

بررسی اوراق وکالت دولتی مالزی و ارائه الگویی بومی برای اقتصاد ایران

تاریخ دریافت: ۱۳۹۷/۰۱/۲۰

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۷/۰۸/۲۶

وهاب قلیچ *

چکیده

اوراق وکالت از جمله ابزارهای مالی اسلامی که به دلیل کارایی و انعطاف پذیری بالایی که دارد مورد توجه کشورهای اسلامی از جمله مالزی قرار گرفته است. اوراق وکالت دولتی بین‌المللی مالزی از جمله مهم‌ترین اوراقی است که دولت مالزی جهت تأمین مالی خود منتشر می‌کند و با استقبال زیادی از سوی خریداران از سراسر جهان مواجه شده است؛ این در حالی است که توجه اساسی به این اوراق و الگوسازی آن برای اقتصاد ایران تاکنون در مطالعات داخلی مدنظر قرار نداشته است.

این پژوهش با استفاده از روش تحلیلی-توصیفی و مطالعه میدانی، ضمن معرفی نمونه‌ای از اوراق وکالت دولتی مالزی، به این پرسش پاسخ می‌دهد که ابعاد، ارکان و ساختار عملیاتی این اوراق از چه محدودیت‌هایی برخوردار است و الگویی تکمیلی و بومی شده و متناسب با فقه امامیه از آن برای اجرا در اقتصاد ایران چیست؟ نتایج پژوهش، محدودیت‌های نمونه اوراق وکالت دولتی مالزی بنا به ملاحظات فقه اهل تسنن را معرفی می‌کند؛ همچنین این مطالعه نشان می‌دهد که می‌توان با استفاده از ظرفیت‌های فقه امامیه، الگوی مذکور را توسعه بخشید و جهت تأمین مالی دولت ایران مورد بهره‌برداری قرار داد.

واژگان کلیدی: تأمین مالی، اوراق وکالت، اجاره، مرابحه، دولت.

طبقه‌بندی JEL: Z12, E22, G15, G11

۱۸۳

فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی / سال هجدهم / شماره ۷۲ / زمستان ۱۳۹۷

مقدمه

تنوع و کارآمدی ابزارهای مالی اسلامی موجب اقبال گسترده دولت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی به استفاده از آن با هدف تأمین مالی چه از نوع تأمین نقدینگی و سرمایه در گردش و چه از نوع تأمین دارایی و کالا و خدمات شده است. اوراق بهادار اسلامی (صکوک) زمینه‌ای برای به‌کارگیری ابزارهای تأمین مالی با شرایط منطبق با موازین شریعت است.

یکی از انواع اوراق بهادار اسلامی که در چند سال اخیر مورد توجه زیادی قرار گرفته است اوراق وکالت است. سهم این اوراق در میان اوراق بین‌المللی، قبل از ۲۰۱۰ میلادی به‌طور متوسط ۱۴ درصد بوده (Sheikh, 2016, p.20). این سهم از ژانویه ۲۰۱۰ تا دسامبر ۲۰۱۵ به ۴۳ درصد، از ژانویه ۲۰۱۶ تا دسامبر ۲۰۱۶ به ۷۵ درصد و از ژانویه ۲۰۱۷ تا دسامبر ۲۰۱۷ به ۵۱ درصد رسیده است (IIFM, 2018, pp.48-49)؛ همچنین در خصوص اوراق وکالت با ناشر دولتی، سهم این اوراق نسبت به سایر اوراق دولتی دیگر برای دوره ژانویه ۲۰۰۱ تا دسامبر ۲۰۱۷ معادل ۷۵ درصد بوده است که تنها در حدفصل ژانویه ۲۰۱۷ تا دسامبر این سال، این سهم به ۹۲ درصد می‌رسد (IIFM, 2018, p.51).

در این راستا دولت مالزی جهت تأمین مالی خود در سال ۲۰۱۱ اوراق وکالت دولتی به حجم دو میلیارد دلار را در دو سررسید پنج و ده سال منتشر کرد. این اوراق که بزرگ‌ترین اوراق دولتی این کشور در بازارهای بین‌المللی به ارزش دلار تا آن روز بوده است از بیع، اجاره، مباحه و تورق در بخش سرمایه‌گذاری استفاده نموده و شدیداً مورد استقبال خریدارانی از سراسر جهان مواجه شده است.

با توجه به انعطاف‌پذیری و کارکرد مناسب اوراق وکالت و ضرورت الگوگیری از تجربه موفق کشورهای جهان برای بازطراحی و بومی‌سازی ابزارهای کارآمد مالی اسلامی برای اقتصاد ایران، این پژوهش با استفاده از روش تحلیلی - توصیفی به این پرسش پاسخ می‌دهد که ابعاد، ارکان و ساختار عملیاتی این اوراق نمونه از چه محدودیت‌هایی برخوردار است و الگویی تکمیلی، بومی‌شده و متناسب با فقه امامیه از آن برای اجرا در اقتصاد ایران

چيست؟ از اين رو در ادامه پس از معرفي سابقه پژوهش، معرفي اجمالي از اوراق وکالت و احکام و ضوابط آن طرح مي‌شود. سپس نمونه‌اي از اوراق بين‌المللي وکالت دولتي مالزي به عنوان يک الگوي موفق جهاني از حيث ابعاد، ارکان و ساختار عملياتي معرفي مي‌شود. تحليل و بررسي اين اوراق بخش ديگري از اين پژوهش را شکل مي‌دهد؛ در اين بخش سعي مي‌شود به محدوديت‌هاي موجود در اين اوراق اشاره شود و ظرفيت‌هاي مناسب فقه اماميه در افزايش انعطاف‌پذيري آن مورد طرح و بررسي قرار گيرد. ارائه الگوي پيشنهادي اوراق وکالت با استفاده از چهار دسته از ابزارهاي مالي منطبق با موازين شرعي فقه اماميه و بيان مزايای اين الگوي پيشنهادي، بخش پاياني اين پژوهش را شکل مي‌دهد.

پيشينه تحقيق

۱۸۵

فدایی واحد و صفایی (۱۳۹۰) در مقاله «صکوک وکالت؛ ابزاري برای تأمين مالي با رويکرد کاهش ريسک» بيان مي‌کنند که نیازهاي روزافزون کشور به ابزارهاي مالي منطبق با شريعت از يک سو و نیاز مديران مالي به اختيارات بيشتري در زمينه انتخاب فرصت‌هاي سرمايه‌گذاري کوتاه‌مدت و بلندمدت با استفاده از اين ابزارها و تشکيل پرتفويي برای کاهش ريسک غير سيستماتيک سرمايه‌گذاري از سوي ديگر، لزوم ارائه ابزارهاي جديد تأمين مالي که از محدوديت نسبي کمتری در زمينه سرمايه‌گذاري برخوردار باشند، احساس مي‌شود. ايشان اوراق وکالت را به عنوان ابزاري موفق در متنوع‌سازي دارايي‌ها و مديريت و کاهش ريسک شرکت‌ها معرفي مي‌نمايند.

موسويان و همکاران (۱۳۹۱) در مقاله «اوراق بهادار (صکوک) وکالت؛ ابزاري مناسب برای تأمين مالي صنعت پتروشيمي» با ذکر اهميت صنعت پتروشيمي در توسعه اقتصادي کشورها، نیاز به تأمين مالي اين صنعت را مهم شمرده‌اند. اين مطالعه بر اساس روش توصيفي به دنبال تأييد اين فرضيه بوده است که از نظر مالي، فقهی و عملياتي امکان طراحي و انتشار اوراق وکالت به عنوان يک ابزار نوين مالي اسلامي در صنعت پتروشيمي وجود دارد. نتيجه پژوهش نشان مي‌دهد که الگوي پيشنهادي اوراق وکالت با رعايت راهکارهاي مديريت ريسک، ابزاري مناسب برای تأمين نیازهاي گوناگون مالي در صنعت پتروشيمي از جمله تأمين سرمايه در گردش و تأمين مالي طرح‌ها است.

کاوند (۱۳۹۶) در گزارش «نگاهی به تجربه جهانی اوراق وکالت و امکان‌سنجی انتشار آن در بازار سرمایه ایران» با ذکر این مطلب که یکی از انواع اوراق که امروزه از سوی ناشران دولتی و شرکتی مورد استقبال قرار گرفته و از سال ۲۰۱۳ حجم انتشار آن در جهان افزایش یافته است، اوراق وکالت می‌باشد، به معرفی الگوهای مختلف اوراق وکالت پرداخته و آن را از برخی ابعاد محدود مورد بررسی قرار داده است.

مؤسسه مالی بین‌المللی دبی (Dubai International Financial Center) (۲۰۰۹) در بخشی از کتاب «راهنمای صکوک» به معرفی اوراق وکالت پرداخته و برخی از مزایای این نوع اوراق را مورد اشاره قرار می‌دهد.

علوی (Alvi) و همکاران (۲۰۱۱) در گزارشی با عنوان «مطالعه جامع بازار جهانی صکوک» در بخش‌هایی از گزارش خود به چندین نوع از انتشار صکوک با استفاده از الگوی وکالت در کشورهای گوناگون از جمله ترکیه اشاره کرده‌اند.

بشیر و امین (Bashir & Amine) (۲۰۱۲) در کتاب صکوک جهانی و بازار تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار اسلامی به الگوهای جهانی عملیاتی انواع صکوک از جمله صکوک وکالت پرداخته‌اند.

فتری الیاس (Fitri Ellias) و همکاران (۲۰۱۳)، در مقاله‌ای تحت عنوان «مباحث شریعت در صکوک»، ضمن معرفی اوراق وکالت، به تشریح ویژگی‌ها و خصوصیات این اوراق و موضوع بازار ثانویه آن با مطالعه موردی بازارهای مالی کشور مالزی می‌پردازد. ایشان در این مقاله بیان می‌کنند که اوراق وکالت به سرعت به یکی از محبوب‌ترین اوراق بهادار در بین کشورهای اسلامی بدل شده است که یکی از دلایل آن وابستگی کم این اوراق به دارایی‌های مشهود بر خلاف اوراق اجاره و مشارکت است.

لاکمن (Lackmann) (۲۰۱۵) در مقاله «انواع صکوک و سابقه انتشار آن در ژاپن» ضمن معرفی اوراق بهادار و انواع آن، به اوراق وکالت اشاره کرده و ارکان و ساختار عملیاتی آن را تشریح می‌کند. لاکمن در ادامه نمونه‌هایی از انتشار اوراق توسط شرکت‌های ژاپنی را معرفی نموده و چشم‌اندازی از آینده انتشار انواع اوراق از جمله اوراق وکالت در کشور ژاپن را بیان می‌دارد.

سوودی (Suwadi) (۲۰۱۶) ضمن معرفی سابقه مالی اسلامی و استفاده از ابزارهای تأمین مالی در کشورهای اسلامی، کلیات صکوک از جمله اوراق وکالت را تشریح کرده و با تمرکز بر کشور اندونزی، وضعیت این دسته از اوراق را در بازارهای مالی این کشور مورد بررسی و تحلیل انتقادی قرار داده است. عمده مباحث طرح شده در این پژوهش به اوراق دولتی و بررسی خصوصیات و چالش‌های آن مرتبط می‌شود.

محمد و همکاران (۲۰۱۷) ضمن تشریح اوراق اجتماعی، به عنوان ابزاری نوین در تأمین مالی خدمات اجتماعی، به قابلیت‌های اوراق و عقد وکالت در این حوزه اشاره کرده‌اند. ایشان در این مقاله به مقاصد شریعت توجه ویژه‌ای داشته‌اند و از کارکرد نهادهایی همانند دولت، صندوق‌های خیریه، بازارهای مالی در مکانیسم معرفی شده استفاده برده‌اند.

پژوهش پیش رو سعی دارد به مطالعه موردی اوراق بین‌المللی وکالت دولتی مالزی پرداخته و ضمن نقد و بررسی آن، الگویی جایگزین و توسعه‌یافته، متناسب با فقه امامیه برای تأمین مالی دولت ایران و بنگاه‌های تولیدی کشور ارائه کند.

این مطالعه از حیث نوع مطالعه موردی و الگوی پیشنهادی، جدید و دارای نوآوری بوده و مشابهی برای آن در بین سابقه پژوهش یافت نشده است.

اوراق وکالت

معرفی اوراق وکالت

اوراق وکالت مبتنی بر عقد وکالت است. وکالت در لغت به معنای تفویض و واگذاری کاری به کسی و اعتمادکردن به وی است و در اصطلاح عقدی است که به سبب آن یکی از طرفین، دیگری را برای انجام امری نایب خود قرار می‌دهد. امام خمینی علیه السلام وکالت را این‌گونه تعریف می‌کنند: «وکالت عبارت است از اینکه انسان کار خود را به دیگری واگذار کند که تا زنده است انجام دهد و یا تا زنده است یکی از امور او را راه بیندازد» (موسوی خمینی، ۱۳۸۰، ص ۲۶۷). ماده ۶۵۶ قانون مدنی ایران عقد وکالت را عقدی می‌داند که به موجب آن یکی از طرفین، طرف دیگر را برای انجام امری نایب خود می‌نماید.

اوراق وکالت یکی از انواع اوراق بهادار اسلامی است که برخلاف بازار سرمایه ایران، در برخی کشورهای اسلامی مورد استفاده قرار می‌گیرد. در این نوع اوراق، سرمایه‌گذاران و

دارندگان وجوه مازاد (موکلین)، عاملی (وکیل) را برای سرمایه‌گذاری، خرید کالا و خدمات و اموری از این دست که مطابق با موازین شریعت باشد به وکالت برمی‌گزینند تا او با استفاده از وجوه تجمیع شده در راستای اهداف و اقدامات پیش‌بینی شده گام بردارد. بازدهی حاصل از سرمایه‌گذاری و تأمین مالی پس از کسر حق‌الوکاله عامل، مابین دارندگان وجوه به نسبت سهم هر یک تقسیم می‌شود. در تاریخ سررسید، عامل به وکالت از صاحبان اوراق، پرتفوی اوراق را نقد کرده و منابع به‌دست‌آمده را از طریق ناشر که نقش رابط را دارد به موکلین پرداخت کرده و با آنان تسویه می‌نماید (کاوند، ۱۳۹۶، ص ۱۳).

فروش اوراق وکالت در بازار ثانوی از باب فروش سهم‌الشرکه فرد در دارایی‌ها و خدمات مشاع است که از جهت فقهی بدون اشکال بوده و قیمت فروش می‌تواند با توافق طرفین مقرر شود. پس از معامله، دارنده جدید اوراق در تمام موضوعات حقوقی جایگزین دارنده قبلی اوراق خواهد بود.

الگوی ساده‌شده اوراق وکالت

کشورهای مختلف در انتشار اوراق وکالت از الگوهای عملیاتی متفاوت اما نزدیک به یکدیگر استفاده می‌کنند؛ همانند اوراق بین‌المللی وکالت دولتی مالزی، اوراق ایشمار (Ishmar)، اوراق راکیا (RAKIA) و غیره. با توجه به این الگوها می‌توان قالب کلی ارکان و ساختار عملیاتی این اوراق را به شرح ذیل به اختصار معرفی نمود:

الف) سرمایه‌گذاران: خریداران و دارندگان اوراق وکالت که نقش موکلین را ایفا می‌نمایند.

ب) وکیل: شخصیتی حقوقی که وظیفه دارد بنا بر مفاد و توافقات انجام‌شده، وجوه تجمیع‌شده را طبق ضوابط قرارداد و موازین شریعت اسلامی، جهت کسب بازدهی به‌کار گیرد و بازدهی حاصل را به‌نحو شفاف در بازه‌های زمانی مقرر اعلام بدارد؛ همچنین وظیفه دارد اصل وجوه اوراق و مبلغ کوپن‌های بازدهی را در سررسیدهای مشخص شده پرداخت نماید. عموماً بانی نقش وکیل را هم بر عهده دارد.

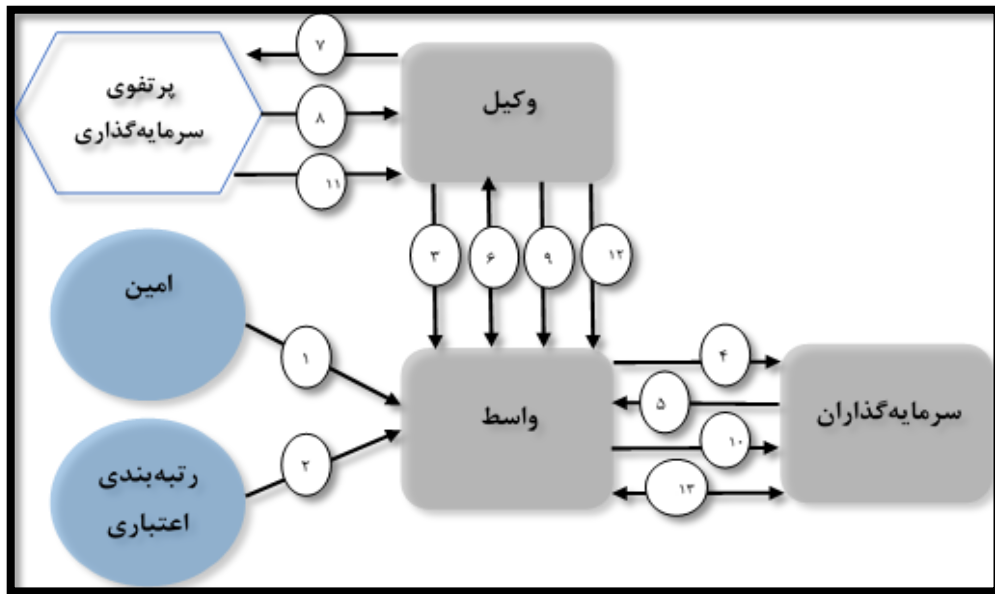
ج) واسطه: شخصیتی حقوقی است که وظیفه انعقاد قرارداد وکالت را با وکیل و نیز انتشار و پذیره‌نویسی اوراق و ... را بر عهده دارد.

د) امین: شخصیتی حقوقی است که به نمایندگی از دارندگان اوراق جهت حفظ منافع آنان وظیفه نظارت بر کل فرآیند عملیاتی انتشار، رتبه‌بندی، پرداخت اصل و سود سرمایه‌ها، نظارت بر پرتفوی شکل‌گرفته‌شده توسط وکیل و اجرای سایر مفاد عقد وکالت را بر عهده دارد.

ه) دارایی: مال منقول یا غیر منقول با مشخصات تعیین‌شده در دستورالعمل‌هاست که می‌تواند مبنای انتشار اوراق واقع شود.

البته ارکان دیگری همچون بازارگردان، ضامن، صندوق‌های سرمایه‌گذاری، مشاور عرضه و غیره هم می‌تواند بنا به مدل عملیاتی اوراق وکالت وجود داشته باشد که از شرح آن می‌گذریم. ساختار عملیاتی اوراق وکالت به شکل ساده‌شده به شرح ذیل ارائه می‌شود:

نمودار شماره ۱: ساختار عملیاتی ساده‌شده اوراق وکالت



۱. امین بر تمامی فرآیندهای اجرایی اوراق وکالت نظارت و کنترل دارد.
۲. مؤسسه رتبه‌بندی اعتباری اقدام به رتبه‌بندی اوراق نموده تا در امیدنامه ذکر شود.
۳. وکیل اقدام به انتشار امیدنامه می‌کند.
۴. واسط اقدام به پذیره‌نویسی و انتشار اوراق می‌کند.

۵. وجوه تجمیع شده اوراق به نهاد واسط منتقل می شود.
۶. واسط به عنوان وکیل در توکیل، قرارداد وکالت را بین خود و وکیل منعقد کرده تا مطابق آن، وکیل در چارچوب مشخص شده پرتفویی از سرمایه گذاری را تشکیل دهد.
۷. وکیل در چارچوب تعیین شده اقدام به تشکیل پرتفویی از سرمایه گذاری می کند.
۸. بازدهی حاصل از استخراج منابع به دست وکیل می رسد.
۹. بازدهی به نحو دوره ای جهت تسویه کوپن ها از طرف وکیل به واسط منتقل می شود.
۱۰. پرداخت های دوره ای از طرف واسط به دارندگان اوراق انجام می پذیرد.
۱۱. اصل سرمایه ناشی از فروش استخر منابع به دست وکیل می رسد.
۱۲. این وجوه از طرف وکیل به واسط منتقل می شود.
۱۳. اصل سرمایه دارندگان اوراق از طرف واسط پرداخت می شود و اوراق توسط دارندگان آن جهت تسویه نهایی به واسط تحویل داده می شود.

وضعیت اوراق وکالت در بازارهای مالی اسلامی

اوراق وکالت از جمله ابزارهای تأمین مالی اسلامی است که در چندین سال گذشته مورد توجه بیشتر دولت ها و بنگاه های اقتصادی واقع شده است. بر اساس جدیدترین آمار بازار بین المللی مالی اسلامی (IIFM) حداثا فصل ژانویه ۲۰۰۱ تا دسامبر ۲۰۱۷ معادل ده درصد از حجم اوراق کوتاه مدت داخلی (حداکثر یک ساله) منتشر شده، به اوراق وکالت اختصاص داشته است؛ در حالی که در این بازه اوراق مرابحه با حدود ۷۱ درصد بیشترین سهم را در این بین به خود اختصاص داده است. در عرصه اوراق بین المللی این آمار برای اوراق وکالت کوتاه مدت بین المللی (حداکثر یک ساله) در دوره ژانویه ۲۰۱۷ تا دسامبر ۲۰۱۷ معادل ۶۷ درصد بوده است؛ در حالی که اوراق مرابحه تنها ۱۰٫۵ درصد سهم این دسته از اوراق را از آن خود کرده است (IIFM, 2018, p.31).

نمونه ای از اوراق بین المللی وکالت دولتی مالزی

دولت مالزی در تاریخ ۲۸ ژوئن ۲۰۱۱، اوراق دولتی بین المللی به حجم دو میلیارد دلار منتشر نمود؛ این اوراق در دو شاخه (Dual-Tranche) شامل ۱٫۲ میلیارد دلار با سررسید پنج ساله و ۰٫۸ میلیارد دلار با سررسید ده ساله منتشر شد. نکته جالب توجه اینکه این اوراق

اولین اوراق دولتی منتشرشده به دلار در سطح جهانی در سال ۲۰۱۱ و بزرگ‌ترین اوراق دولتی مالزی به دلار در بازارهای بین‌المللی تا آن روز بوده است؛ همچنین از لحاظ سررسید، این اوراق اولین اوراق دولتی به دلار آمریکا با سررسید ده‌ساله به حساب می‌آید؛ از این رو این اوراق را می‌توان موفقیتی چشمگیر و نمایشی از قدرت دولت مالزی در استفاده از ابزارهای تأمین مالی اسلامی به شمار آورد.

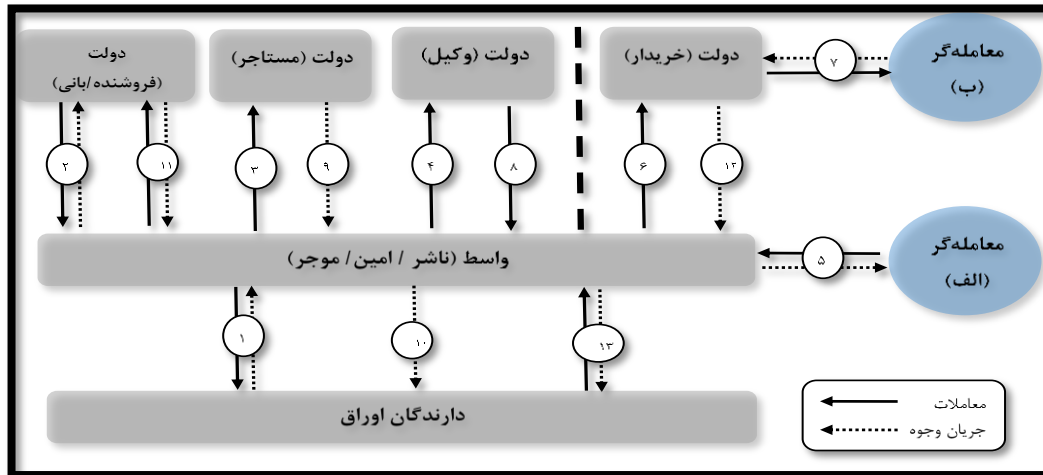
سرمایه‌گذاران این اوراق از بازارهای مالزی، خاورمیانه، سایر بازارهای آسیایی، اروپا و آمریکا بودند که سهم هریک در اوراق با سررسید پنج‌ساله به ترتیب ۲۶ درصد، ۴۳ درصد، ۱۸ درصد، ۹ درصد، ۴ درصد و در اوراق با سررسید ده‌ساله به ترتیب ۲۸ درصد، ۷ درصد، ۲۹ درصد، ۲۱ درصد و ۱۵ درصد بوده است. سرمایه‌گذاران در این اوراق ترکیبی از بانک‌ها، صندوق‌های سرمایه‌گذاری، مؤسسات دولتی و بیمه‌ها بودند که سهم هریک در اوراق با سررسید پنج‌ساله به ترتیب ۵۷ درصد، ۱۷ درصد، ۲۴ درصد و ۲ درصد و در اوراق با سررسید ده‌ساله به ترتیب ۲۸ درصد، ۴۵ درصد، ۱۹ درصد و ۸ درصد بوده است؛ همچنین نرخ سود ۲,۹۹۱ درصد و ۴,۶۴۶ درصد ارزش اسمی سالانه به ترتیب برای هر یک به ثبت رسیده است (HSBC Amanah, 2012, p.18).

لازم است ذکر شود ۵۲ درصد از وجوه جمع‌آوری‌شده توسط انتشار اوراق بین‌المللی وکالت دولتی مالزی در دارایی‌های مشهود (Tangible Assets) - که از این بین حداقل ۲۶ درصد در دارایی‌های اجاره‌ای و حداکثر ۲۶ درصد در سهام شرکت‌هایی که معیارهای شرعی را احراز نموده‌اند - و نیز ۴۸ درصد از این وجوه در مباحه کالایی مورد استفاده قرار گرفته است.*

ساختار عملیاتی این اوراق وکالت به شرح ذیل است:

*. در بخش‌های بعدی به علت این نوع درصدها اشاره خواهد شد.

نمودار شماره ۲: ساختار عملیاتی اوراق وکالت دولتی مالزی



منبع: (HSBC Amanah, 2012, pp.16-17).

۱. ناشر با انتشار اوراق وکالت، وجوه را از سرمایه‌گذاران دریافت و اوراق را به آنان تحویل می‌دهد.
۲. ناشر با اختصاص ۵۲ درصد وجوه جمع‌آوری‌شده به خرید دارایی‌های مشهود اعم از ساختمان و سهام تحت مالکیت بانی، ۲۸ درصد وجوه را در دارایی‌های قابل اجاره بانی و مابقی آن (۲۴ درصد وجوه) را در سبد سهام بانی سرمایه‌گذاری می‌کند. پیرو آن، بانی متعهد خرید (Purchase Undertaking) دارایی‌های پایه مشهود در سررسید به قیمت اعمال (Exercise Price) معادل ۵۱ درصد وجوه دریافتی می‌شود. سهام خریداری‌شده می‌تواند سهام خود بانی بوده و یا سهام شرکتی در سبد سهام تحت مالکیت بانی باشد.
۳. ناشر پس از تملک دارایی‌های پایه در قالب یک پرتفوی مشخص، آن را از طرف دارندگان اوراق، به بانی اجاره می‌دهد.
۴. ناشر، از طرف دارندگان اوراق، بانی را به عنوان وکیل خود در عملیات کارگزاری و مدیریت سبد دارایی‌ها و سهام انتخاب می‌کند.

۵. بانی به وکالت از ناشر با استفاده از مابقی وجوه جمع‌آوری‌شده از فروش اوراق وکالت (۴۸ درصد کل وجوه) به خرید نقدی کالاهای مشخص از بازار بورس کالا (معامله‌گر الف) اقدام می‌کند.

۶. ناشر، کالاهای خریداری‌شده را به قیمت اسمی معادل ۴۹ درصد کل وجوه حاصل از انتشار اوراق، به صورت نسیه به بانی (دولت مالزی) می‌فروشد.

۷. بانی فوراً کالاها را در بورس کالا به ارزش خرید (۴۸ درصد کل وجوه) به «معامله‌گر ب» می‌فروشد و وجوه نقدی را تصاحب می‌کند.

۸. بانی به وکالت از طرف ناشر به مدیریت دارایی‌ها می‌پردازد. نگهداری و بیمه ساختمان‌ها و اعمال حق رأی در مجامع سهام‌ها از جمله وظایف این مدیریت است.

۹. بانی، اجاره‌بهای پرتفوی اجاره‌کرده را به صورت دوره‌ای به حساب ناشر واریز می‌کند.

۱۰. ناشر پس از کسر حق‌الوکاله و پرداخت آن به وکیل، به صورت دوره‌ای سود را میان دارندگان اوراق توزیع می‌کند.

۱۱. بانی مطابق تعهد خود مبنی بر خرید دارایی‌های پایه مشهود یعنی ساختمان‌ها و سهام، آنها را در سررسید از ناشر به قیمت اعمال که معادل ۵۱ درصد ارزش اسمی اوراق منتشرشده است، خریداری می‌کند.

۱۲. بانی در سررسید وجوه کالاهای خریداری‌شده به نسیه را به قیمت اعمال (معادل ۴۹ درصد کل وجوه) به ناشر می‌پردازد.

۱۳. ناشر کل وجوه که معادل صد درصد (۵۱ درصد + ۴۹ درصد) ارزش اسمی انتشار اوراق است را به دارندگان اوراق پرداخت کرده و اوراق را پس می‌گیرد.

نتیجه استفاده از این اوراق آن است که دولت مالزی در ابتدای امر معادل ۵۲ درصد ارزش اسمی انتشار اوراق را از طریق فروش دارایی‌های مشهود خود (پرتفوی اجاره‌ای) و معادل ۴۸ درصد این ارزش را از طریق مرابحه کالایی به دست می‌آورد و بدین نحو تأمین مالی می‌شود با این تعهد که معادل ۱۰۰ درصد ارزش مذکور را در سررسید پرداخت کرده و در ضمن اجاره‌بهای پرتفوی فروخته‌شده را در فواصل زمانی مشخص نیز بپردازد و کل

دارایی‌های مشهود فروخته‌شده را بازخرید نماید؛ همچنین دارندگان اوراق از اجاره‌بهای پرداختی دولت بهره‌مند خواهند شد و در پایان اصل سرمایه خود را بازپس می‌گیرند.

تحلیل و بررسی اوراق بین‌المللی وکالت دولتی مالزی

جای تردید نیست که اوراق وکالت به‌کارگرفته‌شده در تأمین مالی دولت مالزی یکی از مصادیق استفاده مفید از ابزارهای مالی اسلامی است؛ اما این پژوهش در ادامه به نقد و بررسی الگوی استفاده از این اوراق می‌پردازد. بدیهی است چنانچه قصد آن باشد که از این ابزار در سطح داخلی بهره‌گیری کرد، ظرفیت‌های موجود در فقه امامیه می‌تواند این الگو را در وضعیتی بهتر از حیث انعطاف‌پذیری، مدیریت ریسک و انطباق با موازین شریعت بازطراحی و اجرایی کند. در ادامه، بررسی اوراق مذکور در دو بخش ارائه می‌شود:

تحلیل و بررسی بخش اول

در بخش اول از اوراق معرفی‌شده، ناشر با اختصاص ۵۲ درصد وجوه جمع‌آوری‌شده، به خرید دارایی‌های پایه مشهود اعم از ساختمان و سهام تحت مالکیت بانی اقدام می‌کند و سپس آن را به خود بانی اجاره می‌دهد و با اجاره‌بهای آن سود اوراق را تأمین می‌کند. پیرو آن، بانی متعهد خرید دارایی‌های پایه مشهود در سررسید به قیمت اعمال معادل ۵۱ درصد وجوه دریافتی می‌شود.

الف) محدودیت اختصاص الزامی سهم بیشتر به دارایی‌های مشهود در سبد دارایی
الزام به اختصاص ۵۲ درصد وجوه جمع‌آوری‌شده به خرید دارایی‌های مشهود (پرتفوی اجاره‌ای) در اوراق وکالت دولتی مالزی از آن حیث است که با خرید این دارایی و اجاره آن به بانی، مالکیت دارایی نزد دارندگان اوراق باقی می‌ماند؛ از این رو دارایی عینی حساب می‌شود؛ در صورتی که در بخش دوم اوراق (مرابحه کالایی)، مالکیت کالای خریداری‌شده به بانی واگذار شده تا مبلغ مرابحه‌ای کالا در سررسید (معادل ۴۹ درصد وجوه جمع‌آوری‌شده از فروش اوراق) توسط او پرداخت شود؛ از این رو دارندگان اوراق نسبت به بهای مرابحه‌ای تا زمان سررسید که موعد پرداخت است از بانی طلبکار هستند؛ بنابراین این دارایی از نوع دین به حساب می‌آید.

با توجه به آنکه در بین اکثر مذاهب اهل تسنن معاملات ثانویه خرید و فروش دین اختلافی است؛ از این رو بنا به نظر بزرگان اهل تسنن، برای آنکه بتوان برای این اوراق بازار ثانوی ایجاد کرد، باید بیش از نیمی از سبد دارایی پایه اوراق، دارایی عینی و فیزیکی باشد و بخش کمتر آن را دین تشکیل بدهد. با این روش سبد دارایی مصداق دارایی عینی شده و جواز خرید و فروش اوراق در بازار ثانوی فراهم می‌شود (Safari & Mohamad, 2014, p.234 / جزیری، ۱۴۰۵، ص ۱۲۱).

روشن است که برای تبعیت از این قاعده، اعطای سهم بیشتر از وجوه جمع‌آوری شده به واسطه فروش اوراق وکالت، به بخش اول اختصاص یافته و سهم کمتر به بخش دوم که همان مرابحه کالایی باشد پرداخت شده است؛ این در حالی است که با توجه به جواز خرید و فروش دین و ایجاد بازار ثانوی برای آن نزد مشهور فقهای امامیه (موسویان و بهاری قراملکی، ۱۳۹۱، ص ۲۸۸-۳۰۹) چنانچه قصد آن باشد که از این ابزار برای تأمین مالی بنگاه‌ها و شرکت‌های اقتصادی در سطح داخل کشور بهره‌گیری کرد، این محدودیت وجود نخواهد داشت؛ به عبارتی می‌توان سهمی بیشتر از نصف وجوه اوراق را در مرابحه کالایی و یا حتی خرید دین به وکالت از دارندگان اوراق به‌کار گرفت.

ب) محدودیت اختصاص الزامی سهم بیشتر به دارایی‌های اجاره‌ای در سبد دارایی‌های مشهود

الزام به اختصاص حداقل ۲۶ درصد وجوه جمع‌آوری شده (بیش از نیمی از ۵۲ درصد وجوه جمع‌آوری شده) به خرید دارایی‌های اجاره‌ای در سبد دارایی‌های مشهود - در مقابل اختصاص حداکثر ۲۶ درصد وجوه جمع‌آوری شده به خرید سهام - در اوراق وکالت دولتی مالزی از آن حیث است که بتوان این سبد را به عنوان یک پرتفوی اجاره‌ای واحد به حساب آورد و آن را به بانی اجاره داد.

این در حالی است که مطابق نظر کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار ایران در ۱۳/۰۹/۱۳۹۵ و با توجه به شرایط عین مستأجره (موسویان و بهاری قراملکی، ۱۳۹۱، ص ۳۱۳) و نظر به اینکه مشهور فقهای امامیه، سهام را نشان‌دهنده مالکیت مشاع دارنده آن از دارایی شرکت می‌دانند، اجاره سهام از نظر فقهی صحیح است. البته محدودیت‌هایی برای سهامی که مبنای اجاره قرار می‌گیرد وجود دارد و آن اینکه قابلیت اجاره سهام بستگی به

دارایی‌های فیزیکی و قابل انتفاع مورد اجاره شرکت دارد؛ همچنین در مصوبه ۱۳۹۷/۰۷/۱۸ کمیته فقهی مذکور در مورد سهام قابل اجاره دو نکته مورد تأکید قرار گرفته است: سهامی می‌تواند مبنای انتشار اوراق اجاره قرار گیرد که سایر دارایی‌های شرکت (غیر قابل اجاره) نسبت به دارایی‌های قابل اجاره آن (دارایی ثابت در ادبیات حسابداری) جنبه تبعی داشته باشد؛ نکته دوم اینکه برای تعیین سهام مبنای انتشار اوراق اجاره، ابتدا مبلغ کل بدهی‌ها از کل دارایی‌ها کسر، سپس نسبت دارایی ثابت به این عدد محاسبه می‌گردد. در صورتی که این نسبت بیشتر از شصت درصد باشد، سهام می‌تواند مبنای انتشار اوراق اجاره قرار گیرد. از این جهت همانند مورد قبل، چنانچه قصد آن باشد که از این ابزار برای تأمین مالی بنگاه‌ها و شرکت‌های اقتصادی در سطح داخل کشور استفاده شود، این محدودیت وجود نخواهد داشت؛ به عبارتی می‌توان کل سبد دارایی که قرار است به بانی به وکالت از دارندگان اوراق، اجاره داده شود از خرید سهام بانی تشکیل شده باشد. البته این نظر نیازمند بررسی‌های فقهی بیشتر نیز هست.

ج) کاهش ریسک نوسان سود سهام در سبد دارایی

در عقد اجاره، سود به‌نحو پیشینی (Ex-Ante) است؛ درحالی‌که در مشارکت (سهام) سود به‌نحو پسینی (Ex-Post) حاصل می‌آید؛ در این حالت چنانچه سهام به بانی اجاره داده نشود، سود اوراق وکالت غیر ثابت و همراه با نوسان مبتنی بر تغییرات سود سهام خواهد شد؛ ازاین‌رو سهام هم همراه سایر دارایی‌ها در یک پرتفوی واحد به بانی اجاره داده می‌شود تا سطح درآمد ثابتی از آن به عمل آید. در این وضعیت، سود سهام متعلق به مستأجر (بانی) است و صرفاً اجاره‌بها از کانال ناشر به دارندگان اوراق می‌رسد.

با توجه به مصوبه کمیته فقهی سازمان بورس، اگر کل وجوه اوراق وکالت در عقد اجاره سهام استفاده شود، می‌توان سود اوراق را فارغ از نوسانات سود سهام برای دارندگان اوراق تعیین‌شده مقرر کرد. در این حالت سود غیر معین سهام به مستأجر (بانی) رسیده و اجاره‌بهای معین آن به موجر (ناشر به وکالت از دارندگان اوراق) خواهد رسید.

د) استفاده از عقد ضمان

با توجه به اینکه در بخش اول از عقد اجاره استفاده شده و با توجه به احکام عقد اجاره، در صورت تلف‌شدن دارایی در شرایط عدم تعدی و کوتاهی مستأجر، وی ضامن نیست؛

چراکه مستأجر (بانی) ید امانی دارد. در این بین جبرانی بر عهده ناشر به عنوان وکیل هم نیست؛ چراکه بنا به احکام عقد وکالت، وکیل نیز نسبت به آنچه از موکل خود در اختیار دارد ید امانی دارد، بدین معنا که چنانچه دارایی موکل که به وکیل سپرده شده است تلف شود وکیل ضامن نیست مگر آنکه در حفظ آن کوتاهی کرده باشد و یا بیش از حد متعارف آن را به کار بسته باشد (موسوی خمینی، ۱۳۸۰، ص ۲۷۹)؛ بنابراین چنانچه دارایی خریداری شده بدون تقصیر و تعدی بانی (مستأجر) و ناشر (وکیل) از بین برود، به حساب دارندگان وجوه و مالکان اصلی دارایی خواهد بود.

در اینجا برای کاهش ریسک دارندگان اوراق، نیاز به نهاد بیمه وجود دارد تا اصل دارایی را به نفع مالکان آن، بیمه و ضمانت نماید. در کشورهای اسلامی از جمله مالزی نیز بعضاً از ارکان ضامن و یا تکافل استفاده می‌شود؛ همان‌گونه که این ارکان در این اوراق مورد بررسی، موضوعیت دارد؛ همچنین در فقه امامیه نیز امکان استفاده از نهاد بیمه (عقد التأمین) و ضامن وجود دارد (موسویان و بهاری قراملکی، ۱۳۹۱، ص ۳۸۰-۳۸۱)؛ از این رو در بازطراحی اوراق وکالت می‌توان نهاد بیمه و ضامن را جهت مدیریت ریسک مورد استفاده قرار داد. نکته دیگر آنکه در سازوکار اوراق وکالت، بانی به عنوان وکیل، مسئول مدیریت دارایی نیز است؛ از این جهت وظیفه حراست و نظارت بر استفاده از دارایی‌ها بر عهده او خواهد بود؛ در این حال ریسک از بین رفتن دارایی کاهش خواهد یافت.

تحلیل و بررسی بخش دوم

در بخش دوم اوراق وکالت دولتی مالزی، بانی به وکالت از ناشر با استفاده از ۴۸ درصد کل وجوه جمع‌آوری شده از فروش اوراق وکالت به خرید نقدی کالاهای مشخص از «معامله‌گر الف» اقدام می‌کند. سپس ناشر کالاهای خریداری شده را به صورت نسیه به قیمت اسمی معادل ۴۹ درصد کل وجوه حاصل از انتشار اوراق، به بانی می‌فروشد. بانی فوراً کالاهای را به ارزش خرید ۴۸ درصد کل وجوه مذکور به «معامله‌گر ب» می‌فروشد و وجوه نقدی را تصاحب می‌کند. در سررسید بانی وجوه کالاهای خریداری شده به نسیه را به قیمت اعمال (معادل ۴۹ درصد کل وجوه) به ناشر می‌پردازد.

الف) تاملی بر انجام تورق متشکل (Organized Tawarruq)

تورق به دو نوع سنتی (Classic Tawarruq) (ساده) و متشکل اجرایی می‌شود. در تورق سنتی، سه نفر حقیقی در بازار با یکدیگر وارد معامله می‌شوند؛ نفر اول کالایی را به‌طور نسبی از نفر دوم می‌خرد و همان کالا را به‌طور نقد به نفر سوم می‌فروشد؛ اما در تورق متشکل که بیشتر بین افراد و بانک‌ها صورت می‌گیرد تا بین اشخاص حقیقی، در ابتدا بانک (به درخواست و وکالت از مشتری) کالا را به‌طور نقدی از فروشنده می‌خرد؛ سپس آن کالا را به‌صورت نسبی به مشتری (متقاضی تسهیلات) می‌فروشد؛ در ادامه بانک به وکالت از مشتری همان کالا را به‌صورت نقدی به فروشنده دیگر به فروش می‌رساند و وجه آن را به مشتری پرداخت می‌کند.

آنچه در بخش دوم از اوراق وکالت دولتی مالزی رخ می‌دهد در واقع همان تورق متشکل است که این‌بار با وجود بانکی، دارندگان اوراق، ناشر و دو معامله‌گر به‌ظاهر مستقل از هم اتفاق می‌افتد. در این مرحله در کسری از دقیقه، سه معامله انجام می‌شود و در نتیجه بانکی به‌نحو فوری تأمین نقدینگی می‌شود؛ گرچه تورق سنتی در نظر اکثر فقها بدون اشکال است؛ ولی صحت تورق متشکل به سختی مورد اجماع آنان قرار دارد. جواز شرعی استفاده از تورق متشکل، منوط به رعایت مجموعه‌ای از ویژگی‌هاست که عدم توجه به آنها باعث خدشه‌دار شدن جواز استفاده از آن می‌شود. از جمله این ویژگی‌ها می‌توان به موارد زیر اشاره داشت (قلیچ، ۱۳۹۱، ص ۱۱):

- کالا بایستی ویژگی‌های یک کالای قابل معامله را داشته باشد؛ مثلاً تورق روی آلومینیوم از بین رفته، از نظر کارشناسان باطل و غیر مجاز است.
- کالا بایستی به یک فرد فروخته شود؛ از آنجاکه انتقال کالا به‌طور ملموس صورت نمی‌پذیرد، احتمال فروخته‌شدن یک کالا به بیش از یک خریدار وجود دارد.
- قراردادهای باید نسبت به هم وابسته و مشروط نباشند.
- توانایی در تسلیم کالاها نباید دچار ابهام باشد.
- کالا نباید به فروشنده اول بازگردد؛ از آنجاکه حجم کالاها در بازار بسیار زیاد است، تشخیص این امر به‌سختی ممکن است.

گفتنی است که یکی از عواملی که باعث شبهه‌دارشدن تورق متشکل می‌شود آن است که گاهی اوقات، تورق همانند بیع‌العینه اجرا می‌شود. البته مشخص است که بین تورقی که صحیح اجرا شود و بیع‌العینه، تفاوت وجود دارد. در بیع‌العینه، دو نفر حضور دارند (دو معامله مشروط به یکدیگر است)، ولی در تورق، سه نفر؛ نفر اول کالایی را به‌طور نسبی به نفر دوم می‌فروشد، سپس فرد دوم کالا را به‌طور نقدی به فرد سوم با قیمت کمتر به فروش می‌رساند. در تورق، فرد سوم متفاوت از فرد اول است؛ اما در بیع‌العینه، بین نفر اول و سوم تفاوتی وجود ندارد (همان).

به هر تقدیر تورق به خودی خود ممنوع نیست؛ بلکه رعایت‌نشدن شرایط آن باعث ممنوعیت آن می‌شود. اگر تورق به درستی اجرا شود و از انحراف و نقض شرایط به دور باشد، استفاده از آن در نظام مالی اسلامی بدون مانع خواهد بود؛ از این رو سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی و شورای بین‌المللی انجمن فقه بیان می‌کنند که تورق در صورت انجام صحیح و رعایت تمامی شرایط، مجاز است؛ از این رو یک پیام مشترک در خصوص تورق وجود دارد و آن هم این است که «یا درست انجام دهید یا اصلاً انجام ندهید» (Khan, 2009, P.18).

اما تورق متشکل آن‌گونه که امروزه مورد استفاده قرار می‌گیرد، دارای شبهه قرض ربوی است؛ چراکه این فرآیند در ظاهر امر شباهت زیادی به این دارد که بانی مبلغی را دریافت کرده و در سررسید با اضافه بازپرداخت خواهد نمود بدون آنکه عرف رخداد پیش‌آمده را معامله واقعی بداند. البته صرف این شباهت منجر به حکم قطعی بطلان معامله نخواهد بود؛ لیکن آیا هدفی که شریعت مقدس برای پیوند معاملات پولی به بخش واقعی اقتصاد در نظر دارد با انجام این‌گونه از معاملات خلق‌الساعه محقق می‌شود؟ بود و نبود این‌گونه معاملات چه اثر متفاوتی بر اقتصاد واقعی برجای می‌گذارد؟ آیا در صورتی که بانی بخواهد کالا را برای خود نگه دارد و آن را به معامله‌گر (ب) به فروش نرساند، این امکان وجود دارد؟ از این رو شاید بهتر است که گفته شود به علت دشواری و پیچیدگی رعایت موازین شریعت در اجرای تورق متشکل از یک سو و وجود ابزارهای مشروع دیگر در بازارهای مالی اسلامی، توصیه به ترک آن بهترین توصیه باشد.

ب) ریسک نکول تعهدات بانسی در سررسید

آنگونه که بیان شد در بخش اول اوراق وکالت دولتی مالزی، دارایی‌های قابل اجاره و سهام دولت (بانسی) خریداری و به خود دولت اجاره داده می‌شود. طبق تعهد اخذشده از دولت، این نهاد ملزم است که در سررسید کل پرتفوی اجاره‌کرده را به قیمت تعیین‌شده (۵۱ درصد کل وجوه جمع‌آوری‌شده) به‌طور یک‌جا خریداری کند؛ همچنین در بخش دوم این اوراق، دولت بنا به مراحجه دفعی باید در سررسید مبلغ نسیه‌ای (معادل ۴۹ درصد کل وجوه جمع‌آوری‌شده) کالایی را که در بدو امر خریداری کرده است را یک‌جا پرداخت کند. بدیهی است پرداخت یک‌جا و کامل وجوه جمع‌آوری‌شده از فروش اوراق در سررسید اوراق می‌تواند تعهد سنگینی برای بانسی باشد و ریسک نکول تعهدات را بالا ببرد. این ریسک در به‌کارگیری این سازوکار در اوراق وکالت شرکتی که بانسی صرفاً یک شرکت اقتصادی نیازمند به تأمین مالی است، در حد بالاتری قابل تصور است؛ از این رو می‌توان در بخش اول فرآیند اوراق وکالت، به جای عقد اجاره از عقد اجاره به شرط تملیک و در بخش دوم فرآیند اوراق مذکور به جای مراحجه دفعی از مراحجه اقساطی جهت تخفیف ریسک استفاده شود. در این وضعیت به مرور زمان اصل سرمایه دارندگان اوراق، در قالب اجاره‌بها و اقساط مراحجه بازگشت داده خواهد شد و ایفای تعهد بانسی و ریسک متعاقب آن تخفیف داده می‌شود.

ارائه الگوی پیشنهادی

اوراق وکالت از جمله ابزارهای انعطاف‌پذیر مالی است که چنانچه به درستی مورد استفاده قرار گیرد می‌تواند به تأمین مالی دولت و یا بنگاه‌های اقتصادی منجر شود. با توجه به تحلیل و بررسی نمونه اوراق وکالت دولتی مالزی که در بخش قبلی صورت گرفت، می‌توان بخش اول این اوراق را که مبتنی بر اجاره بود را با لحاظ اصلاحاتی نگه داشت و از بخش دوم که مبتنی بر تورق بود عبور نمود. جهت تقویت و افزایش کارایی این اوراق می‌توان از ظرفیت فقه امامیه در تأیید سایر ابزارهای مشروع مالی استفاده کرد و به تکمیل الگوی مذکور اقدام نمود.

الگوی پیشنهادی هم برای تأمین مالی دولت و هم برای تأمین مالی بنگاه‌های تولیدی و اقتصادی دارای کاربرد است که در ادامه از عنوان کلی «بانی» برای نهاد نیازمند تأمین مالی استفاده می‌شود. بدیهی است اوراق دولتی تفاوت‌هایی جزئی با اوراق شرکتی دارد که توجه به آن در نحوه استفاده از هر یک ضروری است.

تأمین مالی بانی عموماً یا در تأمین نقدینگی و سرمایه در گردش بانی، یا در تأمین دارایی فیزیکی و ابزارآلات و تجهیزات مورد نیاز بانی، یا در تأمین خدمات مورد نیاز بانی و یا در هر سه حالت قابل تصور است. از این بابت، در این الگوی پیشنهادی استفاده از چهار عقد اجاره به شرط تملیک، سلف، خرید دین و مرابحه در چهار بخش توصیه می‌شود.*

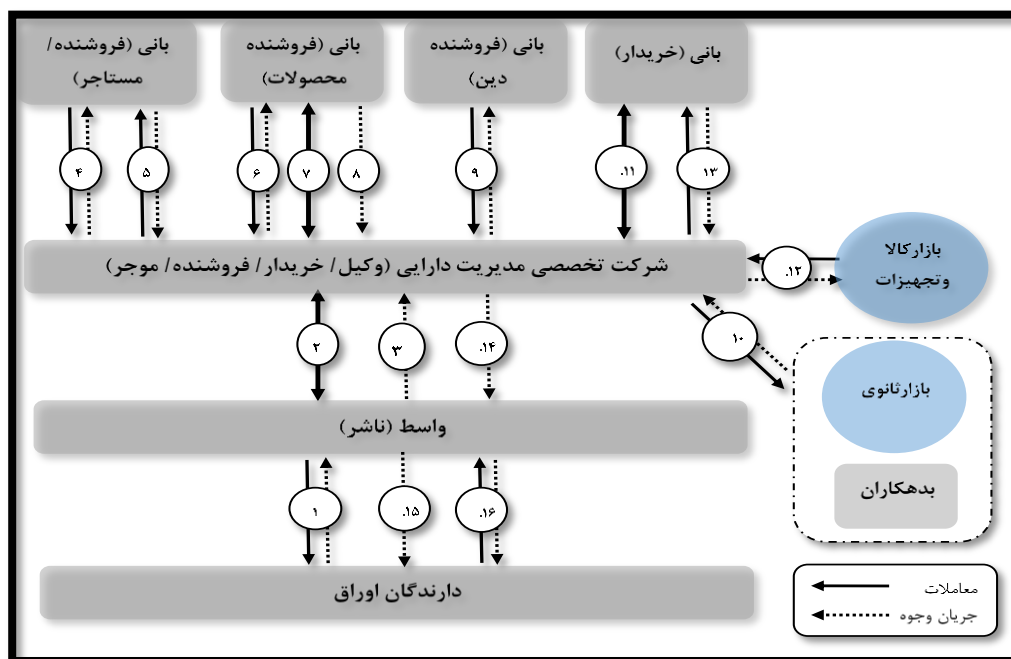
در بخش اول، با استفاده از قسمتی از وجوه جمع‌آوری شده توسط اوراق وکالت، بخشی از دارایی‌های بانی، شامل سبد دارایی‌های مشهود اعم از ساختمان و سهام تحت تملک بانی از او توسط ناشر (یا وکیل او) خریداری شده و به خود او اجاره به شرط تملیک داده می‌شود. در این عملیات، بانی در مرحله اول تأمین مالی می‌شود و به مرور زمان اقدام به بازپرداخت می‌نماید. در بخش دوم، چنانچه بانی محصولات را در آینده تولید کند، ناشر - یا وکیل او - می‌تواند با قسمتی دیگر از وجوه جمع‌آوری شده، آن دسته از محصولات را تحت شرایط و احکام عقد سلف از بانی پیش‌خرید نماید. پیش از سررسید جهت استفاده از بازار ثانویه، امکان استفاده از ابزار سلف موازی با رعایت ملاحظات لازم قابل تصور است؛ همچنین با تولید محصولات در آینده، ناشر قادر است با استفاده از مشتقه همانند اختیار خرید و فروش آن را به بانی یا شخص ثالث فروخته و وجوه را دریافت کند. در این عملیات، بانی در مرحله اول تأمین مالی می‌شود و سپس با تولید محصول به ادای دین می‌پردازد. در بخش سوم، چنانچه بانی از افرادی طلب واقعی داشته باشد، ناشر - یا وکیل او - می‌تواند با قسمتی دیگر از وجوه جمع‌آوری شده، دیون واقعی بانی را که مستلزم وجود اسناد و مدارک حقیقی و غیر صوری است را به کسر خریداری (تنزیل) کند و بدین نحو

*. استفاده از این تعداد و نوع عقود صرفاً یک پیشنهاد است و امکان افزایش و کاهش آن در طراحی‌های دیگر وجود دارد.

بانی را تأمین مالی نماید. در این عملیات اصل مبلغ تأمین مالی به همراه سود آن از بازار ثانوی و یا (در سررسید) از خود بدهکاران دریافت می‌شود؛ اما در بخش چهارم، چنانچه بانی به دارایی‌هایی همچون کالا و یا تجهیزات خاصی نیازمند باشد، ناشر با قسمتی دیگر از وجوه جمع‌آوری شده، آن ملزومات را از بازار به‌طور نقدی خریداری کرده و به‌نحو مراحه به بانی به فروش می‌رساند؛ بدیهی است بانی در سه بخش اول تا سوم تأمین نقدینگی و در بخش چهارم تأمین دارایی می‌شود.

ساختار عملیاتی الگوی جایگزین به شرح ذیل است.*

نمودار شماره ۳: ساختار عملیاتی الگوی پیشنهادی اوراق وکالت



منبع: یافته‌های پژوهش

*. استفاده از این تعداد و نوع عقود صرفاً یک پیشنهاد است و امکان افزایش و کاهش آن در طراحی‌های دیگر وجود دارد.

مرحله ابتدایی

۱. ناشر با انتشار اوراق وکالت، وجوه را از سرمایه‌گذاران دریافت و اوراق را به آنان تحویل می‌دهد.
۲. نهاد واسط به عنوان وکیل دارندگان اوراق، بخشی از وظایف را برای ساماندهی امور سرمایه‌گذاری به شرکت تخصصی مدیریت دارایی توکیل می‌کند. این شرکت زیرمجموعه بانی تشکیل می‌شود.
۳. وجوه جمع‌آوری شده از انتشار اوراق به شرکت تخصصی مدیریت دارایی واگذار می‌شود.

مرحله به‌کارگیری عقد اجاره به شرط تملیک

۴. شرکت به وکالت از ناشر با اختصاص یک درصد وجوه جمع‌آوری شده، سبد دارایی‌های مشهود اعم از ساختمان و سهام را از بانی خریداری می‌کند. سهام خریداری شده می‌تواند سهام خود بانی بوده و یا سهام شرکتی در سبد سهام تحت مالکیت بانی باشد.
۵. شرکت، دارایی‌ها را از طرف ناشر به خود بانی اجاره به شرط تملیک می‌دهد و در مواعد مشخص اجاره‌بها را که شامل اجزایی از اصل ارزش دارایی (i درصد وجوه جمع‌آوری شده) به علاوه سود مشخص است را دریافت می‌کند. با دریافت آخرین اجاره‌بها در سررسید، مالکیت کل دارایی بنا به شرط فعل به بانی عودت داده می‌شود.

مرحله به‌کارگیری عقد سلف

۶. چنانچه بانی محصولاتی را در آینده تولید می‌کند، شرکت می‌تواند به وکالت از ناشر (توکیل) با اختصاص s درصد وجوه جمع‌آوری شده، محصولات را تحت شرایط و احکام عقد سلف، از بانی پیش‌خرید نماید.
۷. شرکت جهت مدیریت ریسک تغییر قیمت محصولات پیش‌خرید شده، با استفاده از ابزار مشتقه خرید اختیار فروش، بانی را متعهد می‌کند که در سررسید کالای تهیه‌شده را به قیمت مشخص خریداری نماید.

۸. در سررسید پس از تهیه و تولید کالای پیش‌فروش شده، بانی به تعهد خود عمل کرده و کالا را از شرکت (به وکالت از ناشر) خریداری کرده و وجه آن را که شامل s درصد وجوه جمع‌آوری‌شده به علاوه سود مشخص است را به شرکت پرداخت می‌نماید.

مرحله به‌کارگیری عقد خرید دین

۹. شرکت به وکالت از ناشر (توکیل)، دیون واقعی بانی را که مستلزم وجود اسناد و مدارک حقیقی و غیر صوری است را به کسر خریداری (تنزیل) می‌کند. بهای پرداختی در مقابل این تنزیل برابر با d درصد وجوه جمع‌آوری‌شده توسط اوراق وکالت خواهد بود.

۱۰. شرکت می‌تواند تا سررسید دیون (زمانی پیش از زمان سررسید اوراق وکالت) صبر کرده و در سررسید، دیون را به ارزش اسمی آن (معادل d درصد وجوه جمع‌آوری‌شده توسط اوراق وکالت به علاوه سود) نقد کند و یا آنکه با قبول سود کمتر آن را در بازار ثانوی به فروش برساند.

مرحله به‌کارگیری عقد مرابحه

۱۱. چنانچه بانی به دارایی همچون کالا و یا تجهیزات خاصی نیازمند باشد، نوع نیاز خود را به شرکت اعلام داشته و متعهد به خرید آن پس از تهیه توسط شرکت می‌شود.

۱۲. شرکت به وکالت از ناشر (توکیل)، آن کالا و یا تجهیزات خاص را از بازار به ارزش m درصد وجوه جمع‌آوری‌شده به‌طور نقدی خریداری می‌کند.

۱۳. شرکت آن کالا و یا تجهیزات خاص را به‌نحو مرابحه اقساطی به بانی به فروش می‌رساند. بانی بنا به تعهد خود، کالا را خریداری کرده و اقساط آن را که در مجموع معادل ارزش نقدی مبیع (m درصد وجوه جمع‌آوری‌شده) به علاوه سود مرابحه‌ای است را به شرکت تحویل می‌دهد.

مرحله پرداخت سود و تسویه

۱۴. همانند آنچه در بندهای فوق توضیح داده شد، در هر چهار مرحله وجوه دریافتی در طی دوره و یا در سررسید اوراق از بانی به ناشر منتقل می‌شود و امکان تسویه اوراق با دارندگان آن فراهم می‌شود.

۱۵. ناشر بنا به برنامه‌ریزی انجام‌شده نسبت به جریان ورودی وجوه از سوی شرکت، در طی دوره و به صورت متناوب سود اوراق به دارندگان اوراق اعطا می‌کند.
۱۶. در انتهای دوره، اصل سرمایه دارندگان اوراق در عوض دریافت اوراق به دارندگان اوراق پرداخت می‌شود.

بررسی مزایای الگوی پیشنهادی

الف) توزیع وجوه جمع‌آوری شده در ابزارهای مشروع و متنوع

بنا به الگوی معرفی شده بایستی معادله (۱) برقرار باشد:

$$i + s + d + m = 100 \quad (1)$$

به عبارتی در این الگوی پیشنهادی، کل وجوه جمع‌آوری شده از فروش اوراق وکالت در بین چهار عملیات مذکور تقسیم می‌شود. لازم است ذکر شود نحوه تقسیم وجوه به وضعیت مالی، فنی و اقتصادی بانی بستگی داشته و بر عهده شرکت تخصصی مدیریت دارایی است. چنانچه بانی تولیدکننده محصولات است که بازار فروش خوبی دارد می‌توان سهم بیشتری برای s قائل شد؛ یا چنانچه بانی دیون فراوانی از بدهکاران در اختیار دارد ولی در حال حاضر امکان وصول آن مهیا نیست می‌توان سهم d را افزایش داد؛ یا چنانچه بانی بیش از سرمایه در گردش، نیازمند تجهیزات و ابزارآلات است می‌توان با قراردعی سهم بیشتر به m به تأمین دارایی بانی اقدام کرد؛ از این رو حذف استفاده از ابزار تورق با شبهات شرعی پیش رو و نیز استفاده از ابزارهای مشروع و متنوع متناسب با ظرفیت‌ها و امکانات بانی می‌تواند یکی از مزایای این الگوی پیشنهادی به حساب آید.

نکته دیگر آن است که استفاده از بازار ثانوی برای تمامی عقود معرفی شده مطابق فقه امامیه دارای جواز و مشروعیت است؛ اما چنانچه بانی قصد جذب منابع مازاد اهل تسنن کشور را داشته باشد و یا بازارهای بین‌المللی کشورهای اهل تسنن همچون کشورهای حاشیه خلیج فارس را که عموماً معاملات ثانویه خرید و فروش دین را مجاز نمی‌دانند هدف‌گذاری کند، باید همانند اوراق وکالت دولتی مالزی سهم کمتری از پرتفوی را به دارایی‌های غیر عینی تخصیص دهد؛ از این رو معادله (۲) لازم‌الاجرا می‌شود:

$$i > d+s+m \quad (2)$$

لازم به اشاره مجدد است که در مباحثه، کالای خریداری شده به بانی فروخته شده و آنچه تحت اختیار شرکت و ناشر - به وکالت از دارندگان اوراق - باقی می ماند صرفاً دین بانی است. در عقد سلف هم تا پیش از تولید محصول، دین بانی وجود خواهد داشت؛ از این رو همانند خرید دین، خرید و فروش این سهم از دارایی‌ها مشمول احکام خرید و فروش دین خواهد بود؛ این در حالی است که در اجاره به شرط تملیک، دارندگان اوراق صاحب دارایی عینی هستند و تا پرداخت آخرین اجاره بها توسط بانی، مالک این دارایی باقی خواهند ماند.

ب) کاهش هزینه انتشار چند اوراق

آن گونه که مسلم است در این الگو با استفاده از ظرفیت‌های عقد وکالت و انعطاف پذیری اوراق وکالت می توان به جای انتشار اوراق اجاره به شرط تملیک، سلف، مباحثه و خرید دین که هر یک مستلزم صرف هزینه‌ای جداگانه و قابل توجه است تمامی این عقود را با انتشار صرفاً یک اوراق مورد استفاده قرار داد. البته این مزیت خاص اوراق وکالت است و اختصاصی به الگوی پیشنهادی ندارد.

با توجه مباحث طرح شده در خصوص محدودیت معامله برخی از اوراق فوق در بازار ثانوی مطابق با نظر فقهای اهل تسنن و از دست رفتن بازارهای جهان اسلام و نیز بازار دارندگان وجوه مازاد از اهل تسنن ایران، می توان با ترکیب این عقود در الگوی پیشنهادی و قراردادی سهم کمتر به آن دسته از عقود مورد بحث، از این چالش به راحتی عبور نمود.

ج) نحوه پرداخت سود اوراق

با توجه به انعطاف پذیری اوراق وکالت در ایجاد پرتفوی سرمایه گذاری و استفاده از عقود مبادله‌ای با نرخ سود ثابت و عقود مشارکتی با نرخ سود متغیر، هر دو قسم سود ثابت و متغیر برای این نوع اوراق قابل تصور است.

از آنجاکه در الگوی جایگزین پیشنهادی از عقود مبادله‌ای با نرخ سود ثابت - غیر از عقد سلف که دارای سود متغیر است؛ ولی در این الگو با استفاده از ابزارهای مشتقه سود آن نیز ثابت تعیین می شود - استفاده شده است، نرخ سود اوراق برای دارندگان آن ثابت است.

روشن است که ثابت بودن نرخ این اوراق مبتنی بر استفاده از عقود شرعی است و ایرادی از حیث انطباق با شریعت بر آن وارد نخواهد بود.

اما در خصوص پرداخت تدریجی و یا دفعی سود اوراق، این الگو ظرفیت به‌کارگیری هر دو روش را دارد؛ گرچه جهت جذاب‌سازی بیشتر اوراق برای متقاضیان بهتر است از کوپن‌های سود دوره‌ای استفاده شود. تبیین این ظرفیت بدین نحو است که در بخش اول ساختار عملیاتی این اوراق که مبتنی بر عقد اجاره به شرط تملیک است، اجاره‌بها که شامل اصل ارزش دارایی (i درصد وجوه جمع‌آوری‌شده) به علاوه سود مشخص است توسط بانی به‌نحو دوره‌ای پرداخت می‌شود. این پرداخت تدریجی در بخش چهارم ساختار عملیاتی این اوراق هم به‌نحو دیگری وجود دارد. در این بخش اقساط خرید مرابحه‌ای بانی که شامل ارزش نقدی مبیع به علاوه سود مرابحه‌ای است به‌نحو دوره‌ای پرداخت می‌شود.

۲۰۷

این در حالی است که در بخش دوم و سوم این ساختار عملیاتی، بازگشت اصل وجوه و سود آن به‌نحو دفعی و در سررسید است. در بخش دوم با فروش کالای پیش‌خریدشده به بانی و یا شخص ثالث در سررسید، مبلغی معادل اصل وجه پیش‌خرید (S درصد وجوه جمع‌آوری‌شده) به علاوه سود مشخص دریافت خواهد شد. در بخش سوم نیز چنانچه اسناد و مدارک بدهی تنزیل‌شده تا سررسید دیون نزد شرکت باقی بماند و در سررسید با استرداد آنان به بدهکاران، دیون نقد شود، اصل وجه خرید دیون (d درصد وجوه جمع‌آوری‌شده) به همراه سود مشخص آن دریافت خواهد شد.

در اینجا شرکت تخصصی مدیریت دارایی وظیفه دارد جریان وجوه دریافتی از بانی را به نحوی مدیریت کند که به دارندگان اوراق سود دوره‌ای پرداخت کرده و در سررسید اوراق، اصل مبلغ اسمی اوراق را به ایشان بازپرداخت نموده و اوراق را تسویه نماید. از این جهت پرداخت سود ثابت و دوره‌ای می‌تواند یکی دیگر از نقاط مثبت این الگوی پیشنهادی باشد. البته این مزیت، خاص اوراق وکالت است و اختصاصی به الگوی پیشنهادی ندارد.

د) امکان به‌کارگیری سهام بانی در بخش عملیات اجاره به شرط تملیک اوراق

آن‌گونه که پیش‌تر اشاره شد، مشهور فقهای امامیه، سهام را نشان‌دهنده مالکیت مشاع دارنده آن از دارایی شرکت دانسته و اجاره آن را از نظر فقهی صحیح برمی‌شمارند. الگوی پیشنهادی با استفاده از این ظرفیت این امکان را می‌دهد که در بخش عملیات اجاره به شرط تملیک، - برخلاف الگوی اوراق وکالت دولتی مالزی - صرفاً سهام تحت تملک بانی مورد بیع و اجاره قرار گیرد. این امر می‌تواند بر مدیریت ریسک و بیمه دارایی‌های مورد اجاره، شفافیت دارایی‌های مورد اجاره و تشویق شرکت‌های اقتصادی به حضور بهتر در بازار سرمایه و تعمیق این بازار کمک برساند.

ه) کاهش ریسک نکول تعهدات بانی در سررسید

بر خلاف اوراق وکالت دولتی مالزی که تعهد بانی به عودت اصل سرمایه دارندگان اوراق به روز سررسید موکول شده است، در این الگوی پیشنهادی، این ریسک با استفاده از عقد اجاره به شرط تملیک، مراحله اقساطی، تنزیل دیون و استفاده از بازار ثانوی برای آن تا حد مطلوبی کاهش خواهد داشت؛ به عبارتی بانی در طی دوره به‌صورت تدریجی، اصل وجوه دارندگان اوراق را در کنار سود منابع پرداخت می‌کند و عملیات پرداخت اصل دارایی به روز سررسید موکول نمی‌شود. بدیهی است این موضوع به کاهش ریسک نکول تعهدات بانی و مدیریت بهتر اوراق کمک می‌کند.

جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

یکی از انواع اوراق که در چند سال اخیر مورد توجه کشورهای اسلامی از جمله مالزی قرار گرفته است اوراق وکالت است. دولت مالزی نیز همانند بسیاری دیگر از دولت‌های کشورهای اسلامی سعی در بهره‌گیری از این اوراق در جهت تأمین مالی خود داشته است. نمونه تحت بررسی از اوراق بین‌المللی وکالت دولتی مالزی که از بیع، اجاره، مراحله و تورق استفاده می‌کند یک الگوی موفق جهانی در استفاده از ابزارهای مالی اسلامی است که البته با محدودیت‌هایی نیز همراه می‌باشد. این اوراق در دو بخش از عقود اجاره و مراحله استفاده می‌کند؛ در بخش اول محدودیت اختصاص الزامی سهم بیشتر به دارایی‌های مشهود

در سبد دارایی و محدودیت اختصاص الزامی سهم بیشتر به دارایی‌های اجاره‌ای در سبد دارایی‌های مشهود از مهم‌ترین این محدودیت‌هاست؛ همچنین در بخش دوم این اوراق از ابزار تورق متشکل استفاده می‌شود که همراه با شبهات و محدودیت‌هایی است.

از این رو در الگوی پیشنهادی سعی شد با حذف ابزار تورق، عقود دیگری همچون سلف، مباحه اقساطی و خرید دین و ابزار مشتقه اختیار فروش بنا به وضعیت بازار و الگوی کسب و کار بانی انتخاب و استفاده شود. بهره‌گیری از این عقود ضمن منعطف‌سازی اوراق و متنوع‌سازی سبد دارایی‌های شکل‌گرفته از وجوه جمع‌آوری شده، امکان پرداخت سود معین به دارندگان اوراق را فراهم می‌سازد؛ همچنین تلاش شد تا با طراحی سازوکار خاصی برای پرداخت اصل سرمایه و سود دارندگان اوراق، ریسک نکول تعهدات و جذابیت خرید اوراق بهبود یابد. انتظار می‌رود الگوی پیشنهادی برای تأمین مالی قابل کاربرد باشد. البته لازم است ذکر شود که الگوی پیشنهادی نیازمند مذاقه‌های فقهی و پژوهشی بیشتری نیز هست که امید می‌رود تحقیقات آتی به‌نحو جامعی به تکمیل آن یاری رسانند.

منابع و مأخذ

۱. جزیری، عبدالرحمن؛ *الفقه علی المذاهب الاربعه*؛ بیروت: دارالکتب العلمیه، ۱۴۰۵ق.
۲. فدایی واحد، میثم و محمد صفایی؛ «صکوک و کالت، ابزاری برای تأمین مالی با رویکرد کاهش ریسک»، *مجموعه مقالات چهارمین کنفرانس بین‌المللی توسعه نظام تأمین مالی در ایران*؛ تهران: مرکز مطالعات تکنولوژی دانشگاه صنعتی شریف، ۱۳۹۰.
۳. قلیچ، وهاب؛ *تورق چیست؟*؛ گزارش پژوهشی شماره ۴؛ تهران: انتشارات پژوهشکده پولی و بانکی، ۱۳۹۱.
۴. قلیچ، وهاب؛ «وکالت بانک‌ها چه اقتضایی دارد، سود تعیین شده یا رقابتی؟»، *فصلنامه تازه‌های اقتصاد*؛ س ۱۱، ش ۱۴۲، ۱۳۹۳.

۵. کاوند، مجتبی؛ نگاهی به تجربه جهانی اوراق وکالت و امکان‌سنجی انتشار آن در بازار سرمایه ایران، گزارش پژوهشی؛ تهران: مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۹۶.
۶. مصطفوی، سیدمحمدکاظم؛ **فقه المعاملات**؛ ج ۱، قم: دفتر انتشارات اسلامی، ۱۴۲۳ق.
۷. موسوی خمینی، سیدروح‌الله؛ **تحریرالوسیلة**؛ قم: دارالعلم، ۱۳۸۰.
۸. موسویان، سیدعباس و حسن بهاری قراملکی؛ **مبانی فقهی بازار پول و سرمایه**؛ تهران: انتشارات دانشگاه امام صادق علیه السلام، ۱۳۹۱.
۹. موسویان، سیدعباس، حسین‌پور و مجتبی کاوند؛ «اوراق بهادار (صکوک) وکالت، ابزاری مناسب برای تأمین مالی صنعت پتروشیمی»، **فصلنامه اقتصاد اسلامی**؛ س ۱۲، ش ۴۷، ۱۳۹۱.
10. Alvi, Ijlal Ahmed, Ahmed Rufai Mohammed & Usman Mohammad Naseer; **A comprehensive study of sukuk Market: sukuk Report**; 2 th edition, Internatinal Islamic Financial Market, 2011.
11. Bashir, Muhammad & Muhammad Amine; **Global Sukuk and Islamic Securitization Market**; Boston: BRIL, 2012.
12. Dubai International Financial Center; **Sukuk Guidbook**; Dubai: Dubai International Financial Center (DIFC), 2009.
13. Fitri Ellias, Muhl Ramadhan & Muhamad Nasir Haron & Mohd Faysal Mohammed; **Shariah Issues in Sukuk**; the Shariah Forum; Kuala Lumpur: KLIFF, 2013.
14. HSBC Amanah; “Global Sukuk Market: Current Status & Growth Potential”, Prepared for: **Conference on the Role of Sukuk in Development**; 2012.
15. IIFM; **Sukuk Report: A Comprehensive Study of the Global Sukuk Market**; 6 th Edition, 2017.

16. IIFM; **Sukuk Report: A Comprehensive Study of the Global Sukuk Market**; 7 th Edition, 2018.
17. International Shariah Research Academy for Islamic Finance (ISRA); **Islamic Capital Markets**; International Shariah Research Academy for Islamic Finance (ISRA), 2015.
18. Khan, Salman H.; “Why Tawarruq Needs to Go: AAOIFI and the OIC Fiqh Academy: Divergence or agreement?”, **Islamic Finance News**; 4 sep 2009.
19. Lackmann, Bedi Gunter; “Types of Sukuk (Islamic Bond) and History of Japanese Company Issuance”, **Nomura Journal of Capital Markets**; Vol. 6, No. 3, 2015.
20. Mohamad, Saadiah & Jaizah Othmanb & Othmar Lehnerc & Ruhaini Muda; “Social sukuk: A new mechanism to fund social services”, **Journal of Emerging Economies and Islamic Research**; Vol .5, No. 1, 2017.
21. Safari, M., Ariff, M., & Mohamad, S.; **Sukuk Securities: New ways of debt contracting**, London: John Wiley & Sons, 2014.
22. Sheikh, Tahir Ali; **Global Sukuk Market Outlook**; 13th edition, Kuala Lumpur: Kuala Lumpur Islamic Finance Forum, November 2016.
23. Suwadi; **the Legal Protections of Investment in Sovereign Sukuk: Evidence from Indonesia**; Thesis Submitted for the Degree of Master in International Business Law (LLM), University Van Tilburg, 2016.