Archive of SID

فصلنامه دیدگاه‌های حقوق قضایی
دورهٔ ۲۴، شمارهٔ ۸۴، زمستان ۱۳۹۷
صفحات ۷۷ تا ۱۰۰

Downloaded from jlviews.ujsas.ac.ir at 9:24 +0330 on Saturday October 5th 2019

صکوک، مصداقی از اوراق بهادار دووجهی

(تاریخ دریافت: ۱۳۹۶/۰۹/۲۲ ـ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۷/۱۱/۱۷)

محمد سلطانی،[۱] پگاه ذوالفقاری[۲]

*۱. استادیار گروه حقوق خصوصی دانشگاه شهید بهشتی **

۲. دانشجوی دکترای حقوق خصوصی دانشگاه شهید بهشتی

چکیده

اوراق بهادار اسلامی (صکوک) اوراقی هستند که ویژگی‌های سهام و اوراق قرضه را با هم دارند.آنها همانند سهام بیانگر نوعی مشارکت هستند. صکوک برخلاف سهام و مانند اوراق قرضه سررسید دارد، لذا می‌توان آن را نوعی ورقه بهادار دووجهی محسوب کرد. دووجهی برای توصیف ورقه بهاداری به کار می‌رود که مشخصه‌های ورقه قرضه و سهام را با هم داشته باشد؛ سهام ممتاز، ورقه بدهی قابل‌تبدیل و ورقه بدهی تبعی از نمونه‌های این اوراق هستند. ایده ایجاد این اوراق، طراحی ورقه‌ای بود که برای برخی اهداف سهام تلقی شود و برای برخی دیگر بتوان آن را ورقه بدهی دانست و از این طریق بهترین‌های هر دو را در یک ورقه گردآوری کرد. در این مقاله ما به معرفی اوراق بهادار دووجهی پرداخته، وجوه اشتراک صکوک با سهام و اوراق قرضه را بیان می‌کنیم. ما صکوک را مصداقی از اوراق دووجهی معرفی کرده‌ایم که می‌تواند در بازار کشورهای غیراسلامی نیز استفاده گسترده‌ای داشته باشد.

کلیدواژگان: صکوک، اوراق بهادار دووجهی، سهام ممتاز، اوراق قابل‌تبدیل، اوراق تبعی.

* نویسندهٔ مسئول؛ ***Email:*** soltanii.mohammad@gmail.com

www.SID.ir

Archive of SID

Downloaded from jlviews.ujsas.ac.ir at 9:24 +0330 on Saturday October 5th 2019

مقدمه

صکوک ابزار مالی اسلامی است که به علت برخی محدودیت‌های موجود در نظام مالی اسلامی و عدم امکان استفاده از اوراق قرضه متعارف، برای تأمین مالی میان‌مدت و بلندمدت به وجود آمده است. صکوک بسیار شبیه اوراق قرضه است؛ اما در عین حال تفاوت‌هایی با این اوراق دارد و در برخی موارد می‌توان در آن ویژگی‌های سهام را نیز مشاهده کرد. صکوک وسیله‌ای مناسب برای هدایت نقدینگی سرگردان جامعه به سوی سرمایه‌گذاری مولد است (نجفی، ۱۳۸۵: ۴۸). این ابزار قابل‌مبادله در بازار سرمایه، نرخ درآمد ثابت یا متغیری را برای میان‌مدت یا بلندمدت ارائه می‌دهد (Hourani & Fahl, 2001: 55-61). صکوک توسط مؤسسات رتبه‌بندی بین‌المللی که سرمایه‌گذاران از آنها به عنوان راهنمایی برای ارزیابی پارامترهای ریسک ـ بازدهی صکوک استفاده می‌کنند، ارزیابی و رتبه‌بندی می‌شود. صکوک ابزاری نقدشونده و قابل‌مبادله در بازار ثانویه[1] نیز محسوب می‌شود. دارندگان صکوک ممکن است برای تمام مدت قرارداد مایل به نگهداری اوراق نباشند و شاید به نقدینگی نیاز پیدا کنند، آنان می‌توانند اوراق خویش را در بازار ثانوی به اشخاص دیگری منتقل کنند (موسویان و رحیمی، ۱۳۹۱: ۱۰۷).

از تاریخ انتشار نخستین اوراق جهانی صکوک توسط دولت مالزی و در سال ۲۰۰۲، بازارهای صکوک نرخ رشدهای قابل‌توجهی را تجربه کرده که توجه سرمایه‌گذاران، تحلیلگران و محققان را به خود جلب کرده است (Visser, 2009: 64). سازمان حسابرسی و بازرسی نهادهای مالی اسلامی[2] صکوک را این‌گونه تعریف کرده است: «صکوک گواهی‌های با ارزش مالی یکسان است که بیانگر سهم مشاع دارندگان آن در مالکیت دارایی‌های ملموس، منافع، خدمات یا در مالکیت دارایی‌های حاصل از پروژه‌های خاص یا فعالیت‌های سرمایه‌گذاری خاص است».

---

۱. مطابق بند ۱۰ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴، بازار ثانوی بازاری است که اوراق بهادار پس از عرضه اولیه در آن داد و ستد می‌شوند. در مقابل بازار ثانوی، بازار اولیه قرار دارد که در آن ناشر اوراق، اوراق را به وسیله عامل فروش به سرمایه‌گذاران منتقل می‌نماید. این مرحله، مرحله ابتدایی انتقال مالکیت اوراق است که از آن به واگذاری اوراق تعبیر می‌شود و مقررات ما از آن به پذیره‌نویسی یاد می‌کند.

2. Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI).

www.SID.ir

Archive of SID

Downloaded from jlviews.ujsas.ac.ir at 9:24 +0330 on Saturday October 5th 2019

خارج از نظام مالی اسلامی، یکی از انواع اوراق بهادار متعارف اوراق دووجهی[1] هستند. ورقه بهادار دووجهی اصطلاحی است برای توصیف ورقه‌ای که هم زمان مشخصه‌های اوراق بهادار بدهی[2] و اوراق بهادار سرمایه‌ای[3] یا سهام را دارد. برخی از انواع اوراق دووجهی اوراق قرضه‌ای هستند که به دارنده آن حق تبدیل به سهام (عموماً سهام عادی) را اعطا می‌کند. این حق به دارنده این امکان را می‌دهد تا در صورتی که سهام ناشر رشد کرد و در بازار عملکرد خوبی داشت، او بتواند ورقه خود را با سهام عادی شرکت معاوضه کند و سهامدار شرکت و از سود آن بهره‌مند شود. در مقابل، اگر سهام شرکت در وضع مناسبی نبود او با داشتن ورقه قرضه، صرفاً طلبکار شرکت است و در زیان شرکت سهیم نیست و این‌گونه از ضرر و زیان محفوظ می‌ماند.[4]

دووجهی نامیدن این دسته از اوراق به این دلیل است که آنها هم شبیه ورقه قرضه هستند و هم می‌توانند تبدیل به سهام شوند (Spiegeler and Wim, 2011: 3-21).[5] برخی دیگر از اوراق دووجهی اوراق سهامی هستند که ویژگی‌هایی شبیه ورقه قرضه دارند، مانند سهام ممتاز.

در این مقاله این احتمال را مطرح می‌کنیم که صکوک نیز مصداقی از اوراق بهادار دووجهی است؛ زیرا حداقل در صکوک دارایی پشتوانه[6] هم‌زمان می‌توان خصایص اواق قرضه (مانند سررسید

---

1. Hybrid securities.

۲. در اوراق بدهی، ناشر اوراق بازپرداخت اصل مبلغ اوراق و سودهای متعلقه را تعهد می‌کند و رابطه پایه میان طرفین رابطه طلبکار ـ بدهکار است. البته صکوک (دارایی پشتوانه) در تعهد بازپرداخت اصل مبلغ توسط ناشر شبیه اوراق بدهی نیست، بلکه برای مثال از این جهت که سررسید دارد، شبیه اوراق بدهی است و آنچه در این مقاله به عنوان ورقه‌ای دووجهی مدنظر ما است صکوک دارایی پشتوانه است.

۳. در اوراق سرمایه‌ای، سرمایه‌گذاران مالکیت دارایی پایه را به‌دست می‌آورند. سهام مصداق بارز این اوراق است. در این حالت رابطه میان سرمایه‌گذار و ناشر رابطه طلبکار ـ بدهکار نیست و اصولاً سرمایه‌گذار و ناشر در مالکیت دارایی با یکدیگر مشارکت می‌نمایند (سلطانی، ۱۳۹۵: ۱۸۹ –۱۸۸).

۴. این حق را اصطلاحاً "equity-kicker" می‌نامند.

5. See also: Www.asx.com,last visited on 11/03/2017.

6. Asset-backed sukuk.

صکوک دارایی پشتوانه صکوکی است که در آن دارنده، مالک مشاع دارایی پشتوانه است و اصل سرمایه‌ای که در پایان به او برگردانده می‌شود بر اساس ارزش این دارایی در بازار است و درآمدها و بازپرداخت‌های صورت گرفته به دارنده نیز مستقیماً ناشی از این دارایی پشتوانه است (برای مطالعه بیشتر ر.ک شوشی نسب، ۱۳۹۴: ۱۴۹).

www.SID.ir

Archive of SID

Downloaded from jlviews.ujsas.ac.ir at 9:24 +0330 on Saturday October 5th 2019

معین) و سهام (مانند مشارکت در مالکیت دارایی) را مشاهده کرد.[1] در واقع صکوک ابزاری مالی است با ویژگی‌های سهام و ورقه قرضه که برای تأمین مالی عملیات تجاری شرکت‌ها یا تأمین هزینه تولید دارایی‌های ملموس یا تأمین بودجه لازم برای طرح‌ها و پروژه‌ها منتشر می‌شود (Godlewski, Turk-Ariss and Weill, 2013: 745-761; Hakim, 2007: 161-171). صکوک همانند اوراق قرضه تاریخ سررسید دارند و در برخی از آنها دارنده در طول دوره، یک درآمد منظم دریافت می‌کند. همچنین صکوک از این لحاظ که بیانگر مالکیت دارنده آن در یک دارایی است، به سهام شباهت دارد و در برخی از انواع آن تضمینی برای وجود یک درآمد ثابت وجود ندارد.

بحث درباره ماهیت این ابزار، به‌ویژه در فرض ورشکستگی ناشر یا بانی، همواره مطرح بوده است؛ یعنی جایی که تمییز و تشخیص دارنده صکوک به عنوان دارنده سهام یا صرفاً به عنوان یک طلبکار مورد تردید و سؤال قرار می‌گیرد. این بحث بیشتر به دلیل وجود مدل جدیدتری از صکوک، یعنی صکوک مبتنی بر دارایی،[2] بوده است؛ زیرا صکوک دارایی پشتوانه که ما آن را در این پژوهش مصداقی از اوراق بهادار دووجهی می‌دانیم، در فرض ورشکستگی ناشر یا بانی با مشکلات صکوک مبتنی بر دارایی مواجه نیست. توضیح آنکه بحران مالی سال ۲۰۰۸ اهمیت حقوق ورشکستگی را در رابطه با صکوک بیش‌ازپیش روشن ساخت. در آن بحران آشکار شد که حسب اینکه صکوک، دارایی پشتوانه باشد یا مبتنی بر دارایی، ریسک ورشکستگی آن متفاوت است. سازوکار انتشار صکوک دارایی پشتوانه که به موجب آن دارنده مالک دارایی پشتوانه می‌شود، هرچند ریسک مرتبط با دارایی را به سرمایه‌گذاران و دارندگان صکوک تحمیل می‌کند (Hesse, Jobst and Sole, 2008: 182)، اما در مقابل، دارنده به هنگام ورشکستگی، به علت مالکیتش بر دارایی، در دریافت طلب خود بر سایر طلبکاران حق تقدم دارد؛ لذا در برابر ریسک ورشکستگی ناشر محفوظ است. در مقابل، در صکوک مبتنی بر دارایی، همچون اوراق قرضه، هنگام ورشکستگی هیچ دسترسی‌ای به دارایی وجود ندارد و با دارنده صکوک مانند یک طلبکار معمولی برخورد می‌شود (Jhordy

---

۱. همان‌طور که گفتیم در این مقاله هرجا صکوک را ورقه دووجهی می‌دانیم؛ صکوک دارایی پشتوانه منظور است، نه صکوک مبتنی بر دارایی.

2. Asset-based sukuk:
در صکوک مبتنی بر دارایی مالکیتی بر دارایی وجود ندارد و درآمدهای پرداختی به دارنده مستقیماً ناشی از دارایی نیست (شوشی نسب، ۱۳۹۴: ۱۴۹).

www.SID.ir

Archive of SID

Downloaded from jlviews.ujsas.ac.ir at 9:24 +0330 on Saturday October 5th 2019

Kashoogie, 2011: 6). به طور کلی بحث بسیاری مبنی بر اینکه آیا صکوک شبیه به اوراق قرضه است یا سهام همواره وجود دارد (Shams, 2016: 37; Jhordy Kashoogie, 2015: 135-145).

صکوک می‌تواند به عنوان یک ورقه دووجهی جدید، بیش‌ازپیش در بازارهای سرمایه غیرمسلمان رواج یابد؛ چراکه ویژگی‌های هر دو نوع ورقه در صکوک وجود دارد و با پذیرش ماهیت دووجهی، صکوک صرفاً مختص بازارهای اسلامی نیست و سایر بازارهای سرمایه هم می‌توانند از این ابزار برای تأمین مالی استفاده کنند. اکنون نیز کشورهای غیرمسلمان بسیاری از صکوک بهره می‌برند.

در این مقاله درصدد هستیم صکوک را مصداقی از اوراق بهادار دووجهی معرفی کرده، به این نکته اشاره کنیم که صکوک می‌تواند همانند سایر اوراق دووجهی متعارف، ابزار مالی مناسبی برای استفاده در بازارهای سرمایه غیراسلامی باشد. بدین منظور ابتدا در بخش اول به معرفی صکوک، بازار و انواع آن می‌پردازیم و در بخش دوم مفهوم اوراق بهادار دووجهی و انواع آنها را بررسی می‌کنیم. در بخش سوم نیز به بیان وجوه اشتراک صکوک با سهام و اوراق قرضه می‌پردازیم تا از این طریق در پایان به این موضوع رهنمون شویم که صکوک می‌تواند هم‌زمان ویژگی‌های سهام و ورقه قرضه را داشته، ورقه‌ای دووجهی باشد.

۱. مفهوم، بازار و انواع صکوک

صکوک یا همان اوراق بهادار اسلامی ابزارهای مالی شبیه اوراق قرضه و سهام است که با حقوق اسلامی انطباق دارد. نظام مالی اسلامی شبکه‌ای از ابزارهای مالی، بازارها و نهادهای مالی است که در چارچوب اصول و مبانی اسلامی، نقل و انتقال وجوه مازاد را به متقاضیان این وجوه تسهیل و هدایت می‌کند (صالح آبادی، ۱۳۷۴: ۹). در این بخش به بررسی مفهوم اوراق بهادار اسلامی (صکوک)، پیشرفت بازار صکوک و توضیح انواع صکوک می‌پردازیم.

۱-۱. مفهوم صکوک

بعد از اجرای موفق ایده بانکداری بدون ربا در بسیاری از کشورهای اسلامی، اندیشمندان مسلمان به طراحی ابزارهای مالی اسلامی اندیشیدند. به این منظور مطالعات گسترده‌ای روی عقود شرعی و قابلیت آنها برای ابزارسازی صورت گرفت تا با استفاده از آنها ابزارهای مالی اسلامی به

www.SID.ir

Archive of SID

Downloaded from jlviews.ujsas.ac.ir at 9:24 +0330 on Saturday October 5th 2019

عنوان جایگزین ابزارهایی چون اوراق قرضه و اوراق سهام ممتاز که به طور معمول مبتنی بر قرض با بهره و ربا هستند، طراحی شود (موسویان، ۱۳۹۲: ۳۴۵؛ Ahmed, 2006: 79-101).

در ایران نخستین ابزار مالی اسلامی در دهه ۷۰ شمسی و با انتشار اوراق مشارکت برای تأمین مالی طرح بزرگ نواب توسط شهرداری تهران استفاده شد. با تصویب قانون بازار اوراق بهادار در سال ۸۴ و نیز تصویب قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید در سال ۸۸ این فرصت فراهم شد تا این دسته از ابزارهای مالی به نحو مطلوب و در راستای توسعه نظام تأمین مالی کشور استفاده شود (سلیمی، ۱۳۹۱: ۳۰۱).

صکوک به سه گروه تقسیم می‌شوند: ۱. ابزارهای مالی غیرانتفاعی که بر اساس قرارداد قرض-الحسنه طراحی شده‌اند. ۲. ابزارهای مالی انتفاعی با نرخ سود معین که مبتنی بر قراردادهای مبادله‌ای مانند مرابحه، اجاره، منفعت و استصناع ارائه شده‌اند، ۳. ابزارهای مالی انتفاعی با نرخ‌های سود انتظاری که با توجه به قراردادهای مشارکتی مانند مشارکت، مضاربه، مزارعه و مساقات عرضه شده-اند (موسویان، ۱۳۹۲: ۳۴۶).

رویه‌های انتشار صکوک معمولاً به صورت ترکیبی از مجموعه عقدها شامل بیع، اجاره و وکالت است. برخی از فقیهان از جمله شهید اول و صاحب جواهر ترکیب عقدها را به طور مطلق جایز می‌دانند (نجفی، ۱۹۸۱: ۲۲ و ۳۱). این به آن جهت است که در ترکیب عقدها در صورت پیش‌گفته، هریک از عقدها ماهیت و حکم شرعی خود را حفظ می‌کند و حتی در فرض عدم تطابق صکوک با عقود معین موجود نیز می‌توان آن را در چارچوب عقد صلح بررسی کرد (نذری و کامران مطلق، ۱۳۸۹: ۸۹).

برای آنکه صکوک منطبق با قواعد شریعت باشد باید سه مقرره یا شرط را رعایت کند: ۱. گواهی صکوک باید بیانگر مالکیت دارایی‌های ملموس، منفعت یا خدمات حاصل از شرکت‌های مولد درآمد باشد. ۲. پرداخت‌هایی که به سرمایه‌گذار صورت می‌گیرد باید ناشی از سودی باشد که پس از کسر مالیات باقی می‌ماند، به عبارت دیگر سود صکوک قابل کسر از درآمد قبل از مالیات نیست و مانند بهره پرداختی به اوراق قرضه جزو هزینه‌های شرکت محسوب نمی‌شود. ۳. ارزشی که در تاریخ سررسید به سرمایه‌گذار پرداخت می‌شود باید بر اساس قیمت روز دارایی پشتوانه در آن تاریخ باشد، نه سرمایه اولیه سرمایه‌گذار (Godlewski & colleagues, 2013: 745-761).

اوراق بهادار اسلامی در سه کیفیتِ مالکیت، توزیع سود و تضمین سرمایه با اوراق قرضه ربوی تفاوت دارد (Hamoudi, 2010: 293-305). صکوک به طور معمول دربردارنده سهم مشاعی از

www.SID.ir

Archive of SID

Downloaded from jlviews.ujsas.ac.ir at 9:24 +0330 on Saturday October 5th 2019

سرمایه دارای سود یا درآمد هستند که این ویژگی آنها را از اسناد ربوی متمایز می‌سازد (تسخیری، ۱۳۸۶: ۱۱). تضمین سرمایه از نظر تئوری در ساختار صکوک وجود ندارد، در باب توزیع سود نیز برخلاف اوراق قرضه که بازده ثابت دارد، بازدهی این اوراق به نوع قراردادی که اوراق بر اساس آن طراحی شده است بستگی داشته، از جهت ثابت بودن یا انتظاری بودن نرخ بازدهی متفاوت‌اند و به نوع صکوک بستگی دارد (تسخیری، ۱۳۸۶: ۱۱).

اصولاً طرفین درگیر در انتشار صکوک عبارت‌اند: بانی، ناشر اوراق و سرمایه‌گذار. ناشر اوراق یا همان مؤسسه با هدف خاص (اس پی وی)[1] در ایران نهاد واسط[2] نامیده می‌شود. نهاد واسط شرکتی است که در تأمین مالی مبتنی بر دارایی با اهداف معین، به‌ویژه به منظور جدا کردن ریسک‌های مربوط به سرمایه‌پذیر، از دارایی‌های مبنای انتشار اوراق مورد استفاده قرار می‌گیرد (سلطانی، ۱۳۹۵: ۲۰۸). اگر این دارایی در ترازنامه شرکت اصلی وجود داشته باشد و به شرکت با مقصد خاص منتقل نشود، آنگاه، طلبکاران بانی نیز ممکن است نسبت به آن ادعا داشته باشند (پهلوان و رضوی، ۱۳۸۶: ۲۷). اس پی وی یا نهاد واسط مؤسسه یا شرکتی است مستقل از شرکت بانی که دارایی پشتوانه به آن منتقل شده است و به انتشار صکوک می‌پردازد.

۱-۲. بازار صکوک

دوران جدید مالی اسلامی در سال‌های ۱۹۷۰ با ایجاد بانک توسعه اسلامی،[3] بانک اسلامی دوبی و بانک اسلامی فیصل در مصر آغاز شد. با گذشت زمان نیاز به تنوع بیشتر در محصولات نقدینگی منجر به توسعه صکوک شد. در سال ۱۹۹۰ اولین انتشار صکوک به ارزش سی میلیون دلار توسط گروه شِل[4] که یک شرکت مالزیایی بود، صورت گرفت. مالزی بدون شک در بازار صکوک یک کشور پیشگام است؛ زیرا این کشور در تعدادی از نقاط عطف انتشار صکوک از جمله اولین

---

1. Special purpose vehicle (SPV).

۲. نهاد واسط طبق بند (د) ماده ۱ قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید چنین تعریف شده است: «یکی از نهادهای مالی موضوع قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران است که می‌تواند با انجام معاملات موضوع عقود اسلامی نسبت به تأمین مالی از طریق انتشار اوراق بهادار اقدام نماید».

3. Islamic Development Bank (IDB).

4. Shell Group.

www.SID.ir

Archive of SID

Downloaded from jlviews.ujsas.ac.ir at 9:24 +0330 on Saturday October 5th 2019

صکوک رینگیت جهانی، اولین صکوک شرکتی جهانی و اولین صکوک دولتی جهانی پیشقدم بوده و امروزه نیز جز پیشگامان این حوزه است (IIFM, 2012: 14; IIFM, 2018: 39).

بعد از اولین انتشار صکوک دولتی توسط مالزی در سال ۲۰۰۲، انتشار صکوک دولتی در سایر کشورها ادامه یافت؛ دولت بحرین و دولت قطر در سال ۲۰۰۳، بانک اسلامی دوبی در سال ۲۰۰۳ و ۲۰۰۵، ایالت زاکسن آنهالت[1] آلمان در سال ۲۰۰۴ و دولت پاکستان در سال ۲۰۰۵ از جمله این کشورها هستند.

بیرون از بازار مالزی، در خاورمیانه، بعد از اولین انتشار صکوک بحرین بازار صکوک به مرز دو بیلیون دلار در سال ۲۰۰۳ و سپس به حدود هفت بیلیون دلار تا سال ۲۰۰۴ رسید (Khan and Bhatti, 2008: 58). در حقیقت بازار صکوک در خاورمیانه، به علت پشتوانه قوی پول نفت، یک بازار بالقوه قوی است. کشورهای حوزه خلیج فارس و آسیای جنوب شرقی بازیگران اصلی بازار جهانی صکوک هستند. در بین کشورهای حوزه خلیج فارس امارات متحده عربی، عربستان، بحرین، قطر و کویت کشورهای مهمی در حوزه انتشار صکوک به حساب می‌آیند و در بین کشورهای آسیای جنوب شرقی مالزی نقش اصلی را بازی می‌کند. طی سال‌های ۲۰۰۲ تا ۲۰۰۸ مالزی حدود ۱۲ درصد و کشورهای خلیج فارس ۱۷ درصد از سهم بازار صکوک را در دست داشتند (Albashir and Alamine, 2008: 1). امروزه نیز این کشورها همچنان از بازیگران اصلی صکوک در این مناطق هستند.

علاوه بر کشورهای مسلمان، کشورهای با جمعیت اقلیت مسلمان هم از بازار صکوک استفاده کرده‌اند. اولین کشور غیرمسلمان که صکوک را منتشر کرد آلمان (در سال ۲۰۰۴) بود. در امریکا نیز برای اولین بار در سال ۲۰۰۶ کمپانی کامرون شرقی که یک شرکت گازی و نفتی بود ۱۶۷ میلیون دلار صکوک مشارکت منتشر کرد (ISRA, 2011: 394).

بازار صکوک به عنوان یکی از بخش‌های اصلی مالیه اسلامی پس از صدور تعداد زیادی صکوک بین المللی پدید آمد. قبل از بحران اقتصادی ۲۰۰۸، بازار صکوک در سال ۲۰۰۷ با انتشار ۴۹ بیلیون دلار صکوک جهانی به اوج خود رسید (IIFM, 2013: 7). با وجود این، طی سال‌های ۲۰۰۸ و ۲۰۰۹ ارزش بازار صکوک به ترتیب تا حدود ۱۸ و ۲۵ بیلیون دلار کاهش یافت (IIFM, 2014: 9).

---

1. Saxony-Anhalt.

www.SID.ir

Archive of SID

Downloaded from jlviews.ujsas.ac.ir at 9:24 +0330 on Saturday October 5th 2019

در اکتبر ۲۰۱۳ دولت انگلیس انتشار صکوک دولتی خود در سال ۲۰۱۴ را اعلام کرد. کشورهای دیگر مانند هنگ کنگ، افریقای جنوبی، لوکزامبورگ و عمان نیز تصمیم به انتشار صکوک دولتی مشابه گرفتند (MIFC, 2014: 1). تأمین مالی اسلامی در سال‌های اخیر، به‌ویژه پس از بحران مالی سال ۲۰۰۸، و به علت ثباتی که این سیستم در مقایسه با سیستم‌های مرسوم داشت در کشورهای بسیاری مورد توجه واقع شده است (RAM Rating Services Berhad, 2013: 2). بر اساس گزارش بازار بین‌المللی مالیه اسلامی[1] در سال ۲۰۱۶ پیشرفت‌های جدیدی در حوزه صکوک اتفاق افتاده است و متقاضیانی از حوزه‌های متفاوت از اروپا و آسیا گرفته تا شوروی سابق و افریقا و حتی امریکای شمالی خواهان استفاده از صکوک به‌عنوان یک ابزار تأمین مالی جایگزین هستند (IIFM Sukuk Report (5th Edition), 2016). در سال ۲۰۰۲ حجم کل صکوک منتشر شده فقط ۱۱۷۲ میلیون دلار بود، در حالی که در سال ۲۰۱۶ این میزان به ۶۸۷۴۲ میلیون دلار رسیده است(IIFM Newsletter, 2017).[2]

۱-۳. انواع صکوک

صکوک در یک دسته‌بندی کلی به دو نوع دارایی پشتوانه و مبتنی بر دارایی تقسیم می‌شود. در ادامه به توضیح این دو قسم از صکوک می‌پردازیم.

۱-۳-۱. صکوک دارایی پشتوانه

سیستم مالی اسلامی به لحاظ نظری اغلب یک سیستم مالی دارایی پشتوانه است که هر طلب مالی را به یک دارایی واقعی مربوط به آن وصل می‌کند (واعظ برزانی، دلالی اصفهانی و آل بوسویلم، ۱۳۸۸: ۲۳۵). در صکوک دارایی پشتوانه دارنده صکوک سهمی از دارایی ملموس یا یک فعالیت تجاری را در کنار سهمی از ریسک نهایی که متناسب با سهم او از مالکیت است دریافت

---

1. Internationl Islamic Financial Market (IIFM) report.
بازار بین‌المللی مالیه اسلامی نهادی است که به استانداردسازی محصولات و قراردادهای مالی اسلامی در حوزه بازار پول و سرمایه می‌پردازد. این نهاد در سال ۲۰۰۲ و در کشور بحرین و با تلاش‌های بانک توسعه اسلامی، بانک مرکزی بحرین، بانک مرکزی سودان، بانک نگارای مالزی و بانک اندونزی تأسیس شد (برگرفته از وب‌سایت این نهاد به آدرس: (http://www.iifm.net/about-page).

2. Available at: Www.iifm.net, last visited on 11/03/2017

www.SID.ir

Archive of SID

Downloaded from jlviews.ujsas.ac.ir at 9:24 +0330 on Saturday October 5th 2019

می‌کند. این صکوک نوعی سند مالکیت است و سرمایه‌گذار در سود و زیان دارایی شریک می‌شود (شوشی‌نسب، ۱۳۹۴: ۱۴۸-۱۵۱). البته رابطه اشخاص با دارایی ملموس در ظاهر یک رابطه مالکیت است، اما عملاً یک رابطه مالکیتی نیست. مالکان صکوک هیچ‌گونه دخالتی در فرایند اداره و کنترل دارایی نداشته، از محاسبات ناشر بی‌اطلاع هستند (Barzel, 1997: 12).

در اوراق بهادار با پشتوانه دارایی، دارندگان صکوک در صورت قصور در پرداخت‌ها توسط ناشر، می‌توانند حقوق خود را از محل دارایی وصول کنند (Afshar, 2013: 44). در صورت ورشکستگیِ بانی، دارندگان صکوک نسبت به سایر طلبکاران تقدم دارند؛ چراکه اوراق آنها نماینده مالکیت نسبت به مال پشتوانه انتشار آن است (Knifer, 2012: 1). البته یادآوری می‌شود که در صورت کاهش ارزش دارایی پشتوانه نیز این سرمایه‌گذاران هستند که متضرر می‌شوند (موسویان، ۱۳۸۸: ۵۶).

۱-۳-۲. صکوک مبتنی بر دارایی

صکوک مبتنی بر دارایی صکوکی است که دارایی مبنای انتشار آن اموال ملموس یا غیرملموس بوده و دارنده فقط در سود شریک است (شوشی‌نسب، ۱۳۹۴: ۱۵۱ - ۱۴۸). صکوک مبتنی بر دارایی صرفاً به دارنده نوعی مالکیت ذی‌نفعی[1] اعطا می‌کند؛ لذا در فرض قصور در پرداخت یا ورشکستگی بانی، دارنده هیچ ادعایی نسبت به دارایی‌های پایه ندارد (Knifer, 2012: 1). در حال حاضر صکوک در ایران بیشتر تابع این مدل از صکوک است.

دلیل پیش‌بینی این نوع صکوک این بود که هم ناشران صکوک حاضر به فروش دارایی خود نبودند، هم سرمایه‌گذاران تقاضای پذیرش ریسک ناشی از مالکیت دارایی پشتوانه را نداشته و اسنادی شبیه به اوراق قرضه با سود ثابت را طلب می‌کردند. آنچه مورد نیاز بود این بود که دارایی پشتوانه به سرمایه‌گذاران فروخته شده، ایشان مالک ذی‌نفعی این اموال شوند، در حالی که مالکیت قانونی آن همچنان متعلق به ناشر باشد و سرمایه‌گذار با توجه به مالکیت ذی‌نفعی خود، تنها در سود ناشی از دارایی شریک باشد (Abdullah, 2012: 7).[2]

---

1. Beneficial ownership:
منظور از مالکیت ذی‌نفعی این است که عناصری از بسته حقوق مالکیت نظیر حق استفاده از سود حاصل از دارایی به مالک ذی‌نفعی تعلق دارد، هرچند که مالکیت قانونی آن متعلق به شخص دیگری است (شوشی‌نسب، ۱۳۹۴: ۱۵۰). این مفهوم از حقوق تراست در انگلستان اتخاذ و بعدها به کشورهای نظام حقوق نوشته نیز وارد شده است.

2. Available at:Www.iais.org, last visited on 11/03/2017

www.SID.ir

Archive of SID

Downloaded from jlviews.ujsas.ac.ir at 9:24 +0330 on Saturday October 5th 2019

در صکوک مبتنی بر دارایی، خریدارانِ اوراق و به عبارت بهتر سرمایه‌گذاران در زمان‌بندی مشخص درصد معینی سود دریافت می‌کنند (تسخیری،۱۳۸۶: ۱۲).

۲. مفهوم و انواع اوراق بهادار دووجهی

اوراق بهادار دووجهی یکی از انواع اوراق بهادار است که می‌توان در آن مشخصه‌های سهام و اوراق قرضه را در کنار هم مشاهده کرد. صکوک مصداقی از این اوراق است؛ به همین دلیل شناخت مفهوم و انواع این اوراق ضروری است. برای دست‌یابی به این مهم، در این بخش ابتدا به بررسی مفهوم ورقه دووجهی و سپس بیان انواع این اوراق می‌پردازیم.

۲-۱. مفهوم ورقه بهادار دووجهی

ورقه بهادار دووجهی اصطلاحی است برای توصیف ورقه‌ای که هم‌زمان مشخصه‌های اوراق بدهی (قرضه) و سرمایه‌ای (سهام) را دارد. ایده‌ای که در پس اوراق دووجهی وجود دارد این است که ورقه‌ای طراحی شود که برای برخی اهداف سهام تلقی شود و برای برخی دیگر بتوان آن را ورق بدهی تلقی کرد و از این طریق بهترین‌های ممکن را در یک ورقه گردآورد. اوراق دووجهی اشکال و انواع مختلفی دارند. برخی از آنها از این جهت دووجهی هستند که ماهیتاً در آنِ واحد عناصر و نشانه‌های مربوط به سهام و ورقه قرضه را دارند؛ مانند سهام ممتاز.[1] برخی دیگر صرفاً به لحاظ شکلی این‌گونه طراحی شده‌اند که نشانه‌های مربوط به هر دو گروه از اوراق را داشته باشند، مانند اوراق بدهی تبعی.[2] در نهایت نوع دیگری از اوراق دووجهی مانند اوراق بهادار قابل‌تبدیل[3] به این علت دووجهی محسوب می‌شوند که حیات خود را به عنوان نوعی از سرمایه‌گذاری آغاز می‌کنند، اما این قابلیت و امکان را دارند که به نوعی دیگر از سرمایه‌گذاری (برای مثال سهام) تبدیل شوند.

---

1. Preferred shares
2. Subordinated bonds:
اوراق بدهی تبعی اوراقی هستند که همانند سهام عادی حقوق مربوط به آنها یعنی حق بر سود و بازپرداخت اصل سرمایه بعد از ایفای حق گروه یا گروه‌های دیگری از صاحبان بدهی پرداخت می‌شود.
3. Convertible bonds:
اوراق بدهی قابل تبدیل ابزارهایی با درآمد ثابت و سررسید مشخص است که قابلیت تبدیل به سهام شرکت ناشر را دارد.

www.SID.ir

Archive of SID

Downloaded from jlviews.ujsas.ac.ir at 9:24 +0330 on Saturday October 5th 2019

هر شرکتی می‌تواند یک یا چند ویژگی مربوط به سهام را در اوراق بدهی خود بگنجاند و بدین ترتیب چنین اوراقی در گروه گسترده اوراق دووجهی شرکتی[1] قرار می‌گیرند (Liberadzki and Liberadzki, 2016: 1-3). اوراق قرضه‌ای که یکی از ویژگی‌های شبیه سهام همچون سررسید طولانی ـ و گاهی دائمی ـ، تبعیت و فرعی بودن نسبت به سایر بدهی‌ها، امکان ضرر و امکان تعویق کوپن‌های بهره را داشته باشند، اوراق دووجهی هستند (Spiegeleer, Schoutens and Van Hulle, 2014: 1).

برخی از اشکال اوراق دووجهی مدت‌ها است که استفاده می‌شود، مانند سهام ممتاز؛ در حالی که سایر این اوراق به‌تازگی و در پاسخ به برخی نیازهای مربوط به سرمایه ایجاد شده‌اند (Gullifer and Payne, 2015: 49-50). اوراق دووجهی به دلیل داشتن مشخصه‌هایی شبیه سهام در چند سال گذشته با اقبال بسیاری روبه‌رو شده‌اند. آنها اغلب در مقایسه با سایر اوراق با بهره ثابت، مانند اوراق قرضه دولتی، نرخ بهره بالاتری دارند، برای ناشر هزینه مالیاتی کمتری داشته، دارای سررسید طولانی یا فاقد سررسید هستند. این اوراق معمولاً بعد از زمان مشخصی به اختیار ناشر قابل‌بازخرید نیز هستند (Tashman, 2006: 664).

۲-۲. انواع اوراق بهادار دووجهی

اوراق بهادار دووجهی اشکال و انواع مختلفی دارد. انواع مختلف اوراق دووجهی به تناسب اهداف مختلف وجود دارند و استفاده می‌شوند؛ اما مشخصه واحد همه آنها این است که ویژگی‌های سهام و اوراق بدهی را با هم دارند. سهام ممتاز، اوراق بدهی قابل‌تبدیل و اوراق بدهی تبعی رایج‌ترین انواع این اوراق هستند. سهام ممتاز مدل رایج و متداول ورقه دووجهی است. نوع دیگری از اوراق دووجهی اوراق بهادار قابل‌تبدیل است.

۲-۲-۱. سهام ممتاز

سهام ممتاز نمونه رایج و متداول ورقه دووجهی است. سهام ممتاز نوعی اوراق بهادار سرمایه‌ای است که در تعریف آن گفته شده: «سهامی است که به موجب اساسنامه یا طبق تصویب مجمع عمومی فوق‌العاده شرکت، امتیاز یا امتیازات خاصی نسبت به سایر سهام همان شرکت به دارنده خود اعطا می‌کند» (اسکینی، ۱۳۸۵: ۷۶).

---

1. Corporate hybrids

www.SID.ir

Archive of SID

Downloaded from jlviews.ujsas.ac.ir at 9:24 +0330 on Saturday October 5th 2019

دارنده سهام ممتاز حق دریافت سود ثابت و اصل سرمایه خود را دارد. این سود بستگی به عملکرد شرکت و تحقق آن دارد؛ اما در صورت تحقق، مقدار آن ثابت است. سهامداران ممتاز معمولاً حقی بر مازاد دارایی شرکت ندارند و حق رأی برای آنان یا وجود ندارد یا بسیار محدود است. بسته به نوع امتیاز، معمولاً دارندگان سهام ممتاز از جهت اولویت در دریافت اصل و سود سرمایه خود بعد از صاحبان اوراق قرضه و قبل از دارندگان سهام عادی قرار می‌گیرند (جهانخانی و پارسائیان، ۱۳۷۴: ۲۲۹). دریافت سود و درآمد ثابت و اصل سرمایه مقدم بر سهامداران عادی به این معنا است که سهام ممتاز تا حدودی شبیه نوعی قرض و ورقه بدهی است، اگرچه حقوق سهامداران ممتاز معمولاً ضعیف‌تر از طلبکاران شرکت است و هنگام انحلال شرکت پرداخت به آنها بعد از طلبکاران شرکت صورت می‌گیرد.

سهام ممتاز از نظر حقوقی همچنان در گروه سهام جای می‌گیرد؛ اما از منظر حسابداری ممکن است برحسب عبارات صریح و دقیقِ ورقه به عنوان سهام یا ورقه قرضه محسوب شوند (Bratton & Wachter, 2013). بنابراین سهام ممتاز اوراقی سرمایه‌ای هستند که ویژگی‌های شبیه بدهی دارند. جذابیت این سهام نسبت به سهام عادی از دید شرکت (به عبارت بهتر سهامداران فعلی) این است که این سهام به‌ندرت حق رأی دارند و به حقوق کنترلی سهامداران فعلی آسیبی وارد نمی‌کنند. تفاوت این اوراق با اوراق بدهی این است که درآمد آن، اگرچه اغلب گفته می‌شود که ثابت است، شبیه ثبات درآمد اوراق بدهی نیست و تحت شرایط مشخصی، لزومی به پرداخت آن نیست. مزیت سهام ممتاز برای دارنده این است که نه‌تنها در شرایط پیش‌گفته بر سهامدار عادی مقدم است، بلکه سود ممتازی که دریافت می‌کند باید نسبت به بهره‌ای که آن سرمایه‌گذار می‌تواند از راه‌های دیگر سرمایه‌گذاری کسب کند بیشتر باشد (Gullifer & Payne, 2015: 5).

گفتنی است که برخی از انواع سهام ممتاز از نظر فقهی اشکال دارند و از مصادیق غیرمجاز حیله‌های ربا محسوب می‌شوند؛ سهام ممتاز با نرخ سود جمع‌شونده و شناور از این قبیل‌اند (موسویان، ۱۳۹۲: ۳۴۱).

۲-۲-۲. اوراق بدهی قابل‌تبدیل

در مقابل سهام ممتاز، بسیاری دیگر از اوراق دووجهی مؤثر، اوراق بدهی‌ای هستند که ویژگی‌هایی شبیه سهام دارند، مانند ورقه قرضه قابل‌تبدیل. ورقه قرضه قابل‌تبدیل ورقه‌ای است که

www.SID.ir

Archive of SID

Downloaded from jlviews.ujsas.ac.ir at 9:24 +0330 on Saturday October 5th 2019

به سرمایه‌گذار یا ناشر اختیار تبدیل آن به نوع دیگری از ورقه بهادار را در یک زمان مشخص در آینده اعطا می‌کند. اغلب هم این نوع اوراق تبدیل به سهام عادی ناشر می‌شوند.[۱] ساختار این اوراق برای اهداف مالیاتی، مؤثر است. از منظر مالیاتی، در برخی کشورها از جمله انگلستان، اگر یک ورقه بهادار جزء اوراق بدهی محسوب شود، پرداخت‌هایی که به عنوان سود به دارندگان آن اوراق داده می‌شود، معاف از مالیات است (Lunder, 2005: 9). علاوه بر این، در برخی کشورها هزینه انتشار اوراق قرضه بسیار کمتر از هزینه انتشار سهام است. با وجود این ویژگی‌های شبیه به سهام، به دو دلیل جذابیت دارد؛ ۱. این ویژگی‌ها می‌توانند دارنده را قادر سازند در صورت عملکرد مثبت شرکت در سود حاصل شریک شود؛ اوراق بدهی ممکن است همراه با اختیار تبدیل به سهام شرکت ناشر (اوراق قابل تبدیل)،[۲] یا همراه با اختیار تعویض با سهام شرکت ثالثی که شرکت ناشر دارنده و کنترل‌کننده آن است (اوراق قابل تعویض)،[۳] یا دارای اختیار خرید سهام شرکت ناشر با قیمت معین و خاص (گواهی سرمایه‌ای)[۴] باشند (Gullifer & Payne, 2015: 50). ۲. هنگام ارزیابی اعتبار ناشران اوراق دووجهی توسط مؤسسات رتبه‌بندی، آن‌ها از تلقی شدن اوراق به عنوان سهام منتفع می‌شوند. علاوه بر آن، اگر اوراق بهادار در ترازنامه ناشر به جای بدهی، به عنوان سهام و سرمایه محسوب شود، برای ناشران مطلوب‌تر است؛ زیرا این امر مطابقت با شروط مربوط به تناسب میزان بدهی با سرمایه شرکت را آسان‌تر می‌سازد.

البته گفتنی است قابلیت تبدیل ورقه به سهام به‌تنهایی باعث نمی‌شود که ورقه در ترازنامه شرکت، سهام تلقی گردد؛ بلکه تنها در صورتی‌که دارنده متعهد به تبدیل باشد این اوراق سهام محسوب می‌شوند (Humphreys, & Pinedo, 2010: 67). مشخصه مهمی که از دید مؤسسات رتبه‌بندی و شروط قانونی مربوط به سرمایه شرکت در رابطه با این اوراق باید وجود داشته باشد این

---

۱. در حقوق ایران نیز براساس ماده ۱ از آیین‌نامه اجرایی قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت مصوب ۱۳۷۷، اوراق مشارکت قابل‌تعویض و قابل‌تبدیل به سهام وجود دارد.

2. Convertible securities.

3. Exchangeable securities :

اوراق بهاداری است که به دارنده اختیار می‌د هد بتواند در آینده و با شرایط مشخصی ورقه خود را با سهام شرکت ثالثی که زیرمجموعه یا تابعه شرکت ناشر است تعویض نماید.

4. Equity warrants:

اوراق بهاداری است که دارنده را قادر می‌سازد در سررسید ورقه سهام شرکت ناشر را با قیمت ثابت از پیش‌تعیین‌شده‌ای خریداری کند.

www.SID.ir

Archive of SID

Downloaded from jlviews.ujsas.ac.ir at 9:24 +0330 on Saturday October 5th 2019

است که این اوراق تاریخ سررسید طولانی داشته باشد. برای اینکه ورقه از نظر مالیاتی بدهی محسوب شود، تاریخ سررسید باید قابل پیش‌بینی باشد. بسیاری از اوراق دووجهی امروزه دو نوع تاریخ سررسید دارند: سررسید کوتاه‌مدت مثلاً ۳۰ ساله و سررسید طولانی مدت مثلاً ۸۰ ساله. مشخصه دیگری که این اوراق را بیشتر شبیه سهام می‌کند تعهد ناشر به بازپرداخت آنها از طریق انتشار سهام و تبدیل اوراق به آن است. این موضوع سبب می‌شود تناسب بدهی با سرمایه شرکت حفظ شود یا بهبود یابد (Pinedo, 2008: 193). خصیصه دیگر این اوراق این است که ناشر می‌تواند پرداخت‌های مربوط به بهره را به تعویق بیندازد؛ این امر سبب می‌شود پرداخت‌های بهره اوراق بدهی شبیه سود سهام باشد که در آن ناشر تعهدی به پرداخت ندارد.

از سوی دیگر ناشران می‌توانند این اوراق را با نرخ بهره پایین‌تری به نسبت اوراق قرضه متعارف صادر کنند و دلیل آن هم ارزش ناشی ازاختیار بالقوه موجود در ورقه جهت تبدیل آن به سهام است.[1] این موضوع انتشار این اوراق و تأمین مالی را برای ناشر کم‌هزینه‌تر می‌کند (Spiegeleer, 2014: 19). از منظر دارنده نیز ورقه بدهی‌ای که همراه با اختیار تبدیل به یک ورقه سرمایه‌ای است، بهترین مزایای ناشی از هر دو نوع ورقه را به او اعطا می‌کند؛ زیرا دارنده در حالی که می‌تواند از مزایای حاصل از بهبود عملکرد شرکت استفاده کند، ریسک اولیه ناشی از مالکیت سرمایه و سهام شرکت را هم برعهده نمی‌گیرد و تا زمان تبدیل ورقه، درآمد ثابت تضمین‌شده‌ای را دریافت می‌کند (Humphreys & Pinedo, 2010: 67). به عبارت دیگر، اوراق بدهی‌ای که توسط دارنده قابل‌تبدیل‌اند، مطلوب سرمایه‌گذاران است؛ زیرا معمولاً در هنگام کاهش قیمت سهامِ ناشر، دارنده را از ضرر مصون نگه می‌دارد و در مقابل، اگر قیمت سهام بالا برود او را قادر می‌سازند تا ورقه قرضه خود را تبدیل به سهام کند و در سود حاصله شریک شود. از این رو، طراحی اوراق بهادار به صورت قابل‌تبدیل یا قابل‌تعویض، این ارواق را برای سرمایه‌گذاران جذاب‌تر می‌کند.

۲-۲-۳. اوراق بدهی تبعی

برخی از اوراق بدهی به گونه‌ای هستند که حقوق مربوط به این اوراق (حق بر سود و بازپرداخت اصل سرمایه) بعد از ایفای حق گروه یا گروه‌های دیگری از صاحبان بدهی پرداخت می‌شود. در واقع حقوق آنها فرع بر حقوق سایر طلبکاران است. این اوراق دووجهی محسوب می‌شوند؛ زیرا

---

1. Potential equity-kicker.

www.SID.ir

Archive of SID

Downloaded from jlviews.ujsas.ac.ir at 9:24 +0330 on Saturday October 5th 2019

همانند سهام عادی این اوراق نیز به هنگام انحلال شرکت، برای دریافت حقوقشان، پس از گروه مشخصی از طلبکاران قرار می‌گیرند و باید تابع[1] و فرع بر سایر طلب‌ها باشند. به هنگام ورشکستگی شرکت، طلبکاران فاقد وثیقه برای دریافت اصل سرمایه خود، برابر با یکدیگر و مقدم بر دارندگان سهام قرار می‌گیرند. برخی از این طلبکاران بدون وثیقه که در اوراق بدهی تبعی ناشر سرمایه‌گذاری کرده‌اند، پذیرفته‌اند که در دریافت طلب خود بعد از برخی دیگر از طلبکاران قرار بگیرند و به عبارت دیگر فرع بر آنها باشند. هرچه این تبعیت و فرعیت بر سایر طلبکاران عمیق‌تر باشد، این اوراق بدهی بیشتر شبیه سهام است. البته ممکن است این سؤال مطرح شود که اساساً چرا سرمایه‌گذاران چنین اوراقی را خریداری می‌کنند؛ زیرا ظاهراً ویژگی‌های طراحی شده برای این اوراق آنها را بسیار غیرجذاب جلوه می‌دهد. پاسخ این سؤال تا حدود زیادی به قیمت این اوراق و درآمد آنها مربوط می‌شود که بر اساس آن دارندگان این اوراق در مقابل ریسک بیشتری که متحمل می‌شوند، درآمد بیش‌تری نیز کسب می‌کنند (Gullifer & Payne, 2015: 51).

۲-۲-۴. اوراق بدهی دائمی[2]

این اوراق اوراق بدهی‌ای هستند که تاریخ سررسید مشخصی ندارند؛ بنابراین امکان فروش آنها فقط در بازار ثانویه وجود دارد. آنها به این علت دووجهی تلقی می‌شوند که اگرچه ورقه بدهی هستند، اما مانند سهام سررسید ندارند. اگرچه در برخی سیستم‌های قضایی این اوراق بدهی محسوب می‌شوند، اما در امریکا به علت دائمی بودنشان اغلب در گروه اوراق سرمایه‌ای جای می‌گیرند (Krahmal, 2005: 109).

۳. شباهت و تفاوت‌های صکوک با سهام و اوراق قرضه

در این بخش این موضوع را بررسی می‌کنیم که صکوک نیز ابزاری دووجهی است. برای تبیین این موضوع ابتدا صکوک را در مقام مقایسه با سهام بررسی و شباهت‌ها و تفاوت‌های آن دو را بیان می‌کنیم و سپس به بررسی صکوک در مقام مقایسه با ورقه قرضه می‌پردازیم. در پایان به این نتیجه

1. Subordinate.
2. Perpetual debt securities.

www.SID.ir

Archive of SID

می‌رسیم که صکوک در آن واحد وجوه اشتراکی با سهام و ورقه قرضه دارد؛ بنابراین ورقه‌ای دووجهی محسوب می‌شود.

۳-۱. صکوک و سهام

صکوک (دارایی پشتوانه) همانند سهام نوعی مشارکت است و همان‌طور که دارنده سهام، مالک بخشی از شرکت به عنوان یک دارایی است، در صکوک نیز دارنده، مالک مشاع بخشی از یک دارایی یا شریک در یک طرح می‌شود. البته برخلاف سهام، دارنده صکوک هرچند از نظر تئوریک مالک دارایی است، اما حق رأیی برای تصمیم‌های مربوط به دارایی یا طرح مربوطه ندارد. سیستم صکوک دارایی پشتوانه همانند سیستم سهام مبتنی بر سود و زیان است؛ به این معنا که دارنده صکوک مانند سهامدار در سود و زیان دارایی شریک می‌شود. بنابراین صکوک دارایی پشتوانه می‌تواند همانند سهام روش پرهزینه‌ای برای سرمایه‌پذیر باشد؛ زیرا سرمایه‌پذیر باید سود یا درآمد کسب شده از دارایی یا طرح مربوطه را با صاحبان صکوک تقسیم کند.

از طرف دیگر، دست‌کم از نظر تئوری، و در صکوک دارایی پشتوانه، مانند سهام، ریسک سرمایه‌گذار به علت شراکت در زیان حاصل از دارایی، می‌تواند بیشتر از سایر راه‌های سرمایه‌گذاری باشد. البته در عمل این ریسک به شیوه‌های مختلفی مانند بیمه پوشش داده می‌شود. در هنگام ورشکستگی ناشر، صکوک دارایی پشتوانه همانند سهام کمترین ریسک را برای ناشر به همراه دارد و ریسک ازبین‌رفتن دارایی را دارنده صکوک متحمل می‌شود. البته شایان ذکر است که اگر دارایی پشتوانه از بین نرود، دارنده صکوک برخلاف دارنده سهام، برای دریافت اصل سرمایه خود نسبت به آن دارایی در بین سایر طلبکارانِ ناشر حق تقدم دارد.

۳-۲. صکوک و اوراق قرضه

صکوک بیانگر شراکت در مالکیت دارایی، پروژه، تجارت یا سرمایه‌گذاری مشترکی است، در حالی که اوراق قرضه صرفاً بیانگر شراکت در یک طلب کلی است (Ibrahim & Sobri Minai, 2009: 184-191).

صکوک با اوراق قرضه دارای شباهت است؛ برای مثال، هرچند در برخی از انواع صکوک (مانند صکوک مبتنی بر عقود مشارکتی) سود مشخص و ثابتی وجود ندارد، اما در برخی دیگر

Downloaded from jlviews.ujsas.ac.ir at 9:24 +0330 on Saturday October 5th 2019
www.SID.ir

Archive of SID

Downloaded from jlviews.ujsas.ac.ir at 9:24 +0330 on Saturday October 5th 2019

(مانند صکوک مبتنی بر عقود مبادله‌ای) معمولاً سرمایه‌گذاران همچون اوراق قرضه، سود ثابتی را دریافت می‌کنند. همچنین صکوک همانند اوراق قرضه و برخلاف سهام، سررسید دارد. هرچند صکوک بیانگر نوعی مشارکت و مالکیت در دارایی است، اما همانند اوراق قرضه فاقد حق رأی و دخالت در دارایی است و ظاهراً مالکیت دارنده صکوک مالکیت واقعی نیست و او در عمل شبیه دارنده ورقه قرضه یک طلبکار محسوب می‌شود، تا اینکه یک مالک و شریک در دارایی باشد.

۳-۳. صکوک ورقه‌ای دووجهی

صکوک ورقه بهاداری است که ویژگی‌های هر دو ورقه را با هم دارد؛ بنابراین ورقه‌ای دووجهی است. صکوک دارایی پشتوانه همانند سهام نوعی مشارکت است و همان‌طور که دارنده سهام مالک بخشی از شرکت است، در این صکوک نیز دارنده مالک بخشی از یک دارایی یا شریک در یک طرح می‌شود. بنابراین از این لحاظ صکوک شبیه به سهام است. از طرف دیگر به دلایل مختلف صکوک شبیه اوراق قرضه است؛ برای مثال معمولاً سرمایه‌گذاران مانند اوراق قرضه سود ثابتی را دریافت می‌کنند، سررسید دارند و دارندگان آن فاقد حق رأی و تصمیم‌گیری هستند (Securities Commission Malaysia (SCM), 2009: 19). این ابزار دووجهی می‌تواند همچون سایر دووجهی‌ها برای تأمین مالی در نظام‌های حقوقی غیراسلامی نیز استفاده شود؛ چنان‌که اکنون به طور روز افزون در حال استفاده است.

گفتنی است در حال حاضر بیشتر سیستم‌های قانونی و مالیاتی در دنیا برای مدیریت اوراق قرضه رایج طراحی شده‌اند: برای مثال در ساختار برخی از انواع صکوک وقتی که دارایی از بانی به نهاد واسط منتقل شود و دوباره به بانی برگردانده شود، چند نقل و انتقال انجام می‌شود که اگر ساختارهای قانونی برای مدیریت این اوراق تنظیم نشده باشد، نسبت به هر انتقال مالیات وضع می‌کند. در حقوق کامن لا ـ برگرفته از قواعد انصاف و حقوق تراست ـ مالکیت قانونی دارایی از مالکیت ذی‌نفعی آن قابل تفکیک است و بر اساس آن برای یک دارایی می‌توان دو مالک جداگانه متصور شد که یکی صرفاً عنوان قانونی مالک را دارد و دیگری از منافع دارایی بهره می‌برد و مالک ذی‌نفعی است (Brown, 2003: 404). کشورهای کامن لا این موضوع را می‌پذیرند که وقتی دارایی منتقل می‌شود، فقط مالکیت ذی‌نفعی به دارنده صکوک منتقل گردد و مالکیت قانونی برای بانی ـ مالک اولیه دارایی ـ باقی بماند؛ در نتیجه دارایی به سبب اینکه در تمام انتقالات صورت گرفته فقط یک مالک

www.SID.ir

Archive of SID

Downloaded from jlviews.ujsas.ac.ir at 9:24 +0330 on Saturday October 5th 2019

قانونی دارد، متحمل مالیات دوباره نمی‌گردد. این درحالی است که بیشتر کشورهای حقوق نوشته، این مفهوم مالکیت جداگانه را نمی‌پذیرند و اساساً فاقد آن هستند؛ لذا ما در آنها با مالیات‌های مضاعف بر دارایی مواجه هستیم (Khan ,Elsiefy & EunKyoung, 2014: 8).

بدون وجود مقررات مالیاتی خاص برای صکوک، این ابزار مالی اسلامی گرفتار یک ایراد جدی می‌شود. علاوه بر بحث مالیات بر نقل و انتقالات، مشکل دیگری که در رابطه با صکوک در کشورهای غربی وجود دارد، برخورد متفاوت قوانین آنها با مفهوم سود[۱] و بهره[۲] است. به عبارت دیگر در این کشورها بیشتر اوقات پرداخت‌های مبتنی بر بهره، قابلیت معافیت مالیاتی را دارند؛ اما سود مشمول مالیات می‌شود و صکوک مبتنی بر سیستم سود ـ زیان حاصل از دارایی است، نه بهره.

انگلستان، مالزی، قطر و ترکیه چهار کشوری هستند که بهترین شرایط را از نظر سیستم مالیاتی برای ابزارهای مالی اسلامی دارند. در سال ۲۰۱۰ انگلستان، فرانسه، لوکزامبورگ و ایرلند مقررات مالیاتی‌ای را که به موجب آن با صکوک نیز از نظر معافیت‌های مالیاتی برخوردی شبیه اوراق قرضه می‌شود، منتشر کردند (Naveed, 2017).[۳]

در ایران طبق ماده ۱۱ و ۱۲ قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید مصوب ۱۳۸۸، نهاد واسط از پرداخت هرگونه مالیات نقل و انتقال و مالیات بر درآمد آن دسته از دارایی‌هایی که تأمین مالی آن از طریق انتشار اوراق بهادار به عموم صورت می‌گیرد، معاف است. علاوه بر آن، درآمد حاصل از فروش دارایی به نهاد واسط برای تأمین مالی از طریق عرضه عمومی اوراق بهادار، معاف از مالیات است و به نقل و انتقال آن هیچ‌گونه مالیات و عوارضی تعلق نمی‌گیرد.

نتیجه‌گیری

صکوک اوراق بهادار و ابزار مالی اسلامی است که همانند سایر اوراق و ابزارهای دووجهی، ویژگی‌های سهام و اوراق قرضه را با هم دارد. در فرایند انتشار صکوک دارایی پشتوانه، دارندگان صکوک مالک دارایی پشتوانه می‌گردند و نسبت به دارایی خاص مبنای انتشار صکوک حق عینی

---

۱. سود (Profit) سهم کارفرمایی است و دستمزد خدمات و خطرات کارفرمایی سود نامیده می‌شود؛ لذا نباید آن را با بهره، که سهم سرمایه است اشتباه کرد.

۲. بهره (Interest) عبارت است از سهم یا اجرت سرمایه از حاصل تولیدی که این سرمایه در آن دخیل بوده است. بهره متعلق به وجوه نقد افراد را بهره پولی می‌گویند.

3. Available at: Www.Sukuk.com, last visited on 11/03/2017.

www.SID.ir

Archive of SID

و در حقیقت حق تقدم نسبت به سایر طلبکاران دارند. در صورت ازبین‌رفتن این دارایی پشتوانه یا کاهش ارزش آن، زیان آن را دارندگان صکوک به عنوان مالکان دارایی متحمل می‌شوند و در صورت افزایش قیمت آن در بازار نیز این دارندگان صکوک هستند که منتفع می‌گردند. از طرفی نیز صکوک ویژگی‌هایی شبیه به اوراق قرضه دارند.

با توجه به ماهیت دووجهی صکوک و با توجه به اینکه اوراق دووجهی در بازارهای خارجی با استقبال بسیاری از سوی سرمایه‌گذاران مواجه شده است؛ پیشنهاد این پژوهش معرفی هرچه بیشتر صکوک به عنوان ابزاری دووجهی به سرمایه‌گذاران و بازارهای سرمایه خارجی و رفع محدودیت‌های قانونی آن، به‌ویژه در زمینه مالیاتی، است؛ زیرا صکوک ابزار مالی مناسبی است که نه‌تنها کشورهای اسلامی، بلکه کشورهای غیراسلامی نیز می‌توانند به عنوان یک ورقه بهادار دووجهی جایگزین و جدید از آن استفاده کنند.گرایش جهانی برای استفاده از صکوک از جمله در کشورهایی چون انگلستان، آلمان، هنگ کنگ و غیره نیز دلیلی بر این مدعا است.

Downloaded from jlviews.ujsas.ac.ir at 9:24 +0330 on Saturday October 5th 2019

www.SID.ir

Archive of SID

Downloaded from jlviews.ujsas.ac.ir at 9:24 +0330 on Saturday October 5th 2019

منابع

فارسی

کتب

- اسکینی، ربیعا (۱۳۸۵)، حقوق تجارت،جلد دوم، تهران: انتشارات سمت.
- جهانخانی، علی و پارسائیان، علی (۱۳۷۴)، بورس اوراق بهادار، تهران: انتشارات دانشکده مدیریت.
- سلطانی، محمد (۱۳۹۵)،حقوق بازار سرمایه، تهران: انتشارات سمت.
- شوشی نسب، نفیسه (۱۳۹۴)، ماهیت حقوقی اوراق بهادار،تهران: نشر میزان.
- موسویان، سید عباس، ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)، تهران: انتشارات پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.
- نجفی، محمد حسن (۱۹۸۱)، جواهر الکلام فی شرح شرایع الاسلام، بیروت: انتشارات داراحیاءالتراث العربی.

مقالات

- پهلوان، حمید و رضوی، سید روح الله (۱۳۸۶)، «صکوک: تعریف، انواع و ساختار»، مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی، سازمان بورس و اوراق بهادار، تهران.
- تسخیری، محمد علی (۱۳۸۶)،«مبانی شرعی اوراق بهادار اسلامی (صکوک)»، فصلنامه اقتصاد اسلامی، سال هفتم، شماره ۲۷.
- سلیمی، علیرضا (۱۳۹۱)، «ضرورت توسعه اوراق بهادار اسلامی»، فصلنامه راهبرد، سال بیست و یکم، شماره ۶۵.
- صالح آبادی، علی (۱۳۸۵)، «اصول و مبانی بازارهای مالی اسلامی و درس‌هایی برای ایران»، مجموعه مقالات بازارهای مالی اسلامی، تهران: انتشارات دانشگاه امام صادق.
- موسویان، سید عباس و کریمی، مجتبی (۱۳۸۸)، «بررسی فرایند تأمین مالی از طریق انتشار اوراق اجاره»، دومین کنفرانس بین المللی توسعه نظام تأمین مالی در ایران.
- موسویان، سید عباس و رحیمی، سید علی اصغر (۱۳۹۱)، «ماهیت حقوقی و شرایط ارکان اوراق اجاره»، مجله حقوق اسلامی، سال نهم، شماره ۳۲.
- ندری، کامران و کارگر مطلق، احمد (۱۳۸۹)، «امکان‌سنجی استفاده از صکوک در جهت تأمین مالی صادرات»، فصلنامه اقتصاد اسلامی، سال دهم، شماره ۳۷.
- واعظ برزانی، محمد، دلالی اصفهانی، رحیم و آل بوسویلم، مسلم (۱۳۸۸)، «مهندسی نظام تأمین مالی اسلامی»، مجموعه مقالات دومین کنفرانس بین المللی توسعه نظام تأمین مالی در ایران.

پایان‌نامه

- نجفی، مهدی (۱۳۸۵)، بررسی فرایند تأمین مالی از طریق انتشار صکوک، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشکده معارف اسلامی و مدیریت دانشگاه امام صادق(ع)، تهران.

www.SID.ir

Archive of SID

Downloaded from jlviews.ujsas.ac.ir at 9:24 +0330 on Saturday October 5th 2019

انگلیسی

- Adam, Nathif J and Abdulghader Thomas (2004), "Islamic Bonds: your guide to issuing, structuring and investing in sukuk". London: Euromoney Books.
- Barzel, Yoram. (1997). "Economic analysis of property rights", Second edition, Cambridge cb21rp. United Kingdom: Cambridge University press.
- Gullifer, Luise and Payne Jennifer (2015), "corporate finance law: principles and policy", Hart Publishing.
- Hakim. S. (2007). "Islamic money market instruments", in M. Hasan & M. Lewis, (eds), Hand-book of Islamic Banking, Uunited Kingdom: Edward Elgar Publishing.
- Khan, M. Mansoor& Bhatti, M. Ishaq (2008), Developments in Islamic Banking; the case of Pakistan, Palgrave Macmillan.
- Krahmal, Andriy (2005). "International Hybrid Instruments: Jurisdiction Dependent Characterization", 5 Hous. Bus. & Tax L.J., USA: University of Washington Law Library.
- Liberadzki, Kamil, Liberadzki, Marcin. (2016)." Hybrid Securities, Structuring, Pricing and Risk Assessment", Warsaw School of Economics, Poland: Palgrave Macmillan publisher.
- Salah, O. (2014), "sukuk structures: Legal engineering under Dutch law, the hague, eleven international publishing.
- Spiegeleer, Jan. De, Schoutens, Wim, Van Hulle, Cynthia. (2014)."The Handbook of Hybrid Securities, Convertible Bonds, CoCo Bonds, and Bail-In", United Kingdom: The Wiley finance series.
- Spiegeler, Jan. De, and WimSchoutens (2011), "The Handbook of Convertible Bonds", UK: Wiley Finance.
- Tashman, Heather (2006), "NAIC's Classification of Hybrid Securities: Debt or Equity", 2 J. Payment Sys. L., USA: University of Washington Law Library.
- Visser, H. (2009), "Islamic Finance: Principles and Practice", Gloucester, United Kingdom: Edward Elgar Publishing.
- Afshar, Tahmoures. A. (2013), "USA compare and contrast sukuk (Islamicbonds) with conventional bonds, are they compatible?", School of business, Woodbury University, the journal of global business management, volume 9, number 1.
- Ahmed, H. (2006), "Islamic Law, Adaptability, and Financial Development", Islamic economic Studies 13, No.2.
- Albashir, Mohammad, Alamine, Muhammad (2008), "Sukuk market, innovations and challenges". Islamic economic studies, Vol.15, No.2.
- Bratton, WW and Wachter, ML, (2013)" A theory of preferred stock", 161(7) University of Pennsylvania Law Review, vol.161.
- Brown, Catherine. (2003)," Beneficial Ownership and the Income Tax Act", Canadian tax journal / revue fiscal canadienne, Vol. 51, No 1.

www.SID.ir

Archive of SID

Downloaded from jlviews.ujsas.ac.ir at 9:24 +0330 on Saturday October 5th 2019

- Godlewski, C, Turk-Ariss, R, & Weill, L. (2013),” Sukuk vs. conventional bonds: A stock market perspective”. Journal of Comparative Economics, No.41.
- Hamoudi, H.A. (2010), “The Death of Islamic Law”, Georgia Journal of International and Comparative Law, No. 38.
- Hesse, Heiko, Jobst, Andreas, Sole, Juan. (2008),” Trends and challenges in Islamic finance”, Word economics, Vol.9, No.2.
- Hourani, Husam, Fahl, Rima (2001), “Securities Law in the United Arab Emirates”, Arab Law Quarterly 16, No.1.
- Humphreys, T, and Pinedo, A, (2010), “Is it a Bird? A plane? Exploring contingent capital” , Journal of international banking and financial law.
- Ibrahim, Y. and SobriMinai, M. (2009), “Islamic bonds and the wealth effects: evidence from Malaysia”. Investment Management and Financial Innovations, Volume 6, Issue 1.
- Jhordy Kashoogie, Nazar (2011), “Regulatory and Financial Implication of Sukuk’s Legal Challenges for Sustainable Sukuk Development in Islamic Capital Market”. 8th international conference on Islamic economics and finance, center for Islamic economics and finance, Qatar faculty of Islamic studies, Qatar foundation, Journal of Investment Management and Financial Innovations.
- Khan, Tariqullah, Elsiefy, Elsayed, EunKyoung, Lee (2014), “Legal and Regulatory Issues in Issuing Sukuk in Muslim-minority countries, Lessons from Developed Countries Experience”. International Journal of Economics, Commerce and Management, Vol. II, Issue 7.
- Khnifer, Mohammad. (2012), “When sukuk default-asset priority of certificate-holders vis a vis creditors”. University of Reading ICMA Centre, Opalesque Islamic finance intelligence, No.11.
- Luder, S. (2005), “Hybrid financing”, 810 tax Journal.
- Pinedo, A. (2007), “Degree of difficulty, 9, style points, 5, Journal of international banking and financial law.
- Pinedo, A. (2008), “Exceptionally intelligent design, Journal of international banking and financial law.
- Reed, R. (2014), “the application of Islamic finance principles under English and DIFC law, journal of international banking and financial law.
- Shams UdDin. (2016), “Conceptual and structural differences between Bonds and Sukuk”. Australian Journal of Business and Management Research, New South Wales Research Centre Australia (NSWRCA), Vol.05 No.05.

گزارش‌ها

- IIFM(International Islamic Financial Market),(2012),Sukuk Report 1st Edition; A comprehensive study of the Global Sukuk Market,
- IIFM, (2013),Sukuk Report 2st Edition; A comprehensive study of the Global Sukuk Market,
- IIFM, (2014),Sukuk Report 3st Edition; A comprehensive study of the Global Sukuk Market,

www.SID.ir

Archive of SID

- IIFM, (2016),Sukuk Report 5st Edition; A comprehensive study of the Global Sukuk Market,
- IIFM, (2018),Sukuk Report 7st Edition; A comprehensive study of the Global Sukuk Market,
- International Shari'ah Research Academy for Islamic Finance (ISRA), (2011), Islamic Financial System; Principles & operations.
- Malaysia International Islamic Financial Centre (MIFC), (2014), Global Sukuk Begins with momentum.
- RAM Rating Services Berhad (2013), Sukuk Focus.
- Securities Commission Malaysia (SCM), (2009)," Sukuk", Malaysia: Sweet & Maxwell Asia.

پرونده

- Halpern v Halpern, 2007.
- Shamil bank of Bahrain EC v Beximco Pharmaceuticals Ltd, 2004.
- The investment dar company KSCC v Blom development bank sal, 2009.

پایگاه‌های اینترنتی

- Abdullah, Abdul Karim.,Asset-backed vs asset-based sukuk, Economic Finance, Zakat &Awqaf (2012),available at: http://www.iais.org.my/e/index.php/component/k2/item/105-asset-backed-vs-asset-based-sukuk,(last visited on 11/03/2017)
- IIFM Newsletter, Issue 1 (March 2017), available at: www.iifm.net/.../en/IIFM%20Newsletter%2C%20March%202017%20Issue%201.pdf, (last visited on 11/03/2017)
- Naveed, Mohammad, sukuk taxation legal structures, available at: https://www.Sukuk.com/article/Sukuk-taxation-legal-structures-2332/#sthash.F8waPFyg.dpuf,(last visited on 11/03/2017)
- Www.asx.com.au/documents/products/Understanding_Hybrid_Securities.pdf, (last visited on 11/03/2017)

Downloaded from jlviews.ujsas.ac.ir at 9:24 +0330 on Saturday October 5th 2019

www.SID.ir