی مورد انتظار سرمایه‌گذاران با توجه به این رتبه اعتباری که نشان‌دهنده میزان تحمل ریسک است، تعیین می‌شود. در ایران به دلیل نبود چنین مؤسسه‌هایی و جهت کاهش ریسک دارندگان اوراق، تضمین بازپرداخت اصل و سود علی‌الحساب اوراق مشارکت عملاً بر عهده ناشر اوراق قرار دارد که در نتیجه آن بسیاری از بنگاه‌های تولیدی از انتشار اوراق مشارکت اجتناب می‌کنند. مؤسسات رتبه‌بندی با تعیین ریسک اوراق بهادار و شرکت‌ها، شفافیت و کارایی را ارتقاء داده و تأمین مالی را با نرخ‌های متفاوت تسهیل می‌کند.

۶-۲-۶. پیروی از نرخ سود بانکی: در بهمن ماه ۱۳۹۰ با تصمیم شورای پول و اعتبار مبنی بر افزایش نرخ سود بانکی و ۲۰ درصدی شدن نرخ سود علی‌الحساب اوراق مشارکت رایج در شبکه بانکی، نماد معاملاتی اوراق مشارکت فرابورس متوقف و نقدینگی سرمایه‌گذاران این اوراق به مدت دو هفته قفل شد. سرانجام با موافقت برخی ضامن‌ها و ناشران، این اوراق با افزایش نرخ سود به ۲۰ درصد بازگشایی شدند. این

افزایش ناگهانی سودهای علی‌الحساب، هزینه دیگری را بر بنگاه‌های اقتصادی تحمیل می‌کند.

۶-۲-۷. تضمین ارزش اسمی و سود علی‌الحساب اوراق مشارکت: بسیاری از بنگاه‌های اقتصادی تمایل دارند اوراقی منتشر کنند که خریدار اوراق در سود و زیان طرح شریک شود، ولی عملاً این ویژگی اوراق که ناشر باید اصل و سود علی‌الحساب اوراق مشارکت را تضمین کند، باعث انصراف بنگاه‌ها از استفاده از اوراق مشارکت به عنوان یک ابزار تأمین مالی می‌شود.

۶-۲-۸. عدم پاسخ‌گویی به تنوع سلیقه‌های سرمایه‌گذاران: اوراق مشارکت منتشره، از سه منظر ریسک، بازده و سررسید دارای تنوع کافی نبوده و سلیق مختلف سرمایه‌گذاران را پوشش نمی‌دهد. در صورت وجود نهاد رتبه‌بندی اعتباری، می‌توان اوراقی را منتشر نمود که در آن اصل و سود علی‌الحساب تضمین نشده باشد. این راهکار می‌تواند ضعف مطرح شده در بند قبل را نیز مرتفع نماید.

## یادداشت‌ها

۱. آمار بانک مرکزی تا پایان آذر ماه منتشر گردیده است.
2. Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions
3. Tangibility
4. Asset- Baking Ratio
۵. بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران طرح‌های مشمول این قانون به استثناء طرح عمرانی انتفاعی دولت موضوع ماده (۳) را که توسط شرکت‌های دولتی، شهرداری‌ها و مؤسسات و شرکت‌های غیردولتی موضوع ماده (۱) ارائه می‌شود، بررسی نموده و در صورتی که دارای توجیحات کامل اقتصادی، فنی و مالی باشد، پس از ارائه تضمین کافی توسط مؤسسه و یا شرکت متقاضی به بانک عامل، مجوز انتشار اوراق مشارکت به میزان لازم صادر خواهد کرد.
۶. ماده ۱۷ قانون تنظیم بخشی از مقررات تسهیل نوسازی صنایع کشور مصوب شهریور ۱۳۸۲
۷. طرحی است که در مدت معقولی پس از شروع بهره‌برداری علاوه بر تأمین هزینه‌های جاری و استهلاک سرمایه، به تبعیت از سیاست دولت سود متناسب را نیز عاید نماید (ماده ۱ آیین‌نامه و جزء الف بند ۱۰ ماده ۱ قانون برنامه و بودجه کشور مصوب ۱۳۵۱).
8. Gold Sukuk DMCC (Dubai Metals & Commodities Company)

۹. این صکوک توسط مؤسسه رتبه‌بندی Standard & Poor's با رتبه A رتبه‌بندی شد.

10. Almas Tower, Au Tower, Ag Tower
11. Libor
12. Wings FZCO
13. Emirates Airline
14. Corporate Sukuk
15. Lwxembourg Stock Exchange
16. PCFC
17. Dubai Ports, Customs and Free zone Corpation (PCFC)
18. Dubai International Financial Exchange
19. Prospectus

فایل پی‌دی‌اف این اطلاعیه سرمایه‌گذاری در سایت زیر موجود می‌باشد:

[http://www.sukuk.me/files/sukuk/offering\\_circular/JAFZ.pdf](http://www.sukuk.me/files/sukuk/offering_circular/JAFZ.pdf)

20. Jebel Ali Free Zone
21. Special purpose vehicle (SPV)
22. Originator
23. Management Agreement
24. Incentive Fee

۲۵. علی مدد، مصطفی، اوراق مشارکت: سوابق، مقررات و حسابداری، صص ۲۶-۲۸.

۲۶. به نقل از موسوی اردبیلی، (۱۴۱۴ق)، ص ۸۳.

۲۷. شیخ محمدتقی عثمانی یکی از اعضای کمیته شریعت سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی می‌باشند. متن انگلیسی این اثر در سایت [www.accountancy.com.pk/docs/islam\\_musharakah.pdf](http://www.accountancy.com.pk/docs/islam_musharakah.pdf) قابل دسترسی می‌باشد.

۲۸. عنوان این گزارش (aaofifi\_sb\_sukuk\_Feb2008\_Eng) بوده که در سایت [www.aaofifi.com](http://www.aaofifi.com) قابل دسترسی است.

۲۹. سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی، متن پیش‌نویس استاندارد شریعت،

شماره ۱۸، صکوک سرمایه‌گذاری، مترجمان: مصطفی زه تائبان و مجید پیره، ص ۹.

۳۰. عرضه اولیه و داد و ستد ثانویه اوراق مشارکت فقط از طریق بورس امکان‌پذیر است.

### کتابنامه

- احمدی حاجی‌آبادی، سید روح‌الله (۱۳۸۶)، «بررسی فقهی - نظری اوراق بهادار اسلامی (صکوک)»، راهبرد یاس، شماره ۱۱۲.
- بجنوردی، سید محمد (۱۳۸۵)، قواعد فقهیه، انتشارات مجد.

- پهلوان، حمید و سید روح‌ا... رضوی (۱۳۸۶)، *اوراق صکوک، تعریف، انواع و ساختار، سازمان بورس و اوراق بهادار، مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی*.
- جعفرزاده نجار، جنتی، مینا، تأمین مالی از طریق انتشار اوراق مشارکت؛ فرصت‌ها و تهدیدها نمونه موردی: طرح نوسازی و بهسازی بافت فرسوده اطراف حرم مطهر حضرت رضا(ع).
- خاندوزی، سید احسان (۱۳۸۵)، *بررسی دلایل عدم انتشار اوراق مشارکت توسط بنگاه‌های کوچک، متوسط و بزرگ خصوصی در ایران، مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی*.
- رحیمی فر، مه‌ری (۱۳۸۲)، *بررسی عملکرد اقتصادی انتشار اوراق مشارکت در ایران، تهران: معاونت امور اقتصادی وزارت امور اقتصادی و دارایی*.
- سروش، اباذر (۱۳۸۷)، «اوراق مشارکت رهنی ابزاری نوین در تأمین مالی بانک‌ها»، *اقتصاد اسلامی، شماره ۲۹*.
- طباطبایی یزدی، محمد کاظم (۱۴۱۷ق)، *عروه الوثقی، قم: مؤسسه النشر الاسلامی، جلد ۵*.
- علم‌الهدی، شریف مرتضی (۱۴۱۵ق)، *انتصار، قم: مؤسسه النشر الإسلامی التابعة لجماعة المدرسين*.
- مجتهد، زهرا (۱۳۸۷)، «عبور سازمان از آیین‌نامه عرضه اوراق مشارکت»، *دنیای اقتصاد، ۲۲ دی*.
- محقق حلی (۱۴۰۹ق)، *شرائع الإسلام فی مسائل الحرام والحلال، طهران: انتشارات استقلال*.
- فیوزی، فرانک، فرانکو مودیلیانی و مایکل فری (۱۳۷۶)، *مبانی بازارها و نهادهای مالی، ترجمه حسین عبده تبریزی، جلد ۱، نشر آگه، چاپ اول*.
- محمدی باردی، احمد (۱۳۷۸)، *عقد مشارکت در قانون عملیاتی بانکی بدون ربا (مصوب ۱۳۶۲) و تطبیق آن با حقوق مدنی و فقه امامیه، تهران: دانشکده معارف اسلامی و حقوق دانشگاه امام صادق(ع)*.
- موسوی اردبیلی، سید عبدالکریم (۱۴۱۴ق)، *فقه الشریکه، قم، مکتب امیرالمومنین(ع)، چاپ اول*.
- موسوی خمینی، امام روح‌الله (۱۳۶۸)، *تحریرالوسیله، ترجمه علی اسلامی، قم: دفتر انتشارات اسلامی، جلد ۲*.
- موسویان، سید عباس (۱۳۸۶- الف)، *ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)، تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی*.

- موسویان، سید عباس و حسین حسن زاده سروستانی (۱۳۹۲)، «آسیب شناسی ابزارهای تأمین مالی در بازار سرمایه ایران»، مجموعه مقالات هم‌اندیشی بررسی فقهی، حقوقی و اقتصادی تولید ملی، حمایت از کار و سرمایه ایرانی، قم: در دست انتشار
- نجفی، محمدحسن (۱۳۶۵)، *جواهرالکلام فی شرح شرائع الاسلام*، تهران: دار الکتب الاسلامیه.
- خراسانی، وحید (۱۳۷۹)، *توضیح المسائل*، قم: مدرسه باقر العلوم علیه السلام.
- Al-Bashir, Muhammad & Al-Amine, Muhammad (2008), "Sukuk Market: Innovations And Challenges", *Islamic Economic Studies*, Vol. 15, No. 2.
- DIFC, Sukuk Guide book
- Jabeen,Zohra, "Sukuk: Principles, Structure And Developments", *International Conference on Islamic Finance – Proceeding*
- Nisar, shariq (2007), "Islamic bonds (Sukuk): its introduction and application", [www.financeinislam.com](http://www.financeinislam.com)
- SUKUK REPORT, (2012), "A Comprehensive Study of the Global Sukuk Market", IIFM Sukuk Report, available at [www.iifm.net](http://www.iifm.net).

**A Comparative Study of Issued Bonds in Iran and  
al- Musharakah Sukuk**

**Hosein Hasanzadeh Sarvestani\***  
**Mahdyar Sarshar\*\***

**Received:** 26/09/2012

**Accepted:** 25/11/2012

Financial instruments are one of the most important components of any country's financial system. Without varied and efficient financial instruments, financing is disrupted. In 1980s, after many years of experimenting with *Riba*-based financial instruments, the idea of implementing Islamic financial instruments came into force and different kinds of *Sukuk* were invented as alternatives.

All over the world, *al-musharakah sukuk* has become a favorite tool among investors. In some cases, the amount of issuance has increased due to unexpected investors' demand. Iran can be regarded as the first country which has issued bonds for funding its investments. This has been effected with the permission of two authorities: Central Bank of the Islamic Republic of Iran and Securities and Exchange Organization. Bonds issued in Iran and *al-musharakah sukuk* issued in foreign countries have similarities and differences. This article has analyzed bonds in Iran and *al-musharakah sukuk* in foreign countries from different points of view: issuance statistics, definitions, components, issuance mechanisms and *sharia* compliance; furthermore, it offers suggestions for issuing *al-musharakah sukuk* in Iran and removing structural flaws of bonds currently used in the country.

**Keywords:** Islamic Financial Instrument, Bonds, al- Musharakah Sukuk, Issuance Mechanisms

**JEL Classification:** G10, Z12, E44

---

\* Ph.D. Student in Financial Management, Islamic Azad University, (Corresponding Author), hasanzadeh.hosein@gmail.com

\*\* M.A. in Financial Management, Imam Sadiq University, Sarshar67@gmail.com