

ضرورت توسعه اوراق بهادار اسلامی

علیرضا سلیمی*

چکیده

در بررسی فرآیند تأمین مالی، انواع ابزارهای مالی و توسعه آن، جهت تأمین سرمایه، روش تبدیل کردن دارایی‌ها به اوراق بهادار، به عنوان یکی از روش‌های تأمین سرمایه مورد توجه قرار می‌گیرد. اوراق قرضه به عنوان یکی از ابزارهای این روش، به دلیل در برگیری بهره ثابت، بر اساس قانون بانکداری بدون ربا، نمی‌تواند مورد عمل قرار گیرد. بنابراین، اوراق مشارکت به عنوان جایگزینی برای اوراق قرضه در بانکداری بدون ربا، ارزیابی و نواقص و ایرادهای آن مطرح می‌شود و لزوم تعریف و به‌کارگیری ابزار جدید مالی جایگزین اوراق قرضه مورد تأکید قرار می‌گیرد. اوراق بهادار اسلامی (یا صکوک) تعریف و از جنبه‌های مختلف تطابق با قانون و شرع، مزایا و معایب، شباهت و تفاوت با اوراق قرضه متعارف و تجربه و عملکرد سایر کشورها در رابطه با انتشار اوراق صکوک مورد توجه قرار می‌گیرد. در انتها نیز با تأکید بر سه ویژگی قانونی بودن، مقبول واقع شدن و کارا بودن، نتیجه‌گیری می‌شود این اوراق جایگزینی مناسب و مفید برای اوراق قرضه و اوراق مشارکت می‌باشد و بر اقدام دولت برای تعریف، حمایت و به‌کارگیری این ابزار جدید مالی در اقتصاد ایران تأکید می‌شود.

واژگان کلیدی

ابزار مالی، ربا، اوراق قرضه، اوراق مشارکت، صکوک.

* استادیار دانشگاه آزاد اسلامی، واحد محلات

Email: mohammadmirzavani@yahoo.com

تاریخ پذیرش: ۹۱/۰۷/۰۲

تاریخ ارسال: ۹۱/۰۳/۲۴

فصلنامه راهبرد / سال بیست و یکم / شماره ۶۵ / زمستان ۱۳۹۱ / صص ۲۹۱-۳۱۸

مقدمه

تأمین منابع مالی به عنوان بازوی توانمند نهادهای مالی و از عوامل مهم در تعمیق نظام مالی هر کشوری محسوب می‌شوند و بازارهای بدهی جزء لاینفک بخش مالی هستند. در اقتصادهای نوظهور این بازارها هنوز در مراحل ابتدایی توسعه خود قرار دارند. امروزه همه نیازهای مالی سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی و با استفاده از ابزارهای نوین مالی برآورده می‌شوند و مهندسان مالی جهت رفع این نیازها با سرعت فراوانی در حال طراحی ابزارهای نوین مالی هستند و همه این ابزارها متناسب با نیازهای متنوع سرمایه‌گذاران (در بازار پول و سرمایه) طراحی شده‌اند.

طبق احکام اسلامی، مطالبه و پرداخت بهره، حرام است. بنابراین کشورهایی که بخش عمده‌ای از جمعیت آنها را مسلمانان تشکیل می‌دهند، نمی‌توانند برای پاسخ به نیازهای مالی خود از بازارهای بدهی کلاسیک (مبتنی بر بهره) استفاده کنند. از این رو در این کشورها تقاضای زیادی برای توسعه یک بازار بدهی جانشین وجود دارد که با معیارها و احکام اسلام نیز مطابقت داشته باشد. به همین جهت در دنیا ابزارهای مالی متنوعی طراحی شده است.

از آنجاکه بر اساس قانون اساسی جمهوری اسلامی ایران، همه قوانین باید بر اساس مقررات شرعی باشد، قانون بانکداری بدون ربا در سال ۱۳۶۳ تدوین گردید. بر این اساس، انتشار اوراق قرضه به دلیل اینکه مبتنی بر نرخ بهره ثابت (ربا) بود، متوقف شد. هرچند برای نخستین بار، در سال ۱۳۷۰، اوراق مشارکت، با فروش اوراق مشارکت طرح نواب به وسیله شهرداری تهران متولد شد، اما اوراق مشارکت بانک مرکزی، پدیده برنامه سوم توسعه بود. در این برنامه، روشن شد که وضعیت بانک‌های دولتی از نظر کفایت سرمایه نامناسب است و بانک مرکزی ایران از مجلس وقت مجوز قانونی گرفت تا با انتشار اوراق مشارکت و گردآوری نقدینگی، منابع مالی لازم برای افزایش سرمایه بانک‌ها را فراهم آورد تا بانک‌ها بتوانند نرخ‌های کفایت سرمایه را رعایت کنند. بدین ترتیب، بانک مرکزی به صادرکننده اوراق مشارکت بدل شد.

شاید بتوان گفت اوراق مشارکت همان اوراق قرضه است که مطابق قانون بانکداری اسلامی منتشر می‌شود. ماهیت حقوقی اوراق مشارکت بر پایه عقد مشارکت مدنی قابل تحلیل است. در نظام مشارکت که انواعی دارد، صاحب پس‌انداز به جای دادن قرض و

شرکت‌ها نسبت به تضمین پرداخت اصل و سود پول در ازای انتشار اوراق مشارکت پیش از تاریخ سررسید و عدم معامله بر اساس نرخ بهره واقعی بازدهی سرمایه‌گذاری باشد. همچنین اعلام سود علی‌الحسابی که عملاً قطعی هم می‌شود، می‌تواند شبهه ربوی بودن این اوراق را دامن زند.

این نواقص و برخی دیگر از ضرورت‌های کنونی که این مقاله در صدد اثبات آنهاست، نظام مالی کشور را وادار نمود تا ضمن اندیشیدن به نهادها و ابزارهای جدید، تلاش‌های خود را در این زمینه شدت بخشد. از این روست که در سال‌های اخیر بررسی ابزارهای مالی نوین موضوعیت یافته و در چند سال اخیر اوراق قرضه اسلامی که مطابق با احکام اسلامی و به صکوک معروف است، رشد چشمگیری داشته و توسط شرکت‌ها و دولت‌ها طراحی و منتشر شده است.

فرضیه اصلی این تحقیق این است که توسعه ابزارهای نوین مالی اسلامی، ضرورت دارد. فرضیه‌های فرعی نیز عبارت‌اند از:

۱. ابزارهای سنتی (نظیر اوراق قرضه)، منع شرعی دارد.

۲. می‌توان ابزارهای نوین مالی بر اساس مقررات شرعی طراحی نمود.

گرفتن بهره، کل یا بخشی از سرمایه مورد نیاز مؤسسه اقتصادی را تأمین می‌کند و بر اساس توافق با کارفرما، در سود و زیان آن شریک می‌شود و در پایان هر دوره مالی، پس از کسر هزینه‌ها، سود به دست‌آمده بر حسب نسبت‌هایی که در قرارداد توافق شده، بین صاحب سرمایه و عامل اقتصادی (کارفرما) تقسیم می‌شود. برخی از ویژگی‌های اوراق مشارکت منتشرشده در ایران همانند اوراق قرضه متعارف می‌باشد. اوراق مشارکت سندی ما بین دو شریک است که در طرحی مشخص سرمایه‌گذاری می‌کنند و طبق توافق، سود به‌دست‌آمده را بین خود تقسیم می‌کنند. ولی اوراق قرضه سندی مابین قرض‌دهنده و قرض‌گیرنده می‌باشد که برای آن بهره معینی تضمین شده است و قرض‌گیرنده می‌تواند آن را برای هر امری به مصرف برساند. هر چند اوراق مشارکت توانسته است قسمتی از وظایف اوراق قرضه را انجام دهد و تا حدی جای خالی آن را پر کند، ولی ایرادات و نقایص قابل تأملی دارد که در این مقاله مورد بررسی و تحلیل قرار خواهد گرفت. برخی از این نواقص و مشکلات که موجب کاهش استقبال عمومی نیز گردیده است، می‌تواند ناشی از عوامل مختلفی مانند هزینه‌بر بودن این اوراق، الزام

۳. ابزارهای مالی نوین اسلامی، از کارآیی بالاتری نسبت به ابزارهای سنتی برخوردار هستند.

روش تحقیق، توصیفی، تحلیلی و استنادی است و سعی دارد ضمن توصیف ماهیت این ابزارها و تحلیل عملکرد آنها، با استناد به ادله، حکم آنها را بیان کند و در مورد کارایی آنها تحقیق نماید. این تحقیق به صورت کتابخانه‌ای انجام خواهد شد و ابزار مورد استفاده فیش‌برداری است. توضیح آنکه داده‌های این پژوهش از طریق جمع‌آوری اسناد و شامل پژوهش‌های انجام‌شده در این زمینه (کتاب‌ها، مجلات، مقالات) خواهد بود.

۱. اوراق بهادار و صکوک

انتشار اوراق صکوک در واقع یکی از ساختارهای تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار به شمار می‌رود. این نوآوری مالی برای نخستین بار در سال ۱۹۷۰ میلادی در امریکا آغاز شد. در آن زمان افراد و سازمان‌ها به دلیل افزایش رقابت بین نهادهای مالی به دنبال روش‌های نوین تأمین مالی بودند و در همین راستا تأمین مالی از طریق بانک را به تأمین مالی از طریق بازار سرمایه تبدیل کردند. از طرف دیگر بانک‌ها نیز با این کار به دنبال کسب درآمد بیشتری بودند، یعنی علی‌رغم اینکه

تأمین مالی از طریق وام‌های بانکی ارزان‌تر بود، ولی بانک‌ها به امید جایگزینی کارمزد، درآمد و به دست آوردن سهم بیشتر از بازار خود به عنوان محرک اصلی توسعه این بازار عمل می‌کردند (سروش، ۱۳۸۶، ص ۱۹).

سرمایه یکی از نهادهای اصلی تولید است. در گذشته سرمایه بیشتر به شکل ابزار و آلات کار انسان مطرح بود، اما امروزه سرمایه به عنوان انباشت نقدینگی برای شروع یا ادامه یک فعالیت اقتصادی نیز در نظر گرفته می‌شود. دولت‌ها و شرکت‌های اقتصادی برای شروع یا ادامه یک فعالیت اقتصادی احتیاج به تأمین سرمایه دارند. این سرمایه یا از دارایی دولت و صاحبان شرکت تأمین می‌شود و یا اینکه از طریق فرآیند تأمین مالی به دست می‌آید. فرآیند تأمین مالی یکی از مباحث مهم اقتصاد مالی است. برای تأمین مالی، روش‌ها و ابزار گوناگونی وجود دارد که هر کدام دارای ویژگی‌ها و خواص مربوط به خود است. بسته به نیازها، توان مالی، شرایط بنگاه‌های اقتصادی و تنوع رفتار مردم در سرمایه‌گذاری و مواجهه با خطر، این ابزارها و روش‌ها تبیین و به کار گرفته می‌شوند. یکی از روش‌های مهم فرآیند تأمین مالی، تبدیل کردن دارایی‌ها به اوراق بهادار می‌باشد (نجفی، ۱۳۸۵، ص ۷۸).

اوراق بدهی را برای تأمین مالی مجموعه مورد نظر، به سرمایه‌گذاران بیرونی می‌فروشد. در فرآیند تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار، شرکت یا مؤسسه‌ای که نیاز به تأمین مالی دارد، اقدام به تأسیس یک شرکت با مقصد خاص می‌کند و آن دسته از دارایی‌های خود را که دارای جریان‌های نقدی آتی هستند، به شرکت با مقصد خاص می‌فروشد. شرکت با مقصد خاص برای اینکه وجه لازم برای خرید دارایی‌های مذکور را فراهم کند، اقدام به انتشار اوراق بدهی با پشتوانه دارایی می‌کند و آن را به عموم سرمایه‌گذاران عرضه می‌کند. سپس شرکت با مقصد خاص وجوهی را که از محل فروش اوراق بدهی به دست آورده است، بابت خرید دارایی‌های مالی به بانی پرداخت می‌کند. سرمایه‌گذارانی که اوراق بدهی با پشتوانه دارایی را خریده‌اند، از محل جریان‌های نقدی حاصل از دارایی‌های مالی شرکت با مقصد خاص بازدهی کسب می‌کنند. یکی از ابزارهای مالی مهم و کارا برای فرآیند تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها، اوراق قرضه می‌باشد. به صورت ساده، تأمین مالی از طریق اوراق قرضه این‌گونه است که بنگاه اقتصادی سرمایه مورد نیاز خود را به صورت مستقیم از مردم قرض می‌گیرد و در

تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار^۱ یکی از ابزارهای جدید در عرصه تأمین منابع مالی با کاهش ریسک نهادهای مالی محسوب می‌شود. با استفاده از این ابزار، نهادهای مالی و غیر مالی می‌توانند پرتفویی (سبد سهام)^۲ از دارایی‌های با درآمد ثابت را فروخته و در نتیجه به منابع مالی ارزان‌تر و با ریسک کمتر در مقایسه با استقراض مستقیم دست یابند.

واژه تبدیل به اوراق بهادار، یکی از واژه‌هایی است که از ظهور آن در ادبیات مالی جهان بیش از دو دهه نمی‌گذرد. تبدیل به کردن اوراق بهادار، فرآیندی است که طی آن، نخست دارایی‌های مؤسسه مالک دارایی یا بانی^۳ از ترازنامه آن مؤسسه جدا می‌شود و سپس، تأمین وجوه را سرمایه‌گذارانی انجام می‌دهند که ابزار مالی قابل مبادله را خریده‌اند. این ابزار مبادله‌شده نمایانگر بدهکاری مزبور می‌باشد. به عبارت دیگر، تبدیل به اوراق بهادار کردن، فرآیندی است که در آن واسطه‌های مالی مانند بانک‌های تجاری حذف و اوراق بدهی قابل خرید و فروش مستقیماً به سرمایه‌گذاران فروخته می‌شود. در واقع، یک شرکت تأمین سرمایه^۴، مجموعه‌ای از دارایی‌های مالی را جمع‌آوری و

1. Asset Secur Itization
2. Portfolio
3. Originator
4. Investment Bank

زمان‌های معین بهره آن قرض را می‌پردازد و در سررسید اصل قرض را باز پس می‌دهد (نجفی، ۱۳۸۵، ص ۸۳).

۲. اوراق قرضه

تعریف مرسوم اوراق قرضه این‌گونه است: اوراق قرضه اسنادی است که طبق آن صادرکننده اوراق به خریدار بدهکار می‌شود. این اسناد دارای سررسید بوده و مبلغ آن در زمان سررسید به‌وسیله صادرکننده پرداخت می‌شود. این اوراق دارای برگه بهره بوده و بهره آن در فواصل زمانی معین به‌وسیله بانکی که نمایندگی صدور اوراق را دارد، پرداخت می‌شود. انتشار اوراق قرضه یکی از روش‌های تأمین مالی هم در کوتاه‌مدت و هم در بلندمدت محسوب می‌شود، و همچنین این اوراق را می‌توان به صورت بی‌نام یا با نام و بدون وثیقه یا با وثیقه منتشر کرد. اوراق قرضه نیز همانند همه ابزارهای مالی دیگر، مزایا و معایبی دارد. مهم‌ترین مزایای اوراق قرضه برای بنگاه صادرکننده هزینه مؤثر کم و قابل بازخرید بودن آن و برای خریدار قابل انتقال بودن و سود معین آن است. مهم‌ترین عیب اوراق قرضه، هم برای صادرکننده و هم برای خریدار، خطر ورشکستگی بنگاه به دلیل ناتوانی در بازپرداخت اصل و بهره قرض است. در برخی کشورهای اسلامی و مخصوصاً ایران

که در آن قانون بانکداری بدون ربا اعمال می‌شود، مشکل دیگری نیز برای اوراق قرضه وجود دارد که کل ماهیت و عملکرد اوراق قرضه را زیر سؤال برده و آن را به طور کلی نفی می‌کند.

۲-۱. مشکل فقهی اوراق قرضه در بانکداری بدون ربا

همان‌گونه که از نام قانون عملیات بانکداری بدون ربا بر می‌آید، هدف اصلی تصویب و اعمال این قانون حذف ربا از سیستم مالی و بانکی کشور و تطبیق آن با شرع می‌باشد. بر طبق این قانون بهره از عملیات مالی و بانکی حذف و مجموعه‌ای نهاد با نام عقود اسلامی جایگزین آن می‌شود، زیرا بهره یا همان سود معین ربا در نظر گرفته می‌شود. ربا آن است که در قرض دادن چیزی یا مبلغی، شرط زیاده گذاشته شود، یعنی اگر پولی یا مالی به کسی قرض داده شود و شرط گردد که وام‌گیرنده در سررسید، مبلغ یا درصد معینی علاوه بر اصل را تأدیه کند، استقراض ربوی صورت گرفته و مطابق نظر شرع این معامله حرام و باطل است. چون بهره معین، قسمتی از ذات اوراق قرضه می‌باشد، بنابراین با توجه به این قانون در واقع امکان استفاده از اوراق قرضه به صورت کامل از بین می‌رود. حتی در بسیاری

از کشورهای دیگر هم که چنین قانونی اعمال نمی‌شود، برخی از مسلمانان به دلیل اعتقادات دینی استقبالی از اوراق قرضه نمی‌کنند و بهره اوراق قرضه را برابر با ربا می‌دانند.

از سویی دیگر، اوراق قرضه امروزه یکی از ابزارهای مالی بسیار مهم است که امکان حذف آن از بازارهای مالی و پولی یک کشور بسیار سخت و حتی غیر ممکن به نظر می‌رسد. اوراق قرضه تنها در فرآیند تأمین مالی به کار نمی‌رود، بلکه خرید و فروش اوراق قرضه دولتی به وسیله بانک مرکزی، از ابزارهای مهم برای اعمال سیاست‌های پولی از طریق عملیات بازار باز می‌باشد. دخالت مقامات بانکی در بازار اوراق قرضه دولتی، به منظور تنظیم پایه پولی متناسب با نیازهای نقدینگی اقتصاد، عملیات بازار باز نامیده می‌شود. می‌توان مباحث زیادی درباره اینکه آیا بهره اوراق قرضه از مصادیق ربا به شمار می‌رود یا خیر، و یا اینکه آیا همه انواع اوراق قرضه حکم ثابتی دارند یا خیر، مطرح کرد. همچنین می‌توان درباره تغییر جایگاه قرض‌دهنده و قرض‌گیرنده که به نظر می‌رسد یکی از دلایل عقلی حرمت ربا باشد، بحث کرد.

همچنین به تازگی بعضی از علمای اسلامی ربای قرضی را به دو قسم تقسیم می‌کنند: استهلاکی و تولیدی. ربای استهلاکی آن است که قرض‌گیرنده به جهت گرفتاری و نیاز به قرض رو آورده و در ابتدا شرط زیاده گذاشته می‌شود و یا به علت ناتوانی در پرداخت، طلبکار، تقاضای مطالبی جهت مهلت دادن می‌کند و ربای تولیدی آن است که شخصی جهت سرمایه‌گذاری اقتصادی نیاز به سرمایه تکمیلی دارد، یعنی مبلغ قابل توجهی از سرمایه را دارد و توان انجام دادن کار را در خود می‌بیند و برای تکمیل سرمایه، قرض می‌گیرد و در مقابل آن، زیادتی شرط می‌کند. (صانعی، ۱۳۸۳، ص ۳۷۴). این گروه از علما ربای استهلاکی را حرام می‌دانند و بیان می‌کنند که دلیلی برای حرمت ربای تولیدی وجود ندارد. با توجه به اینکه فرآیند تأمین مالی، منطبق با تعریف ربای تولیدی است، به نظر می‌رسد بهره معین اوراق قرضه را که یکی از ابزارهای تأمین مالی است، بتوان ربا به حساب نیاورد و حرمت شرعی برای آن قائل نشد. در این صورت با به‌کارگیری اوراق قرضه می‌توان بسیاری از مشکلات تأمین مالی را در کشور برطرف کرد.

اما تا به جواب رسیدن کامل این موضوعات باید ابزارهای جایگزین اوراق قرضه طراحی شود و مورد استفاده قرار گیرد. ابزارهای جایگزین اوراق قرضه علاوه بر داشتن همه مزایای اوراق قرضه که باعث استفاده گسترده از آن می‌شود، باید بتواند این مشکل اساسی و ماهیتی آن را که همان نرخ سود ثابت است، به درستی برطرف کند، وگرنه نخواهد توانست جایگزین مناسبی برای اوراق قرضه باشد. اولین جایگزینی که برای اوراق قرضه در ایران طراحی شده است، اوراق مشارکت می‌باشد که چندین سال است به شکل‌های مختلف مورد استفاده قرار می‌گیرد. این اوراق هر چند بعضی از وظایف اوراق قرضه را انجام می‌دهد، ولی دچار ایرادات و نقص‌هایی است که احتیاج به مطالعه و بررسی بیشتری دارد (رضائی، ۱۳۸۲، ص ۲۹).

۳. اوراق مشارکت به عنوان جانشینی برای اوراق قرضه

اوراق مشارکت همان اوراق قرضه است که مطابق قانون بانکداری اسلامی منتشر می‌شود. ماهیت حقوقی اوراق مشارکت بر پایه عقد مشارکت مدنی قابل تحلیل است. در نظام مشارکت که انواعی دارد، صاحب پس‌انداز به جای دادن قرض و گرفتن بهره،

کل یا بخشی از سرمایه مورد نیاز مؤسسه اقتصادی را تأمین می‌کند و بر اساس توافق با کارفرما، در سود و زیان آن شریک می‌شود و در پایان هر دوره مالی، پس از کسر هزینه‌ها، سود به دست‌آمده بر حسب نسبت‌هایی که در قرارداد توافق شده، بین صاحب سرمایه و عامل اقتصادی (کارفرما) تقسیم می‌شود. این نظام می‌تواند در شکل ساده دو یا چند نفر شریک، در مؤسسه اقتصادی کوچکی نمایان شود و می‌تواند در قالب شرکت‌های سهامی عام در سطح گسترده مطرح باشد. از سوی دیگر، این نظام می‌تواند به صورت مستقیم و با مشارکت صاحبان سرمایه شکل گیرد و همچنین می‌تواند از طریق واسطه‌های مالی چون بانک‌های عمومی، تخصصی، و شرکت‌های سرمایه‌گذاری نیز سازماندهی شود. اوراق مشارکت معمولاً سودهای متغیری را موجب می‌شوند و از آنجا که بر مبنای مضاربه یا شراکت هستند، سود معینی را ضمانت نمی‌کنند. بنابراین با توجه به تعریف اوراق مشارکت و جایگزینی مفهوم سود علی‌الحساب به جای سود قطعی، به نظر می‌رسد مشکل شرعی اوراق قرضه برای اوراق مشارکت وجود نداشته باشد. برخی از ویژگی‌های اوراق مشارکت منتشرشده در

را برای هر امری به مصرف برساند. نکته‌ای که در اینجا مطرح می‌شود، این است که آیا اوراق مشارکت می‌تواند جانشین خوبی برای اوراق قرضه باشد و همه وظایف آن را به خوبی انجام دهد؟ با توجه به وضعیت انتشار اوراق مشارکت در ایران و با توجه به تعریف این اوراق به نظر می‌رسد جواب این سؤال منفی است. هرچند اوراق مشارکت توانسته است قسمتی از وظایف اوراق قرضه را انجام دهد و تا حدی جای خالی آن را پر کند، ولی ایرادات و نقایص قابل تأملی دارد (فطرس و محمودی، ۱۳۸۷، ص ۹).

در تعریف اوراق مشارکت آمده است که این اوراق می‌تواند به وسیله بخش خصوصی و دولتی منتشر شود، ولی در این مدت که از تعریف اوراق مشارکت گذشته، استقبال بخش خصوصی از این اوراق تقریباً برابر صفر بوده است. عدم استقبال بخش خصوصی از این اوراق می‌تواند ناشی از عوامل مختلفی مانند هزینه‌بر بودن این اوراق، الزام شرکت‌ها نسبت به تضمین پرداخت اصل و سود پول در ازای انتشار اوراق مشارکت پیش از تاریخ سررسید و عدم معامله بر اساس نرخ بهره واقعی بازدهی سرمایه‌گذاری باشد. یکی از تفاوت‌های اساسی بین اوراق قرضه و اوراق مشارکت در همین قسمت مشخص می‌شود.

ایران که متفاوت از ویژگی اوراق قرضه معمولی است، به شرح زیر می‌باشد:

۱. اوراق مشارکت طبق اصول اسلامی منتشر می‌گردند و بر مبنای سرمایه‌گذاری در پروژه‌های اقتصادی با نرخ بازدهی مثبت می‌باشند و سود آنها بین سرمایه‌گذاران و منتشرکننده اوراق (کسی که مسئول تکمیل پروژه است) تقسیم می‌شود.

۲. برای هر مورد، منتشرکننده باید حداقلی از سود قابل حصول از پروژه مورد نظر را ضمانت کند.

۳. اوراق باید به منظور تأمین مالی پروژه‌های خاص باشند و در جای دیگر نمی‌توانند استفاده شوند.

بقیه ویژگی‌های اوراق مشارکت همانند اوراق قرضه متعارف می‌باشد. با توجه به تعاریف بالا تفاوت ذاتی اوراق مشارکت با اوراق قرضه به روشنی مشخص می‌شود. اوراق مشارکت سندی ما بین دو شریک است که در طرحی مشخص سرمایه‌گذاری می‌کنند و طبق توافق، سود به دست‌آمده را بین خود تقسیم می‌کنند، هر چند حداقلی از سود به وسیله یک شریک تضمین شده است. ولی اوراق قرضه سندی ما بین قرض‌دهنده و قرض‌گیرنده می‌باشد که برای آن بهره معینی تضمین شده است و قرض‌گیرنده می‌تواند آن

اوراق قرضه فقط در زمان سررسید قابل بازخرید است، و پیش از زمان سررسید فقط قابلیت معامله در بازار ثانویه را دارد، ولی اوراق مشارکت در هر زمان قابل بازخرید است. این نکته یکی از موارد مهم برای استقبال نکردن شرکت‌ها از اوراق مشارکت می‌باشد، زیرا شرکت‌های غیر دولتی همانند دولت این توانایی را ندارند که در هر زمان اوراق مشارکت را بازخرید کنند و در بهترین شرایط تنها با به ثمر نشستن سرمایه‌گذاری و در زمان سررسید اوراق می‌توانند آنها را بازخرید کنند.

یکی دیگر از ناکارآمدی‌های اوراق مشارکت در مورد شرکت‌هایی است که احتیاج به تأمین مالی در غیر امور توسعه‌ای دارند. فرضاً اگر شرکتی احتیاج به نقدینگی برای رفع مشکلات جاری خود داشته باشد، نمی‌تواند از اوراق مشارکت استفاده کند، زیرا در تعریف این اوراق آمده است که این اوراق باید برای تأمین مالی پروژه‌ای خاص باشند و نمی‌توانند در امور دیگر مورد استفاده قرار گیرند. در حالی که بسیاری از مشکلات بنگاه‌های اقتصادی مربوط به سرمایه در گردش و نقدینگی جاری است.

ایراد دیگر در مورد این اوراق این است که آیا به‌راستی می‌توان گفت که سود این

اوراق قطعی نیست و علی‌الحساب است؟ هنگامی که سود پرداخت شده این اوراق دقیقاً برابر آن چیزی است که اعلام می‌شود و هیچگاه کمتر یا بیشتر از آن مقدار نمی‌شود، می‌تواند شبیه ربوی بودن این اوراق را دامن زند، که این امر خود باعث عدم استقبال بسیاری از افراد جامعه می‌شود. شاید یکی از عوامل عدم استقبال از این اوراق در سال‌های اخیر و به فروش نرفتن قسمتی از این اوراق علاوه بر پایین بودن بازده آن نسبت به سایر دارایی‌ها، همین موضوع باشد. به طوری که عملکرد شش‌ماهه نخست سال ۱۳۸۶، دولت، بانک مرکزی و شرکت‌ها در عرضه اوراق مشارکت حاکی از آن است که حدود ۳۰ درصد از اوراق مشارکت منتشرشده در این مدت به فروش نرسیده است.

همه موارد گفته‌شده در بالا، نقایص اوراق مشارکت به عنوان یک ابزار تأمین مالی بود، در حالی که چند سالی است بانک مرکزی از اوراق مشارکت به عنوان وسیله‌ای برای جمع‌آوری نقدینگی نیز استفاده می‌کند، که این موضوع خود از جهات دیگری قابل بررسی است. هرچند اوراق مشارکت در ایران از سال ۱۳۷۰ و با فروش اوراق مشارکت طرح نواب به وسیله شهرداری

دارد. بازنگری نخست باید این باشد که بانک مرکزی به جای انتشار اوراق مشارکت، وارد عملیات بازار باز شده و با خرید و فروش اوراق منتشره توسط دولت نقدینگی را کنترل کند. بانک مرکزی نباید بانی صدور اوراق باشد، بلکه کار بانک مرکزی باید محدود به کنترل نقدینگی و از جمله خرید و فروش اوراق مشارکتی باشد که خزانه صادر کرده است، زیرا یکی از راه‌های صحیح و متداول اعمال سیاست پولی، عملیات بازار باز است که به وسیله خرید و فروش اوراق قرضه دولتی حاصل می‌شود و بانی نشر اوراق قرضه شدن فقط در شرایط خاص رخ می‌دهد. همچنین اوراق مشارکت فعلی چیزی چندین متفاوت با اسکناس نیست. نقدینه‌ای است که بهره نیز به آن تعلق می‌گیرد که این خود پدیده‌ای منحصر به فرد است. بازنگری دوم نیز باید این باشد که اوراق مشارکت فقط در زمان سررسید بازپرداخت شود و غیر از پرداخت برگه‌های سود و بازپرداخت اصل در سررسید، دولت هیچ مسئولیت دیگری نداشته باشد و این اوراق پیش از زمان سررسید فقط در بازار ثانویه قابل معامله باشد.

با توجه به همه مباحث بالا، به نظر می‌رسد اوراق مشارکت به تنهایی نمی‌تواند

تهران متولد شد، اما اوراق مشارکت بانک مرکزی، پدیده برنامه سوم توسعه بود. در این برنامه، روشن شد که وضعیت بانک‌های دولتی از نظر کفایت سرمایه نامناسب است و بانک مرکزی ایران از مجلس وقت مجوز قانونی گرفت تا با انتشار اوراق مشارکت و گردآوری نقدینگی، منابع مالی لازم برای افزایش سرمایه بانک‌ها را فراهم آورد تا بانک‌ها بتوانند نرخ‌های کفایت سرمایه را رعایت کنند. بدین ترتیب، بانک مرکزی به صادرکننده اوراق مشارکت بدل شد. این اقدام، مبتنی بر تجارب متعارف دنیا نبود. در جهان امروز، کمتر مشاهده می‌شود که بانک‌های مرکزی خود رأساً اوراق قرضه منتشر کنند و چنین اقدامی در موارد معدودی رخ می‌دهد. خرید و فروش اوراق قرضه توسط بانک‌های مرکزی مربوط به عملیات بازار باز است. در این عملیات، بانک‌های مرکزی شروع به خرید اوراق قرضه منتشر شده توسط خزانه دولت می‌کنند تا نقدینگی را وارد اقتصاد کنند و برعکس شروع به فروش اوراق قرضه دولتی می‌کنند، تا نقدینگی را از اقتصاد جمع کنند. به نظر می‌رسد این روند انتشار اوراق مشارکت به وسیله بانک مرکزی یکی دیگر از ایرادهای این اوراق باشد که احتیاج به بازنگری اساسی

جایگزینی کامل برای اوراق قرضه باشد و باید علاوه بر بررسی و رفع نقایص آن، به دنبال معرفی و استفاده از ابزار جدید مالی بود که هم بتواند جایگزینی مناسب برای اوراق قرضه باشد و هم علاوه بر شرعی بودن، مشکلات اوراق مشارکت را نداشته باشد (رضائی، ۱۳۸۲، ص ۳۲).

۴. تجربه برخی کشورهای اسلامی برای تأمین مالی

در کشورهایی که دارای جمعیت مسلمان زیادی هستند، استفاده از ابزارهای مالی متعارف مانند اوراق قرضه، کارایی و مقبولیتی ندارد. بر این اساس دولت‌ها و شرکت‌های اسلامی و یا شرکت‌های اسلامی فعال در کشورهای غیراسلامی که به دنبال تأمین مالی و مدیریت بدهی خود هستند، نیازمند یافتن جایگزین‌هایی مطابق با اصول اسلامی می‌باشند. در سال‌های اخیر رشد ابزارهای مالی اسلامی که به صکوک شهرت یافته، بسیار چشمگیر بوده، تا جایی که بر اساس آمار، تا پایان سال ۲۰۰۶ میلادی ارزش کل صکوک منتشرشده بالغ بر ۵۰ میلیارد دلار عنوان شده است. کشورهای بحرین، مالزی، قطر و آلمان به عنوان پیشگامان در این زمینه شناخته شده‌اند. در حالت کلی می‌توان صکوک را اوراق بهادار مبتنی بر

دارایی، با درآمد ثابت یا متغیر، قابل معامله در بازار ثانویه و مبتنی بر اصول شریعت دانست (فطرس و محمودی، ۱۳۸۷، ص ۱۰).

اولین تلاش‌ها برای غلبه بر مسئله نقدینگی که بانک‌های اسلامی با آن مواجه بودند، توسط بانک مرکزی مالزی در سال ۱۹۸۳ و پس از آن انجام شد که نخستین بانک اسلامی مالزی شروع به کار کرد. این بانک از اوراق بهادار دولتی یا اسناد خزانه که بهره پرداخت می‌کردند، استفاده نکرد و اوراق بی‌بهره‌ای با نام گواهی سرمایه‌گذاری دولتی منتشر کرد. این گواهی‌ها نشان‌دهنده بدهی بانک اسلامی مالزی به دولت بود. نرخ بهره از پیش تعیین‌شده‌ای برای این اوراق وجود نداشت، بلکه نرخ بازدهی آنها توسط دولت و به تشخیص آن اعلام می‌شد. کمیته‌ای به نام کمیته سود تقسیمی مرکب از وزارت امور مالی، بانک مرکزی، واحد برنامه‌ریزی اقتصادی و بخش امور مذهبی دفتر نخست‌وزیری، برای اعلام منظم نرخ‌ها تعیین شد. رابطه ثابتی برای تعیین نرخ بازدهی وجود نداشت، بلکه تأکید بر ملاحظات کیفی به جای صرفاً ملاحظات کمی مطرح بود. برای تعیین نرخ بازدهی، معیارهای مختلفی مانند شرایط کلان اقتصادی، نرخ تورم و نرخ

بازدهی سایر اوراق بهادار مشابه مورد توجه قرار داشت.

دولت مالزی اولین بار در سال ۱۹۹۲ اقدام به انتشار اوراق صکوک به میزان ۶۰۰ میلیون دلار در بازارهای بین‌المللی کرد. شرکت ملی رهن مالزی برنامه جدیدی برای خرید اوراق بدهی اسلامی در سال ۲۰۰۱ ارائه کرد، که این برنامه و همچنین تأسیس صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری اسلامی مبتنی بر سرمایه‌گذاری‌های صکوک نوآوری مالزی در به کارگیری ابزارهای مالی اسلامی جدید بودند. البته قبل از انتشار اولین صکوک جهانی توسط مالزی در سال ۲۰۰۱، مؤسسه پولی بحرین برای اولین مرتبه در حوزه کشورهای خلیج فارس در سال ۲۰۰۱، اسناد دولتی مطابق با قوانین اسلامی منتشر کرد. ارزش این اسناد ۲۵ میلیون دلار امریکا، به شکل اوراق ۳ ماهه و با عنوان اوراق بهادار "صکوک سلم" بود. این اوراق یک نرخ بازدهی ثابت ۳/۹۵ درصدی داشت که مبتنی بر نرخ بهره نبود. کل ارزش پرتفوی صکوکی که تا قبل از سال ۲۰۰۳ توسط بحرین مدیریت می‌شد، بالغ بر یک میلیارد دلار امریکا بود. در سال ۲۰۰۲ در بحرین، مرکز اسلامی مدیریت نقدینگی تأسیس شد. تأسیس‌کنندگان این مرکز، مرکز مالی کویت،

بانک اسلامی دبی و بانک اسلامی بحرین، هر یک با سرمایه ۵ میلیون دلار امریکا بودند. این مرکز دارایی‌های مشروع را از دولت‌ها، نهادهای مالی و شرکت‌ها خریداری و جمع‌آوری نمود و بنابراین اوراق بهادار صکوک با قابلیت معامله و بر مبنای ارزش دارایی‌های پایه انتشار یافت.

در سال ۲۰۰۲، دولت مالزی اقدام به انتشار گواهی امین به مبلغ ۶۰۰ میلیون دلار نمود که سررسید آنها سال ۲۰۰۷ است. هر یک از این گواهی‌های امین بیانگر مالکیت مشاع دارایی‌ها، یعنی همان قطعات زمین می‌باشد. وجوه حاصل از انتشار برای ساخت طرح‌هایی مانند بیمارستان و مجتمع‌های دولتی به کار می‌رود. ساختار صکوک مالزی شبیه ساختار صکوک قطر می‌باشد. یک شرکت ناشر (SPV) تشکیل می‌شود که زمین را از دولت مالزی خریداری می‌کند و سپس آن را به دولت اجاره می‌دهد. در زمان سررسید اوراق، دولت مالزی این اوراق را به قیمت اسمی بازخرد می‌کند. پرداخت مبلغ اجاره‌بها توسط دولت مالزی تضمین شده است. این اوراق توسط مؤسسه Moody و مؤسسه S&P ارزشیابی و طبقه‌بندی شد. بانک توسعه اسلامی نیز در سال ۲۰۰۳ صکوکی ترکیبی به ارزش ۴۰۰ میلیون دلار

با سررسید سال ۲۰۰۸ منتشر کرد. هر صکوک بیانگر سهم مشاع دارنده آن در دارایی‌های امین بود. دارایی‌های امین توسط مؤسسه‌ای امین نگهداری می‌شد. این مؤسسه امین فقط برای کمک به اجرای فرآیند انتشار صکوک تأسیس شد. دارندگان اوراق صکوک مستحق دریافت جریان‌های نقدی حاصل از دارایی‌های امین بودند. این دارایی‌ها از طریق ترکیب قراردادهای اجاره، مباحه و استصناع به وجود آمده‌اند و نرخ بازدهی آنها ۳/۶۲۵ درصد است.

ارزش بازار اوراق صکوک در جهان تا نوامبر ۲۰۰۶، بیش از ۴۵ میلیارد دلار بود و از این رقم ۶۸ درصد در حمایت از بخش خصوصی منتشر شده است. کشورهای انگلیس، امریکا، آلمان و ژاپن برای جذب منابع مالی مسلمانان معتقد اقدام به انتشار اوراق بهادار صکوک کرده‌اند. امارات برای فاز دوم فرودگاه دبئی، ۳/۵ میلیارد دلار اوراق صکوک منتشر کرد که اکنون بالاترین حجم اوراق بهادار در دنیاست. با توجه به اینکه بالاترین اوراق قرضه فروخته‌شده برای پروژه‌های مختلف در کشور امریکا حدود ۱/۵ میلیارد دلار است، فروش ۳/۵ میلیارد دلار اوراق بهادار صکوک برای تأمین مالی فرودگاه دبئی نشان می‌دهد که توانایی اوراق

صکوک در تأمین مالی به چه میزان بالاست. دولت‌ها تاکنون حدود ۱۰ میلیارد دلار و شرکت‌ها حدود ۵۰ میلیارد دلار صکوک بین‌المللی منتشر کرده‌اند و تنها در نیمه اول سال ۲۰۰۷، شرکت‌ها ۱۱ میلیارد دلار از این اوراق منتشر کرده‌اند. رشد انتشار اوراق صکوک در سال‌های اخیر به گونه‌ای بوده که از کمتر از ۸ میلیارد دلار در سال ۲۰۰۳، به بیش از ۵۰ میلیارد دلار در اواسط سال ۲۰۰۷ رسیده است (نجفی، ۱۳۸۵، ص ۸۳).

بعد از اجرای موفق اندیشه بانکداری بدون ربا در بسیاری از کشورهای اسلامی، اندیشمندان مسلمان به فکر طراحی ابزارهای مالی اسلامی نیز افتادند و برای این منظور مطالعات گسترده‌ای روی عقدهای شرعی و قابلیت آنها برای ابزارسازی صورت گرفت تا بتوان با استفاده از آنها ابزارهای مالی مناسب جهت جایگزینی ابزارهای چون اوراق قرضه که بر قرض با بهره‌وری مبتنی است، طراحی کرد (نجفی، ۱۳۸۵، ص ۸۵).

در ایران نیز ضرورت‌های کنونی، نظام مالی کشور را وادار نمود تا ضمن اندیشیدن به نهادها و ابزارهای جدید، تلاش‌های خود را در این زمینه شدت بخشد. از این روست که در سال‌های اخیر بررسی ابزارهای مالی نوین موضوعیت یافته است. در نتیجه در چند سال

قراردادهای مباحه اجاره و استصناع طراحی شده‌اند (صبری هارون، ۱۹۹۹، ص ۳۰۶).

در نظام‌های مبتنی بر ربا یکی از مهم‌ترین ابزار تأمین مالی فروش اوراق قرضه است، گرچه ابزارهای دیگر چون اوراق سهام عادی و ممتاز نیز در این عرضه جای خود را باز کرده‌اند، همچنان اوراق قرضه باتوجه به اینکه ناشر هیچ‌گونه مسئولیتی در برابر خرید اوراق غیر از پرداخت سود قطعی و مشخص به آنها ندارد، مورد توجه دولت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی است.

نظریه پردازان مسلمان با توجه به حرمت بهره درصدد طراحی ابزارهای جایگزین در بازار مالی اسلامی برآمده و کتاب‌ها و مقاله‌های فراوانی در این باره نگاشته‌اند و مؤسسه‌های مالی در کشورهای اسلامی نیز درصدد اجرایی کردن این ابزارها برآمده‌اند (فطرس و محمودی، ۱۳۸۷، ص ۱۴).

بنابراین یکی از ابزارهای مناسبی که می‌تواند به عنوان اوراق بهادار اسلامی، جایگزین خوبی برای اوراق قرضه باشد، صکوک است. صکوک اوراق بهادار اسلامی است که با درگیر کردن یک دارایی مشخص فیزیکی و به میان آوردن قراردادهایی مانند اجاره و مضاربه منطبق با قانون بانکداری بدون رباست. صکوک جمع کلمه عربی صک

اخیر اوراق قرضه اسلامی که مطابق با احکام اسلامی و به صکوک معروف است، رشد چشمگیری داشته و توسط شرکت‌ها و دولت‌ها طراحی و منتشر شده است. درحالی که هم‌اکنون چندین کشور در زمینه انتشار اوراق صکوک فعال هستند، روند انتشار در سطح شرکت‌ها به سرعت بیشتری نیازمند دارد. (موسویان و کریمی، ۱۳۸۸، ص ۵۶).

متفکران مسلمان در این عرصه نیز کامیاب بوده‌اند. آنان توانسته‌اند با رعایت ضوابط و مقررات شرعی متناسب با نیازهای واقعی جوامع اسلامی انواعی از ابزارهای مالی را طراحی کنند. این ابزارها که برخی بیش از ده سال تجربه علمی دارد و برخی در حد اندیشه است، به سه گروه عمده تقسیم می‌شوند.

گروه نخست، ابزارهای مالی غیر انتفاعی هستند که بر اساس قراردادهای خیرخواهانه اسلامی چون قرضه الحسنه و وقف طراحی شده‌اند.

گروه دوم، ابزارهای مالی انتفاعی با نرخ‌های سودانتظاری هستند که براساس قراردادهای مشارکتی چون شرکت مضاربه مزارعه و مساقات طراحی شده‌اند.

گروه سوم، ابزارهای مالی انتفاعی با نرخ‌های سود معین هستند که براساس

می‌باشد که آن هم معرب واژه چک در زبان فارسی است. در عرف زبان عربی این واژه، حواله، انواع سفته، سند و هر آنچه را که تعهد یا اقراری از آن برداشت شود، در بر می‌گیرد. واژه‌های صک الوکاله به معنای وکالت‌نامه و صک الکفاله به معنای کفالت‌نامه نیز در زبان عربی رواج یافته است. سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی، صکوک را این‌گونه تعریف کرده است: "گواهی‌هایی 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." صکوک انواع مختلفی دارد که سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی، چهارده نوع آن را معرفی کرده است. از بین انواع صکوک تعدادی از آنها مانند صکوک اجاره، مضاربه و استصناع از اهمیت بیشتری برخوردار است و بیشتر مورد استفاده قرار گرفته است. در این مقاله که بحث درباره ابزار بدهی است، فقط صکوک اجاره مورد توجه قرار می‌گیرد.

صکوک اجاره، نوعی صکوک سرمایه‌گذاری است که بیانگر مالکیت واحدهای سرمایه‌گذاری با ارزش برابر از دارایی‌های بادوام فیزیکی هستند که به یک قرارداد اجاره، آن‌طور که در شریعت تعریف شده است، پیوند خورده‌اند. در میان محصولات مالی اسلامی، صکوک اجاره یک محصول متمایز به شمار می‌رود که محبوبیت زیادی بین سرمایه‌گذاران مسلمان به دست آورده است. از طرف دیگر ناشران (دولت‌ها و شرکت‌ها) نیز صکوک اجاره را روش مناسبی برای تجهیز منابع می‌دانند. ایده انتشار صکوک اجاره برای نخستین بار توسط مندر قحف در مقاله معروف وی با عنوان "استفاده از اوراق اجاره دارایی برای پوشش شکاف بودجه" در سال ۱۹۹۷ مطرح شد. با وجود این، انتشار عملی صکوک اجاره برخاسته از دو عامل اساسی است: اولین عامل از تولد ایده‌ای که در درون مؤلفه‌های شریعت می‌باشد، ناشی می‌شود و عامل دوم، افزایش تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار در بازارهای مالی بوده است. ایده تبدیل کردن دارایی‌ها به اوراق بهادار در دهه ۱۹۸۰ در تأمین مالی متعارف رایج شد و در دهه ۱۹۹۰ در ساختارهای مختلف معاملات مالی توسط بانک‌های سرمایه‌گذاری اسلامی مورد

اوراق بهادار (صکوک) تبدیل می‌کند. اوراق صکوک دارای ارزش مساوی هستند و هر یک بیانگر مالکیت مشاع قسمتی از دارایی‌های مورد اجاره می‌باشند. به عبارت دیگر سرمایه‌گذارانی که اقدام به خرید اوراق صکوک می‌نمایند، به نسبت میزان ارزش اوراق خود در مالکیت آن دارایی‌ها به صورت مشاع شریک می‌شوند.

بانی به موجب قرارداد اجاره باید مبلغ اجاره بها را طبق شرایطی که در قرارداد ذکر شده است، در اختیار شرکت ناشر قرار دهد. شرکت ناشر نیز باید اجاره بها را بین دارندگان صکوک تقسیم کند. هنگامی که مدت زمان اجاره به پایان می‌رسد، جریان نقدی حاصل از اجاره بها نیز متوقف می‌شود و مالکیت دارایی‌های مورد اجاره نیز در اختیار دارندگان صکوک است. حال اگر ارزش بازار دارایی‌های مذکور بیش از مبلغ اسمی مندرج در اوراق صکوک باشد، آنگاه دارندگان صکوک پس از اتمام مدت زمان اجاره به فروش دارایی‌ها، سود سرمایه‌ای به دست می‌آورند و در غیر این صورت با زیان سرمایه‌ای مواجه می‌شوند. بنابراین در حالی که درآمد حاصل از اوراق صکوک نسبتاً پایدار و دارای ریسک اندکی است، اما خود اوراق می‌توانند با ریسک کاهش قیمت مواجه

استفاده قرار گرفت. به دلیل چنین تجربه‌ای، متخصصان مالی در بانک‌های اسلامی و نیز علمای دینی تقریباً با ایده تبدیل به اوراق بهادار کردن و نیازهای اجرایی آن آشنا بودند. بنابراین ایده اوراق اجاره دارایی و آشنایی با جزئیات عملیاتی دارایی‌های تبدیل‌شده به اوراق بهادار، منجر به توسعه صکوک اجاره شد.

شیوه تأمین مالی با استفاده از اوراق صکوک اجاره، به صورت خلاصه این‌گونه است: ابتدا شرکتی که احتیاج به نقدینگی دارد (بانی)، یکسری از دارایی‌های خود را که برای اجاره مناسب هستند، انتخاب می‌کند. سپس یک شرکت با مقصد خاص (شرکت ناشر) تأسیس می‌کند. این شرکت با مقصد خاص از لحاظ قانونی دارای یک شخصیت کاملاً مستقل است. بانی دارایی‌های منتخب را به صورت یک سبد دارایی به شرکت با مقصد خاص می‌فروشد، با این توافق که شرکت با مقصد خاص پس از خرید دارایی‌ها مجدداً آنها را در قالب قرارداد اجاره در اختیار بانی قرار دهد. مدت اجاره و همچنین مبلغ اجاره بها با توافق طرفین تعیین می‌شود (فطرس و محمودی، ۱۳۸۷، ص ۱۵).

در مرحله بعد، شرکت ناشر از طریق انتشار اوراق صکوک، دارایی‌های خود را به

شوند. طبیعتاً این موضوع می‌تواند انگیزه سرمایه‌گذاران برای خرید صکوک را کاهش دهد. به همین دلیل معمولاً همراه با اوراق صکوک یک سند اختیار فروش نیز در اختیار سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرد تا در صورت تمایل بتوانند دارایی‌های مربوطه را در زمان انقضای قرارداد اجاره به قیمت اسمی به خود بانی بفروشند.

اختیار فروش، قراردادی است که صاحب اختیار(خریدار اختیار فروش) پس از پرداخت مبلغی مشخص به فروشنده اختیار، این حق را پیدا می‌کند که تا زمان مشخص، دارایی مشخص را با کیفیتی مشخص و با قیمتی مشخص، اگر بخواهد به فروشنده اختیار بفروشد. فروشنده اختیار فروش تا زمانی که خریدار اختیار فروش حق خود را اجرا نکرده، هیچ تعهدی در این قرارداد ندارد. زمانی که خریدار اختیار فروش حق خود را اجرا نماید، فروشنده اختیار فروش اجبار دارد که تعهد را طبق قرارداد انجام دهد. به عبارتی دیگر خریدار اختیار فروش دارای یک حق است و فروشنده اختیار فروش در زمان اجرای این حق دارای تعهد می‌شود، یعنی این قرارداد یک نوع تعهد احتمالی برای فروشنده اختیار فروش تلقی می‌شود. ولی همان‌طور که گفته شد، در انتشار اوراق صکوک، بهتر است برگه

اختیار فروش به صورت رایگان در اختیار خریدار قرار گیرد، تا انگیزه‌ای برای خرید اوراق باشد.

همچنین برای تبدیل دارایی به اوراق بهادار از طریق انتشار صکوک، گام اول این است که دارایی‌های واجد شرایط از شرکت اصلی جدا شده و به شرکت ناشر منتقل شود، زیرا شرکت ناشر معمولاً یک شرکت با مسئولیت محدود است و با انتقال دارایی به شرکت ناشر کلیه ریسک‌های مربوط به دارایی از شرکت اصلی دور شده و به شرکت ناشر منتقل می‌شود و همچنین دارندگان صکوک نیز مطمئن می‌شوند که کلیه حقوق مربوط به دارایی متعلق به آنهاست و هیچ شخص دیگری نسبت به آن ادعایی ندارد. اما اگر این دارایی در ترازنامه شرکت اصلی وجود داشته باشد و به شرکت ناشر منتقل نشود، آنگاه طلبکاران نیز ممکن است نسبت به آن ادعا داشته باشند(فطرس و محمودی، ۱۳۸۷، ص ۱۳).

۵. ویژگی‌ها و محدودیت‌های اوراق بهادار اسلامی، تفاوت‌ها و شباهت‌های آن با اوراق قرضه

همان‌طور که مشخص است، اوراق صکوک اجاره بر اساس قرارداد اجاره تعریف شده است، به همین دلیل با شناخت بیشتر

از قرارداد اجاره، می‌توان شناخت بهتری از اوراق صکوک اجاره و ویژگی‌های آن به دست آورد. برخی از ویژگی‌های قرارداد اجاره به این شرح است:

۱. قرارداد اجاره در مورد فروش دارایی مورد اجاره، برای موجر (اجاره‌دهنده) محدودیتی به وجود نمی‌آورد. یعنی موجر می‌تواند دارایی را بفروشد، بدون اینکه به قرارداد اجاره خللی وارد شود، زیرا اجاره از عقود لازم است و با فروش باطل نمی‌گردد. اگر فروش پس از اجاره واقع شود، اجاره باطل نمی‌شود، چون فروش منافاتی با اجاره ندارد، زیرا اجاره به منافع تعلق می‌گیرد و فروش به خود مال. هر چند در صورت امکان هنگام فروش، منافع نیز به دنبال فروش خود مال منتقل می‌شود. در اینجا، نکته این است که خریدار از وقوع اجاره مطلع باشد. همچنین افرادی که در مالکیت یک دارایی شریک هستند، هر طور که بخواهند، به صورت فردی یا جمعی می‌توانند دارایی خود را به مالکان جدید بفروشند. با توجه به این ویژگی، مشخص است که صکوک اجاره را می‌توان در بازار ثانویه معامله کرد، که این بازار ثانویه می‌تواند بازار بورس یا بازار فرابورس باشد. همچنین شرکت ناشر اوراق

صکوک می‌تواند اوراق را پیش از موعد سررسید، به قیمت بازار بازخرد کند.

۲. در قرارداد اجاره، اجاره‌بها می‌تواند به صورت هفتگی، ماهانه، سالانه و یا به هر شکل دیگر که مورد توافق طرفین است پرداخت شود. به همین دلیل سود صکوک هم می‌تواند در هر فاصله زمانی مورد توافق، پرداخت شود.

۳. برای مدت زمان اجاره هیچ محدودیتی وجود ندارد. قرارداد اجاره می‌تواند تا زمانی که یک دارایی وجود دارد، ادامه یابد. به همین دلیل صکوک اجاره می‌تواند کوتاه‌مدت، میان‌مدت و یا بلندمدت تعریف شود.

۴. لزومی ندارد که اجاره‌بها حتماً به صورت وجه نقد پرداخت شود، بلکه هر نوع کالا یا دارایی مالی دیگر نیز می‌تواند با توافق طرفین به عنوان اجاره‌بها پرداخت شود. این ویژگی جالب قرارداد اجاره، افقی وسیع پیش روی سیاست‌های مالی می‌گشاید، چون می‌توان به جای سود، طبق توافق طرفین و با فرآیند معین، اوراق صکوک را تبدیل به سهام کرد. این موضوع برای شرکت‌هایی که حاضرند برای تأمین مالی، قسمتی از دارایی‌های خود را واگذار کنند، ولی همچنان همه مدیریت را در اختیار داشته باشند،

اهمیت بیشتری می‌یابد (فطرس و محمودی، ۱۳۸۷، ص ۱۲).

حال می‌توان به تفاوت‌های بین صکوک اجاره و اوراق قرضه متعارف اشاره کرد:

۱. اوراق صکوک اجاره، سند سرمایه‌گذاری مشاع می‌باشد و همانند اوراق قرضه سند استقراض بین قرض‌دهنده و قرض‌گیرنده نیست. در صکوک اجاره سود به‌دست آمده از اوراق کاملاً معین و قطعی است، و این موضوع هم اشکال شرعی ایجاد نمی‌کند، چون سود تقسیم‌شده، سود ناشی از سرمایه‌گذاری مشاع در خرید یک دارایی و اجاره دادن آن است و همانند اوراق قرضه سود تقسیم‌شده، بهره ناشی از قرض دادن پول نیست که حرمت شرعی داشته باشد.

۲. اعتبار اوراق قرضه به اعتبار صادرکننده یا 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.

۳. فروش صکوک در بازار ثانویه فروش سند مالکیت یک دارایی است، اما فروش اوراق قرضه فروش سند بدهی است.

۴. در صکوک امکان افزایش ارزش دارایی فیزیکی و در نتیجه افزایش ارزش خود ورقه صکوک وجود دارد، در حالی که

اصل بدهی در اوراق قرضه قابلیت افزایش ندارد. همچنین در صکوک امکان کاهش ارزش دارایی فیزیکی و در نتیجه کاهش ارزش ورقه صکوک وجود دارد، ولی همان‌گونه که گفته شد، این خطر با دادن یک اختیار فروش به خریدار اوراق از بین می‌رود. یعنی در هنگام سررسید اوراق، اگر قیمت دارایی کاهش یافته بود، شرکت بانی موظف است اوراق را به قیمت اسمی اولیه (یا هر قیمتی که در اختیار فروش توافق شده است) بازخرد کند.

همچنین صکوک اجاره و اوراق قرضه ویژگی‌های مشترکی دارند که مهم‌ترین آنها عبارت‌اند از:

۱. اوراق صکوک اجاره همانند اوراق قرضه، قابلیت معامله و نقدشوندگی در بازار ثانویه و قابلیت باز خرید دارند.

۲. این اوراق همانند اوراق قرضه به وسیله مؤسسات رتبه‌بندی، درجه‌بندی اعتباری می‌شوند.

تأمین مالی توسط صکوک اجاره، ویژگی‌های دیگری نیز دارد: صکوک نقدینگی شرکت بانی را افزایش می‌دهد، چون دارایی‌های با نقدینگی پایین را به سرعت و با هزینه کم به نقدینگی تبدیل می‌کند، که این یک مزیت محسوب می‌شود. همچنین با

اینکه قسمتی از دارایی‌ها از شرکت جدا می‌شود، ولی باز امکان استفاده از آن وجود دارد و در آخر اینکه صکوک با فرآیند تبدیل دارایی به اوراق بهادار به توسعه بازار سرمایه کمک شایانی می‌کند.

همه تعاریف و ویژگی‌های گفته‌شده در بالا بیانگر این است که اوراق صکوک و به ویژه صکوک اجاره می‌تواند ابزار مناسبی برای فرآیند تأمین مالی و تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها، در همه کشورها به ویژه کشورهای اسلامی باشد. برخی کشورهای اسلامی مانند بحرین، مالزی، قطر، امارات و عربستان و برخی کشورهای غیر اسلامی مانند آلمان و انگلستان چندین سال است که از صکوک در بازار مالی خود بهره می‌گیرند. مطالعه و بررسی عملکرد این کشورها که پیش از ما از این ابزار مالی استفاده کرده‌اند، می‌تواند اطلاعات مفیدی در اختیار قرار دهد. بنابراین تاریخچه خلاصه‌ای از انتشار این اوراق بیان می‌شود (فطرس و محمودی، ۱۳۸۷، ص ۱۴).

برخی از مزایای انتشار اوراق صکوک را می‌توان به شرح زیر بیان نمود:

- صکوک نقدینگی بانوی را افزایش می‌دهد.

- دارایی‌هایی که نقدینگی پایینی دارند و یا غیرنقد هستند، از ترازنامه خارج می‌شوند و وجوه نقد جایگزین آن می‌شود.

- با اینکه قسمتی از دارایی‌ها از شرکت بانوی جدا می‌شود، اما با این حال باز هم بانوی می‌تواند از دارایی‌ها استفاده کند.

- از آنجا که صکوک با پشتوانه دارایی منتشر می‌شود، لذا دارای ریسک کمتر است و هزینه تأمین مالی را نیز کاهش می‌دهد. یک راه دیگر کاهش هزینه تأمین مالی استفاده از افزایش اعتبار است.

- صکوک با فراهم کردن امکان تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار به توسعه بازار سرمایه کمک می‌کند.

- چنانچه برای دادوستد اوراق صکوک یک بازار ثانویه فراهم می‌شود، آنگاه قابلیت نقدشوندگی این اوراق هم افزایش می‌یابد (موسویان و کریمی، ۱۳۸۸، ص ۵۶).

در مقابل می‌توان به برخی محدودیت‌های این اوراق اشاره نمود، از جمله:

- فقدان بازارگردان و در نتیجه، کاهش نقدشوندگی بازار ثانویه؛

- فقدان معیارهای مناسب ارزیابی پرتفوی سرمایه‌گذاری متشکل از ابزارهای مالی اسلامی؛

- عدم کفایت حجم بازار اولیه و در نتیجه کمتر بودن رونق بازار ثانویه در مقایسه با سایر بازارهای مالی جهان؛

- عدم اطلاع کافی بازارها و سرمایه‌گذاران غربی از تنوع و ویژگی‌های ابزارهای مالی اسلامی (باباقادری و فیروزی، ۱۳۸۶، ص ۵۱).

۶. اوراق بهادار اسلامی، ابزاری جهت ارتقاء کارآیی بانکداری بدون ربا

هنگامی که یک ابزار جدید مالی در یک محیط اقتصادی خاص معرفی می‌شود، برای موفقیت احتیاج به عواملی دارد. این عوامل موفقیت عبارت‌اند از: قانونی بودن، کارا بودن و مقبول واقع شدن. برای اینکه بینیم آیا اوراق صکوک اجاره در ایران می‌تواند موفق باشد و به عنوان یک ابزار مناسب مالی مورد استفاده قرار گیرد، باید این عوامل را مورد مطالعه قرار دهیم.

آیا صکوک اجاره مطابق با قانون بانکداری بدون رباست؟ همان‌گونه که در قسمت‌های قبل بیان شد، این اوراق بدون هیچ‌گونه شبهه ربوی بودن منتشر می‌شود و کاملاً منطبق با قانون بانکداری بدون ربا و در نتیجه شرع می‌باشد و تاکنون نیز هیچ‌گونه

اشکال شکلی یا محتوایی به این اوراق وارد نشده است.

این پرسش می‌تواند مطرح شود که آیا این اوراق مورد توجه مردم و بنگاه‌های اقتصادی قرار می‌گیرد. با توجه به بازدهی مناسب و قطعی بودن سود و نقدشوندگی بالای آن در صورت تشکیل بازار ثانویه و نداشتن هیچ‌گونه شبهه غیر شرعی بودن، این اوراق می‌تواند مورد توجه عموم مردم و به ویژه سرمایه‌گذاران خرد خطرگریز قرار گیرد. ضمن اینکه اوراق صکوک همانند اوراق قرضه متعارف قابلیت رتبه‌بندی اعتبار به وسیله مؤسسات رتبه‌بندی بین‌المللی را دارند. از این رو، به راحتی قابلیت انتشار در بازارهای بین‌المللی را نیز دارا می‌باشند.

در مورد استقبال بنگاه‌های خواهان تأمین مالی از این اوراق نیز می‌توان گفت با توجه به کم‌هزینه بودن و باز خرید نکردن این اوراق قبل از زمان سررسید، استقبال خوبی از این اوراق صورت خواهد گرفت. ضمن اینکه انتشار اوراق بهادار، از جمله صکوک اجاره، سبب می‌شود که شرکت مربوطه با شرکای جدید روبه‌رو نباشد و در مقابل پولی که از طریق فروش صکوک به دست می‌آورد، ملزم نیست که دیگران را در حوزه مدیریت خود دخالت دهد. همچنین، در مواردی از قوانین

اوراق مشارکت نیست که نقدشوندگی بالایی داشته باشد و به همین دلیل ابزار کارآتری برای کنترل نقدینگی است. همچنین بانک مرکزی خود نمی‌تواند اقدام به انتشار اوراق صکوک کند و فقط می‌تواند اوراق صکوک دولتی را خرید و فروش کند که از این جهت هم انحرافی که در اوراق مشارکت اتفاق افتاده است، دیگر روی نخواهد داد.

به علاوه، صکوک می‌تواند ابزاری کارا برای سرمایه‌گذاری باشد. رفتار قیمتی صکوک متفاوت از اوراق قرضه متعارف است، به همین دلیل اگر در یک سبد سرمایه‌گذاری قرار گیرد، هم به دلیل تنوع‌سازی و هم به دلیل رفتار قیمتی متفاوت، ریسک را کاهش می‌دهد. این موضوع مورد نظر همه سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرد. همچنین، اوراق صکوک وسیله‌ای مناسب و در دسترس برای هدایت نقدینگی سرگردان جامعه به سوی سرمایه‌گذاری مولد است (نجفی، ۱۳۸۵، ص ۴۸).

۷. بررسی ریسک اوراق بهادار اسلامی

مهم‌ترین ریسک‌هایی را که دارندگان این اوراق با آن مواجه هستند، می‌توان به صورت زیر بیان کرد:

کشورهای مختلف، بهره‌های پرداختی به صاحبان اوراق بهادار شرکت، جزو هزینه‌های شرکت محسوب می‌شود و از درآمدهای آن کسر می‌شود. در نتیجه، مالیات پرداختی شرکت کمتر خواهد بود. در زمینه استقبال سهامداران شرکت‌های حاضر در بورس برای انتشار اوراق صکوک نیز می‌توان گفت: تا زمانی که نرخ سودآوری شرکت در مقابل سرمایه مورد استفاده آن، از نرخ بهره اوراق صکوک بیشتر باشد، استفاده از رویه انتشار اوراق صکوک برای تأمین مالی، سود شرکت را افزایش می‌دهد، بنابراین در صورتی که از دیدگاه سهامداران، انتشار اوراق صکوک با شرایط یادشده، خطری را برای شرکت در برداشته باشد، ارزش سهام شرکت در بازار رو به فزونی می‌گذارد و به دنبال آن ارزش بازاری شرکت افزایش می‌یابد. این موضوع، مورد علاقه و خواست سهامداران می‌باشد.

آیا این اوراق از نظر اقتصادی کارا است؟ این پرسش از جهات گوناگون قابل بررسی است. نخست اینکه صکوک می‌تواند ابزاری کارا برای کنترل نقدینگی باشد. بانک مرکزی می‌تواند در عملیات بازار باز به خرید و فروش اوراق صکوک منتشرشده دولت پردازد. به نظر می‌رسد که این کار مناسب‌تر از انتشار اوراق مشارکت باشد، زیرا صکوک همانند

- ریسک جمع‌آوری وجوه نقد به میزان لازم جهت خرید دارایی: ممکن است وجوه مورد نیاز جهت خرید دارایی به میزان کافی در زمان پذیره‌نویسی به‌دست نیاید.

- ریسک عدم فروش کالا به واسطه: ممکن است پس از جمع‌آوری وجوه توسط واسطه، بانی دارایی خود را به واسطه نفروشد. - ریسک عدم اجاره کالا توسط مصرف‌کننده: ممکن است بانی دارایی را اجاره ننماید.

- ریسک از بین رفتن کلی یا جزئی دارایی: چنانچه دارایی در مدت زمان اجاره تلف شود یا هزینه‌هایی داشته شود، سرمایه‌گذاران با ریسک مواجه خواهند شد. به عبارت دیگر چنانچه به دارایی مورد اجاره در فرآیند انتشار اوراق صکوک به هر دلیل خسارتی وارد آید، آنگاه از ارزش آن دارایی کاسته شده و در نتیجه دارندگان صکوک متضرر می‌شوند.

- ریسک عدم پرداخت به موقع اجاره بها: در صورتی که مستاجر (بانی) اجاره بها را در موعدهای مقرر به سرمایه‌گذاران پرداخت ننماید، سرمایه‌گذاران با ریسک مواجه خواهند شد.

- ریسک کاهش قیمت دارایی: اگر اوراق از نوع اجاره عادی باشد، سرمایه‌گذاران در

پایان مدت قرارداد، مالک دارایی خواهند شد. در صورتی که در پایان مدت قرارداد قیمت روز دارایی (ارزش اسقاط) کاهش یافته باشد، سرمایه‌گذاران متضرر خواهند شد (موسویان و کریمی، ۱۳۸۸، ص ۵۶).

۸. چالش‌های بازار اوراق بهادار اسلامی و راهکارهای مقابله با آن

برای رشد و توسعه بازار صکوک در سراسر دنیا احتیاج به زیرساخت‌های توسعه‌یافته و علاوه بر آن هماهنگی بیشتر کشورهای اسلامی در یکسان‌سازی ساختار صکوک بین‌المللی و مطابق با شریعت است. با وجود هماهنگی‌های به وجود آمده توسط بحرین و مالزی، اما همچنان این بازار با محدودیت‌ها و چالش‌هایی روبه‌روست که در ادامه اشاره می‌کنیم.

- نبود بازار پول بین‌المللی؛

- کمبود مهندسی مالی و نوآوری در ابزارهایی برای پوشش ریسک؛

- کمبود مؤسسات مالی متنوع برای یکی کردن چارچوب‌ها و مقررات؛

- ضعف قوانین و مقررات استاندارد در انتشار صکوک؛

ابزارهای مهم این کار استفاده از اوراق قرضه می‌باشد. اوراق قرضه در ایران به دلایل شرعی و قانونی نمی‌تواند مورد استفاده قرار گیرد، بنابراین باید جایگزین‌هایی برای آن یافت. یکی از این جایگزین‌های مورد استفاده اوراق مشارکت است که نقایص و کاستی‌های آن به اختصار مشخص گردید و گفته شد که یکی از جایگزین‌های دیگر که می‌تواند مورد استفاده قرار گیرد، اوراق صکوک و به ویژه صکوک اجاره می‌باشد. این اوراق نیز معرفی و ویژگی‌های آن و همچنین تاریخچه‌ای از استفاده این اوراق به وسیله سایر کشورها بیان شد. نتایج به دست‌آمده در این مطالعه نشان می‌دهد که:

۱. صکوک ابزاری جدید، آزمون‌شده و مناسب برای فرآیند تأمین مالی، هم برای شرکت‌های دولتی و هم برای شرکت‌های غیر دولتی است.
۲. صکوک می‌تواند به عنوان ابزاری مکمل و یا جانشین اوراق مشارکت برای کنترل نقدینگی باشد.
۳. صکوک ابزاری قانونی، مقبول و کاراست که امکان به‌کارگیری آن در ایران فراهم است، هر چند احتیاج به فراهم کردن زیرساخت‌هایی دارد که به طور خلاصه عبارت‌اند از:

- مقررات مالیاتی و استنباط‌های بسیار سختگیرانه قوانین اوراق بهادار در سطح جهان؛

- کوچک بودن حجم بازار ثانویه صکوک و نقدشوندگی نسبتاً پایین آن؛

برای مؤثر بودن یک ابزار جدید اسلامی از لحاظ عملیاتی و پذیرش عموم سرمایه‌گذاران و موفقیت در عمل، می‌توان نکات زیر را در نظر گرفت.

- انطباق با قوانین شریعت اسلام؛
- تناسب ریسک و بازده در مقایسه با ابزارهای موجود در جهان؛
- نقدشوندگی بالا؛
- هزینه معاملاتی پایین؛
- تضمین‌های دولتی؛
- شفافیت اطلاعاتی در بازارهای اسلامی و رعایت قوانین؛
- توجه به طراحی ساختار مناسب و استاندارد؛
- وجود مؤسسات بیمه و رتبه‌بندی بین‌المللی؛

فرجام

در این مطالعه بیان شد که سرمایه و نحوه تأمین آن یکی از مباحث مهم اقتصاد مالی و یکی از راه‌های تأمین مالی تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌هاست که یکی از

الف) استاندارد کردن دارایی‌های مورد استفاده در صکوک و فرآیند ارزیابی آنها؛

ب) تسهیل امور مربوط به انتشار و رتبه‌بندی اوراق صکوک و ایجاد مؤسسات رتبه‌بندی؛

ج) ایجاد بازار ثانویه مناسب برای خرید و فروش اوراق صکوک و تسهیل نقدشوندگی آنها.

۴. دولت می‌تواند با یک برنامه‌ریزی مناسب و با زمینه‌سازی برای استفاده از این ابزار جدید مالی، گام مهمی در اجرای قانون بانکداری بدون ربا بردارد. همچنین استفاده از این ابزار جدید مالی می‌تواند برطرف‌کننده بسیاری از مشکلات مربوط به تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی باشد، که همه این موارد از وظایف ذاتی دولت اسلامی برای نیل به توسعه‌ای پایدار می‌باشد.

۵. در سیستم مالی اسلامی بدون این که اصول و موازین اسلامی هیچ‌گونه محدودیتی اعمال کنند، می‌توان همانند سیستم‌های مالی کشورهای غربی به فعالیت پرداخت. همچنین می‌توان ابزارهای مالی طراحی کرد که با اصول اسلامی همخوانی داشته باشند.

۶. ممنوعیت ربا و بهره باعث از دور خارج شدن بسیاری از ابزارهای مشتقه و

ابزارهای مالی شده است، اما ابزارهای مالی اسلامی جایگزین مناسبی برای ابزارهای مالی غربی می‌باشند. با توسعه ابزارهای مالی اسلامی از یک سو می‌توان فرهنگ اسلامی را در سایر جوامع اشاعه داد و از سوی دیگر می‌توان مردم را به دادوستد و مبادله با استفاده از ابزارهای مالی مورد علاقه‌شان ترغیب نمود. به این ترتیب وجوه نقد بلا استفاده کمتر شده، سرعت گردش وجوه نقد در اقتصاد کشور بالا رفته و با توجه به سایر مزایای حجم مبادلات بالا و سرعت زیاد گردش وجوه نقد، رشد و شکوفایی در اقتصاد حاصل می‌شود. نهایتاً زمانی که اقتصاد یک جامعه رو به پیشرفت باشد، به طور مستقیم در فرهنگ جامعه نیز تأثیر مثبت خواهد داشت و به این شیوه می‌توان استدلال کرد که ممنوعیت بهره، نه تنها مانع توسعه ابزارهای مالی اسلامی نیست، بلکه زمینه‌ساز آنها می‌باشد و توسعه ابزارهای مالی اسلامی نیز جامعه را به سمت رشد و توسعه هدایت می‌کنند.

منابع فارسی و عربی

۱. البراوی، شعبان محمد سلام، (۱۴۲۳ق)، *بورسه الاوراق المالیه من منظور اسلامی*. دمشق، دارالفکر.
۲. الحائری، سیدکاظم، (۱۴۲۳)، *فقه العقود*. مجمع الفکر الاسلامی محرم الحرام.

۳. بابا قادری، آزاده و اعظم فیروزی، (۱۳۸۶)، **صکوک**، رایج‌ترین ابزار تأمین مالی اسلامی: ساختار فرایند طراحی و چالش‌های پیش رو.
۴. بجنوردی، محمدحسن، (۱۳۷۷)، **قواعد فقهیه ۳**، نشر هادی، چاپ اول، قم.
۵. پهلوان، حمید و سید روح‌اله رضوی، (۱۳۸۶)، **اوراق صکوک**، تعریف، انواع و ساختار، مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار.
۶. جواهری، حسن، (۱۴۰۸ ق)، **الربا فقهیا و اقتصادیا**، دار المرتضی، بیروت.
۷. جهان‌خانی، علی و علی پارساییان، (۱۳۷۴)، **بورس اوراق بها دار**، انتشارات دانشکده مدیریت دانشگاه تهران.
۸. خادمی گراشی، مهدی، (۱۳۸۸)، **همه چیز درباره سهام**، شرکت اطلاع رسانی بورس، دوم.
۹. خامنه‌ای، سید علی، (۱۳۸۱)، **رساله اجوبه استفتائات**، انتشارات بین‌المللی الهدی.
۱۰. درخشان، مسعود، (۱۳۸۳)، **مشتقات و مدیریت ریسک در بازارهای نفت**، تهران مؤسسه مطالعات بین‌المللی انرژی، چاپ اول.
۱۱. رضایی، مجید، (پاییز ۱۳۸۲)، **بررسی فقهی ابزارهای مالی مشتقه**، **مجله اقتصاد اسلامی**.
۱۲. سروش‌اباذر، (۱۳۸۶)، **بررسی اوراق صکوک اجاره**، مجله بورس.
۱۳. صالح آبادی، علی، (۱۳۸۵)، **بازارهای مالی اسلامی**، انتشارات دانشگاه امام صادق (ع)، اول.
۱۴. صانعی، یوسف، (۱۳۸۳)، **توضیح المسائل**، نشر میثم تمار.
۱۵. صبری هارون، محمد؛ (۱۹۹۹م)، **احکاماً لأسواق المالیه**، اردن، دارالنفائس.
۱۶. عبدالحمید الرضوان، سمیر، (۱۳۸۲)، **اسواق الاوراق المالیه**، قاهره المعهد العالمی للفکر الاسلامی الطبعه الاولی.
۱۷. عبدالعظیم الاحمدی، (۱۹۹۶م)، **التعامل فی اسواق العملات الدولیه**، القاهره المعهد العالمی للفکر الاسلامیه.
۱۸. عصمت پاشا، عبیداله، (بهار ۱۳۸۲)، **فلسفه و سیر تکاملی ابزارهای مالی مشتقه و دیدگاه‌های فقهی**، ترجمه علی صالح‌آبادی، **فصلنامه تخصصی اقتصاد اسلامی**، شماره ۹.
۱۹. فنایی، سید مجتبی، (۱۳۸۸)، **خودآموز بورس**، شرکت اطلاع رسانی بورس، اول.
۲۰. فطانت، محمد و ابراهیم آقاپور، (۱۳۸۰)، **اوراق اختیار معامله**، در بازار سرمایه ایران، تهران مؤسسه تحقیقات پولی و بانکی چاپ اول.
۲۱. فطرس، محمد حسن و حسین محمودی، (۱۳۸۷)، **صکوک، ابزاری مناسب برای جانشینی اوراق قرضه**، همایش اقتصاد اسلامی و توسعه.
۲۲. فیاض، عطیه، (۱۴۱۹ق)، **التطبیقات المصرقیه لیبیع المرابحه فی ضوء الفقه الاسلامی**، القاهره، دارالنشر للجامعات، مصر.
۲۳. کمال محمد، یوسف، (۱۴۱۸ق)، **مصطلحات الفقه المالیه المعاصر، معاملات السوق**، القاهره، المعهد العالمی الاسلامی، الطبعه الاولی.
۲۴. گلریز حسن، (۱۳۷۴)، **بورس اوراق بهادار**، تهران، امیرکبیر.
۲۵. مروارید، علی اصغر، (۱۴۱۰)، **سلسله ینابیع الفقیهه**، بیروت، مؤسسه فقه الشیعیه.
۲۶. مطهری، مرتضی، (۱۳۶۰)، **اسلام و مقتضیات زمان**، تهران، صدرا.

۲۷. معصومی نیا، غلامعلی، (۱۳۸۷)، *ابزارهای مشتقه*، پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، چاپ اول.
۲۸. مکارم شیرازی، ناصر، (۱۳۷۹ش)، *قواعد فقهیه*، قم، مدرسه الامام امیرالمؤمنین (ع)، چاپ پنجم.
۲۹. موسویان، سید عباس و مجتبی کریمی، (۱۳۸۸)، *بررسی فرایند تأمین مالی از طریق انتشار اوراق اجاره (صکوک اجاره)*، دومین کنفرانس بین المللی توسعه نظام تأمین مالی در ایران.
۳۰. موسویان، سیدعباس، *احکام فقهی اوراق بهادار*، رساله سطح چهار حوزه قم.
۳۱. موسویان، سیدعباس، (۱۳۸۳)، *بانکداری اسلامی*، تهران، پژوهشکده پولی و بانکی.
۳۲. موسویان، سید عباس، (فروردین ۱۳۸۶)، *اوراق بهادار (صکوک اجاره)*، همایش بین المللی ابزارهای نوین مالی در نظام بانکداری اسلامی.
۳۳. مؤمن القمی، محمد، (۱۴۱۷ق)، *کلمات سدیدیه فی مسایل جدیدیه*، قم مؤسسه النشر الاسلامی، الطبعة الاولى.
۳۴. نجفی، شیخ محمدحسن، *جواهر الکلام فی شرح شرایع الاسلام*، تهران، دارالکتب الاسلامیه، ج ۲۲-۲۳.
۳۵. نجفی، مهدی، (۱۳۸۵)، *بررسی فرآیند تأمین مالی از طریق انتشار اوراق صکوک*، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده معارف اسلامی و مدیریت دانشگاه امام صادق (ع).
۳۶. یسری احمد، عبدالرحمن، (۲۰۰۱)، *قضايا الاسلامیه المعاصره فی النقود والبنوک والتمویل*، مصر، دار الجامعیه.