

فهرست مطالب

سخن ناشر.....	۹
۱. مقدمه.....	۱۱
۲. دارایی‌های مالی اسلامی: بررسی جنبه‌های نظری.....	۱۷
۲-۱. ممنوعیت‌ها.....	۱۷
۲-۱-۱. ممنوعیت ربا(بهره).....	۱۸
۲-۱-۲. ممنوعیت غرر(نااطمینانی بیش از حد).....	۱۹
۲-۱-۳. پرهیز از سرمایه‌گذاری و خدمات غیر اخلاقی.....	۲۰
۲-۲. مبنای جایگزین ابزارهای مالی.....	۲۱
۲-۲-۱. قراردادهای مشارکت.....	۲۱
۲-۲-۲. قراردادهای مبادله‌ای.....	۲۴
۲-۲-۳. دارایی‌های مالی.....	۲۷
۳. سیر تحول و نمایش ساختارها و بازارهای صکوک.....	۳۱
۳-۱. انواع صکوک.....	۳۱
۳-۱-۱. صکوک اجاره محض.....	۳۲
۳-۱-۲. صکوک تجمیعی / ترکیبی.....	۳۲
۳-۱-۳. صکوک قابل بازخرید با نرخ متغیر.....	۳۲

۳۳	۳-۱-۴. صکوک غیر قابل معامله‌ی بدون کوپن.....
۳۳	۳-۱-۵. صکوک ضمنی.....
۳۴	۳-۱-۶. فهرست مبسوطی از صکوک.....
۴۰	۳-۲. تحولات اخیر در بازارهای صکوک.....
۴۳	۳-۳. مطالعات موردی: اجاره؛ صکوک حاکمیتی.....
۴۳	۳-۳-۱. قطر.....
۴۵	۳-۳-۲. مالزی.....
۴۷	۳-۳-۳. صکوک اجاره‌ی شرکتی: گوتریه.....
۴۹	۳-۳-۴. صکوک شرکتی ترکیبی: بانک اسلامی توسعه.....
۵۳	۳-۴. ارزیابی ساختارهای صکوک.....
۵۷	۴. ریسک‌های نهفته در ساختارهای صکوک.....
۵۷	۴-۱. ریسک‌های بازار.....
۵۸	۴-۱-۱. ریسک نرخ بهره (ریسک نرخ بازده).....
۶۰	۴-۱-۲. ریسک‌های نرخ ارز.....
۶۴	۴-۲. ریسک اعتباری و ریسک طرف مقابل قرارداد.....
۶۵	۴-۳. ریسک‌های سازگاری با شریعت.....
۶۸	۴-۴. ریسک‌های عملیاتی.....
۷۰	۴-۵. انعطاف ناپذیری نهادی.....
۷۳	۵. مدیریت ریسک‌های مالی ساختارهای صکوک.....
۷۴	۵-۱. صکوک و چالش اصلاح نهادی.....
۷۴	۵-۱-۱. مدیریت بدهی بخش عمومی.....
۷۵	۵-۱-۲. بازارهای مشتقه.....
۷۷	۵-۱-۳. تبدیل به اوراق بهادار کردن.....
۷۸	۵-۱-۴. نقد شوندگی و بازارهای ثانویه.....

۵-۲	صکوک و چالش اوراق مشتقہ.....	۸۲
۵-۲-۱	اختیارات ضمنی و غرر.....	۸۴
۵-۲-۲	اختیارات معاملہ ضمنی بہ عنوان یک ابزار مدیریت ریسک.....	۸۸
۵-۲-۳	اختیار ضمنی اسلامی.....	۹۱
۵-۲-۴	معاوضہی نرخ ثابت و شناور صکوک.....	۹۴
۵-۲-۵	قیمت گذاری صکوک با اختیار ضمنی.....	۹۶
۶	نتیجہ گیری.....	۹۹
۷	فہرست واژگان.....	۱۰۳
۸	کتبشناسی.....	۱۰۵

سخن ناشر

تربیت اسلامی، مرجعیت علمی

«کاری کنید که دانشگاه امام صادق علیه السلام ... مرجع تحقیقات مراکز علمی و دانشگاه‌های دنیا بشود» مقام معظم رهبری^۱

فلسفه وجودی دانشگاه امام صادق علیه السلام که از سوی ریاست دانشگاه به کرات مورد توجه قرار گرفته است، تربیت نیروی انسانی‌ای متعهد، باتقوا و کارآمد در عرصه عمل است تا از این طریق دانشگاه بتواند نقش اساسی خود را در عرصه نظر و عمل به انجام رساند.

از این حیث «تربیت» را می‌توان مقوله‌ای محوری یاد نمود که وظایف و کارویژه‌های دانشگاه، در چارچوب آن معنا می‌یابد زیرا که علم بدون تزکیه پیش از آنکه ابزاری در مسیر تعالی و اصلاح امور جامعه باشد، عاملی مشکل ساز خواهد بود که سازمان و هویت جامعه را متأثر و دگرگون می‌سازد.

از سوی دیگر «سیاست‌ها» تابع اصول و مبادی علمی هستند و نمی‌توان منکر این تجربه تاریخی شد که استواری و کارآمدی سیاست‌ها در گرو انجام پژوهش‌های علمی و بهرمندی از نتایج آنهاست. از این منظر پیشگامان عرصه علم و پژوهش، راهبران اصلی جریان‌های فکری و اجرایی به حساب می‌آیند و نمی‌توان آینده درخشانی را بدون توانایی‌های علمی - پژوهشی رقم زد و سخن از

۱. از بیانات مقام معظم رهبری در ملاقات اساتید و دانشجویان دانشگاه امام صادق (ع) مورخ

«مرجعیت علمی» در واقع پاسخ‌گویی به این نیاز بنیادین است. دانشگاه امام صادق (ع) در واقع یک الگوی عملی برای تحقق ایده دانشگاه اسلامی در شرایط جهان معاصر است. الگویی که «ربع قرن» تجربه شده و هم اکنون ثمرات نیکوی این شجره طیبه در فضای ملی و بین‌المللی قابل مشاهده است. طبعاً آنچه حاصل آمده محصول نیت خالصانه و جهاد علمی مستمر مجموعه بنیانگذاران این نهاد است که امید می‌رود در طلیعه دور جدید فعالیتش بتواند به توسعه و تقویت آنها در پرتو عنایات حضرت حق تعالی، اهتمام ورزد.

معاونت پژوهشی دانشگاه امام صادق (ع) با توجه به شرایط، امکانات و نیازمندی جامعه در مقطع کنونی با طرحی جامع نسبت به معرفی دستاوردهای پژوهشی دانشگاه، ارزیابی سازمانی- کارکردی آنها و بالاخره تحلیل شرایط آتی اقدام نموده که نتایج این پژوهش‌ها در سال جاری و به بهانه ۲۵ سال دانشگاه امام صادق (ع) در قالب کتاب، گزارش، نشریات علمی و..... تقدیم علاقه‌مندان می‌گردد.

هدف از این اقدام ضمن قدردانی از تلاش خالصانه تمام کسانی که با آرمان و اندیشه‌ای بزرگ و ادعایی اندک در این راه گام نهاده‌اند، درک کاستی‌ها و اصلاح آنها زمینه پرورش نسل جوان و علاقه‌مند به طی این طریق را نیز فراهم خواهد کرد.

امید آنکه با گسترش کمی و کیفی دانشگاه‌های اسلامی در کشور و توسعه آنها در افق جهانی، شاهد ظهور انوار «علم مفیدی» باشیم که راه‌گشای جهانیان در گذار از شرایط کنونی برای نیل به سعادت واقعی باشد.

در این راستا انتشارات دانشگاه امام صادق (ع) آمادگی کامل خود را برای دریافت و انتشار کلیه آثاری که با این هدف تهیه و تولید شده‌اند- اعم از منظرهای انتقادی، تحلیلی، توصیفی و کاربردی- اعلام می‌دارد.

۱. مقدمه

بازارهای بدهی جزء لاینفک بخش مالی و به طور مؤثری مکمل بودجه‌هایی است که توسط بخش بانکی فراهم شده است. در اقتصادهای نوظهور، این بازارها هنوز در مرحله‌ی اولیه توسعه‌شان قرار دارند. در قوانین اسلامی (شریعت) دریافت و پرداخت بهره ممنوع است. لذا در کشورهایی که جمعیت مسلمان بخش مهمی از جامعه را تشکیل می‌دهد، بازارهای بدهی سنتی نمی‌توانند شکوفا شوند. بنابراین تقاضا و نیاز زیادی جهت توسعه‌ی جایگزین‌هایی برای بازارهای بدهی سنتی مطابق با قوانین اسلامی وجود دارد.

در نتیجه اخیراً رشد سریعی در بازار چند میلیارد دلاری ابزارهای مالی ساختاریافته‌ی شرکتی و حاکمیتی^۱ که سازگار با شریعت باشند، به وجود آمده است که از آنها تحت عنوان «صکوک» یاد می‌شود. در بازارهای سرمایه اسلامی، معاوضات نرخ بهره و دیگر صورتهای متعارف ابزارهای مشتقه مانند مشتقات اعتباری و اوراق اختیار معامله جدا شدنی، به دلیل ممنوعیت در قوانین اسلامی وجود ندارد. بنابراین، الزامات مدیریت ریسک و

۱. اوراق قرضه‌ای که توسط دولت و به پول داخلی منتشر می‌شود، اوراق قرضه‌ی دولتی و اوراق قرضه‌ی منتشر شده توسط دولت به ارز خارجی، اوراق قرضه‌ی حاکمیتی نامیده می‌شود.

ملاحظات آنی که در مورد رقابتی بودن وجود دارد، ساختارهای صکوک را مجبور به توسعه بیشتر و ارائه‌ی جانشین‌های سازگار با شریعت به جای مشتقات سنتی می‌کند. بدون ساختارهای صکوک با چنین عمقی، بازارهای مالی نمی‌توانند در بسیاری از اقتصادهای نوظهور به طور کامل توسعه یابند. هدف این تحقیق، بررسی تحول بازارهای صکوک، توصیف ساختارهای صکوک و تحلیل ریسک‌های مختلف نهفته در ساختارهای صکوک حاکمیتی و شرکتی، می‌باشد. در این نوشتار، ریسک نهفته در ابزارهای سنتی با درآمد ثابت را با آن دسته از ریسک‌های نهفته در ساختارهای صکوک مقایسه می‌کنیم. معاوضات نرخ بهره و دیگر ابزارهای مشتقه، برای مدیریت ریسک در ابزارهای سنتی با درآمد ثابت به کار گرفته می‌شوند. از دیدگاه اسلامی استفاده از این ابزارها توسط مدیران دارایی جایز نیست. لذا این مقاله در نظر دارد نحوه تبدیل به اوراق بهادار نمودن (توریق) را در صکوک تحلیل نموده و چهارچوبی سازگار با شریعت پیشنهاد دهد تا از این رهگذر بتوان کارکرد معاوضات نرخ بهره و مشتقات را در مدیریت ریسک صکوک عملی کرد.

این تحقیق قصد دارد تا خلأ مهمی را در بازارهای نوظهور پوشش دهد؛ یعنی تحلیل سازوکارهای مدیریت ریسک در ساختارهای صکوک. در واقع، به دلیل جدید بودن خود صکوک، کمبود نسبی در مطالعات تحقیقاتی جامع احساس می‌شود. بانک‌های سرمایه‌گذاری، دولتها، مشتریان شرکتی، محققان و دانشجویان علاقمند به بانکداری و مالیه اسلامی امیدوارند تا از چنین مطالعاتی استفاده نمایند. در حال حاضر، ارزش صکوک منتشر شده حدود چهار میلیارد دلار برآورد می‌شود و این در حالی است که بازار صکوک به سرعت در حال رشد است. ناشران حاکمیتی شامل بحرین، مالزی، قطر و ایالت ساکسونی - انهالت آلمان است. صکوک شرکتی مهمی نیز تا کنون منتشر شده است. بانک‌های بین‌المللی نیز به دنبال انتشار صکوک

هستند. بنابراین این تحقیق ارتباط مستقیمی با بازار صکوک و فعالان آن، دارد.

ادبیات موجود در این زمینه به سه گروه دسته‌بندی می‌شود. اولین گروه درگیر کارهای نظری است و به‌طور مبنایی به جایگزینهای ممکن برای ابزارهای مالی منتشر شده که بتواند در چهارچوب قوانین اسلامی نیز پذیرفته شود، می‌پردازد. نظریات مهمی توسط عارف و منان (۱۹۹۰) و احمد و خان (۱۹۹۷) مطرح شده است. علاوه بر ممنوعیت بهره، قوانین اسلامی مبادله تحت شرایطی که به پیامدهای بیش از حد نامطمئن و مبهم (غرر) منجر می‌شود را ممنوع کرده است. با در نظر گرفتن این ممنوعیت، در مطالعات روی تصمیم‌گیری تحت شرایط عدم اطمینان از نقطه‌نظر اسلامی، خلأ جدی احساس می‌شود. السویلیم (۲۰۰۰) تلاش کرد تا با ارائه‌ی یک مطالعه پیشنهادی، ضرورت تفکیک بین «قمار» و «تصمیم‌گیری تحت شرایط عدم اطمینان» را مورد توجه و تأکید قرار دهد. بحثی که در آنجا مطرح می‌شود این است که برخلاف قمار تصمیم‌گیری‌ها تحت شرایط عدم اطمینان، متضمن ارزیابی ارزش بازاری علیت است به نحوی که ارزش این علل هرگونه زیان بالقوه‌ای را خنثی نماید. هم‌چنین هرگونه توسعه‌ی ابزارهای مالی در چهارچوب اسلامی همواره نیازمند بحثی پیرامون الزامات قانونی اسلامی است. اثر سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی (AAUIFI، ۲۰۰۲) ملاکهایی برای ارزیابی ابزارهای مالی در جهت انطباق با الزامات قانونی مربوطه ارائه می‌دهد.

گروه دوم شامل امیدنامه‌های انتشار واقعی صکوک در شرکت‌های مختلف (تبرید امارات متحده عربی ۲۰۰۴، گوتریه^۱ مالزی ۲۰۰۲) و صکوک

حاکمیتی (مالزی ۲۰۰۱ و قطر ۲۰۰۳) و نیز بانک اسلامی توسعه^۱ (۲۰۰۳) است. اینها شامل اطلاعات مختصری از عرضه سهام، ملاحظات سرمایه‌گذاری، و قیود و شرایط این اوراق می‌شوند. همانطور که صکوک، ساختارهای تبدیل شده به اوراق بهادار هستند، چارچوبی نیز برای مدیریت ریسک‌ها خود فراهم می‌کنند. این ملاحظات و اطلاعات، مبنایی جهت تحقیق پیرامون ارزیابی روش کار ساختارهای صکوک و ریسکهای اساسی آن ارائه می‌دهد.

سومین گروه با صور جایگزین اوراق بهادار با درآمد ثابت و موضوعات مدیریت دارایی، سروکار دارد. ادبیات این دسته برای تحلیل رقابتی بودن چهارچوب صکوک مناسب است. به عنوان مثال، نفتسی و سانتوس (۲۰۰۳) چهارچوبی ابداعی ارائه می‌کنند که سبب بازتولید کارکردهای معاوضات نرخ بهره و مشتقات می‌شود. چنین ترتیباتی، نقش تثبیت‌کنندگی ویژگیهای اختیار را در مقابل حساسیت نرخ بهره کوتاه مدت، به کار می‌برد خصوصاً در بازارهای نوظهور که مشتقات نرخ بهره وجود ندارد. ما هم چنین امکان گسترش ویژگیهای اختیار ضمنی را برای ساختارهای صکوک بررسی می‌کنیم. در واقع طیف وسیعی از ادبیات در ابزارهای مشتقه وجود دارد که به فهم موضوع نیز کمک می‌کند.

موفقیت و فراگیری چهارچوب صکوک به عنوان سکوی جایگزین مدیریت دارایی، همواره نیازمند سازوکارهای ذاتی است تا بتواند در کاهش ریسک‌هایی که به دلیل ارزیابی صکوک با مراجع بازاری از قبیل لایبور، وجود دارد، سودمند و مفید واقع شود. این پدیده در پرتو الزامات مالی اسلامی بررسی خواهد شد. هم چنین ساختارهای گوناگون صکوک شرکتی

۱. بانک اسلامی توسعه برگردان فارسی Islamic Development Bank است که به غلط در فارسی بانک توسعه اسلامی ترجمه شده است. با توجه به عنوان عربی این مؤسسه (البنک الإسلامی للتنمية) ترجمه صحیح، بانک اسلامی توسعه خواهد بود.

و حاکمیتی مورد تجزیه و تحلیل قرار خواهد گرفت. در ادامه‌ی این موضوع، کاوشی در راستای مدلهای پیشنهادی نفتسی و سانتوس (۲۰۰۳) درباره ساختارهای صکوک انجام خواهد شد. در نهایت هدف ما به کار بستن ابزار صکوک است که از ویژگی‌های آن رقابتی بودن بدون استفاده از ابزارهای مشتقه است.

۲. دارایی‌های مالی اسلامی: بررسی جنبه‌های نظری

مالیه اسلامی، یک پارادایم مالی جایگزین ارائه می‌کند و در اعتقادات مذهبی که در رفتارهای تجاری و مالی، معاملات و بخش‌ها اظهار می‌شود منحصر به فرد است. این پیش‌فرض که مالیه و اقتصاد مستقل از ملاحظات مذهبی است، تا حدی به چالش کشیده شده است که منجر به رونق یافتن صنعت مالیه اسلامی گردیده است.

۲-۱. ممنوعیت‌ها

پارادایم مالی اسلامی مبتنی بر ممنوعیت‌های زیر است:

- معاملات کالاها و خدمات غیر اخلاقی؛
- تحصیل بازدهی از قرارداد وام (ربا / بهره)؛
- تجدید ساختار بدهی بر مبنای پرداخت خسارت؛
- عدم اطمینان بیش از حد در قراردادهای (غرر)؛
- قمار و بازی‌های مبتنی بر شانس؛
- مبادله در قراردادهای بدهی با تنزیل؛ و
- مبادلات آتی ارز.

این مسائل الزامات مهمی برای ماهیت دارایی‌های مالی، مبادله این دارایی‌ها، ریسک‌های این دارایی‌ها و کاهش آن‌ها و مدیریت دارایی‌های مالی اسلامی به دنبال خواهد داشت. لازم است تا قبل از ادامه بحث بعضی از این جنبه‌ها با دقت و تفصیل بیشتری توضیح دهیم. نکات دیگر در بخش‌های مناسب در خلال تحقیق اشاره خواهد شد.

۲-۱-۱. ممنوعیت ربا (بهره)

ربا (بهره) عبارت است از هرگونه بازده/پاداش یا جبران که در یک قرارداد وام مورد مطالبه قرار گیرد مانند آنچه که در تجدید مهلت بازپرداخت دیون^۱ مورد مطالبه قرار می‌گیرد. ربا به شدت در اسلام ممنوع است. فقها و عالمان مسلمان به دقت در مورد دلایل عقلانی این ممنوعیت و جایگزین‌های آن بحث کرده‌اند (برای جزئیات بیشتر ر.ک به صدیقی، ۲۰۰۴). دلالت اقتصادی آن این است که پول به عنوان واسطه‌ای مبادله‌ای در نظر گرفته می‌شود که در واقع برای دیگر کالاها و خدمات و نه برای خودش، مورد تقاضا قرار می‌گیرد. بنابراین مطالبه‌ی بهره در وام‌ها ناعادلانه به نظر می‌رسد چرا که پول به عبارت ساده، واسطه‌ای میان کالاها در نظر گرفته شده است. اخیراً علماء نیز مذاقه بیشتری را نه تنها روی دلایل عقلانی ممنوعیت بهره، بلکه بر کمبود نظریه در تأیید بهره مصروف داشته‌اند. میرآخور (۱۹۹۵) به بررسی بحث‌های اخیر درباره‌ی این موضوع پرداخته است. او بحث‌های زیادی را که دلالت بر وجود بهره به عنوان محور اصلی بازارهای مالی متعارف می‌کند، رد می‌کند. این مسأله به جای خود باقی است که وقتی پولی وام داده می‌شود، این وجوه برای ایجاد بدهی (که در این مورد هیچ دلیل عقلانی قابل گواهی وجود ندارد که چرا قرض دهنده باید

بازده اضافه دریافت کند) و یا دارایی (که در این مورد هیچ دلیل موجهی وجود ندارد که چرا باید یک تضمین بی‌قید و شرط برای بهره توسط بازار تحمیل شود) استفاده می‌شوند.

۲-۱-۲. ممنوعیت غرر (نااطمینانی بیش از حد)

منابع قوی و بیشماری وجود دارد که دلالت بر پرهیز از مبادلات شانسی (بسته به بخت و اقبال) دارد. توجیه اصلی این است که قمار (میسر) باعث ایجاد دشمنی بین طرفین می‌شود. اما تعریف غرر دچار آشفتگی قانونی است. درآمد تجاری به خودی خود غیرقانونی نیست ولی ممکن است فردی تحت فشار زیاد الگوهایی از کسب و کار مدرن روز را که از عدم اطمینان برخوردار نیست اتخاذ کند. نگرانی فقهای شریعت از این است که میزان عدم اطمینان آنقدر زیاد شود که درآمد تجاری را به غرر غیرقانونی تبدیل کند.

غرر محصول عدم اطمینان است. در دنیای عدم اطمینان مبادلات مالی و تجاری، مسأله این است که چگونه یک فرد می‌تواند یک فعالیت اقتصادی که عاری از غرر باشد را آغاز نماید. کمبودی ذاتی در مطالعات درباره تصمیم‌گیری تحت شرایط عدم اطمینان از دید اسلامی وجود دارد. السویل (۲۰۰۰) تلاش کرد تا با ارائه‌ی یک مطالعه پیشنهادی، ضرورت تفکیک بین «قمار» و «تصمیم‌گیری تحت شرایط عدم اطمینان» را مورد توجه و تأکید قرار دهد. بحثی که در آنجا مطرح می‌شود این است که برخلاف قمار تصمیم‌گیری‌ها تحت شرایط عدم اطمینان، متضمن ارزیابی ارزش بازاری علیت است به نحوی که ارزش این علل هرگونه زیان بالقوه‌ای را خنثی نماید. قمار از آنجا که بازی با مجموع صفر^۱ است، عمدتاً با غرر یکسان در نظر گرفته می‌شود. اما اگر موقعیت را این طور تصور کنیم که بازیگران

جایزه‌ای را فراهم کنند و یک بازیگر «خنثی» نیز وجود داشته باشد که نقشی در تجهیز منابع آن جایزه نداشته باشد، چنین آرایش و ترتیبی سازگار با شریعت خواهد شد. این بازیگر خنثی آرایش بازی را از بازی با مجموع صفر به بازی‌ای غیر از آن تبدیل می‌کند. این بعد از غرر بیشتر مورد بحث قرار می‌گیرد وقتی که کاربرد اختیار معامله‌ی ضمنی ۱ و مشتقات ترکیبی در ساختارهای صکوک مطرح می‌شود. همچنین به طور مشابهی می‌توان بین قماربازی و سرمایه‌گذاری در بازارهای سهام تمایز قایل شد. خرید یک بلیط بخت آزمایی به راحتی قابل مقایسه با سرمایه‌گذاری در سهام یک شرکت نیست. در حالی که در یک بخت‌آزمایی، شرکت‌کننده به هزینه نهایی شرکت‌کننده‌ی دیگر عایدی به‌دست می‌آورد، در بازار سهام یا در هر معامله‌ی قانونی دیگر، در صورت مساعد بودن شرایط سیستم اقتصادی هر فرد می‌تواند یک «برنده» باشد. بنابراین بلیط بخت آزمایی همان «بازی با مجموع صفر» است در حالی که بازار سهام یا هر معامله‌ی قانونی دیگر الزاماً اینگونه نیست.

۲-۱-۳. پرهیز از سرمایه‌گذاری و خدمات غیراخلاقی

عالمان شریعت در رد سرمایه‌گذاری در کار و کسب‌های غیراخلاقی مانند قمارخانه، شرکت‌های دخانیات، شراب‌سازی، فحشاء و غیره اتفاق نظر دارند. نظم بازار این مسائل اخلاقی را به شیوه‌های گزینش و انتخاب سهام تبدیل کرده است. شیوه‌های گزینش شاخص‌های بازارهای اسلامی فایننشال تایمز و داو جونز نمونه‌ای از این‌ها هستند. مسلمانان، دین را فراتر از یک سری تشریفات مذهبی از پیش تعیین شده می‌دانند. بدین ترتیب تعریف یک مسلمان شامل همه چیز می‌شود و در گرایشات وی در خارج از مکان‌ها و زمان‌های عبادت منعکس می‌گردد.

۲-۲. مبنای جایگزین ابزارهای مالی

کاربرد قراردادهای مالی اسلامی امری منحصر به فرد است. ابزارهای مالی اسلامی نه تنها بایستی سود قابل قبولی برای طرف‌های مختلف به‌همراه داشته باشند بلکه این عمل به گونه‌ای باید انجام شود که با قانون اسلام سازگار باشد. شماری از قراردادهای سنتی مالی اسلامی و قراردادهای جدیدی که با کاربرد مهندسی مالی ایجاد گردیده‌اند، می‌توانند سازگار با اصل ممنوعیت ربا و غرر طراحی شوند. ما در اینجا مروری اجمالی بر این قراردادها داریم.

۲-۲-۱. قراردادهای مشارکت

تأمین مالی اسلامی، در مشروعیت سود برخلاف بهره، قراردادهای مشارکت را مجاز شمرده است. در تأمین مالی اسلامی دو نوع عمده از قراردادهای مشارکت وجود دارد که اصول تسهیم سود و زیان را نیز به کار می‌گیرند. این دو نوع عبارتند از: (۱) مضاربه (۲) مشارکت.

مضاربه: این نوع از قرارداد بین تأمین‌کننده‌ی سرمایه و کارآفرین که از آن سرمایه استفاده می‌کند، منعقد می‌شود. یک طرف قرارداد، سرمایه را برای طرف دوم (کارآفرین؛ مضارب) تأمین می‌کند تا با آن تجارت کند، به شرطی که سود به دست آمده به نسبت‌های توافق شده بین دو طرف توزیع شود و در عین حال، در صورت زیان، تمام زیان سرمایه را تأمین‌کننده آن محتمل می‌شود و کارآفرین تنها هزینه‌ی فرصت زمان و نیروی کار را متحمل می‌شود.

بعضی استدلال می‌کنند که مضاربه کارکردهایی شبیه بهره دارد. به عبارت دیگر مضاربه فرصتی است برای تأمین مالی محض چرا که مالک سرمایه می‌تواند وارد یک سرمایه‌گذاری شود بدون اینکه نیاز باشد شخصاً وجوه سرمایه‌گذاری شده را مدیریت کند و محتمل بدهی‌های بی‌اندازه شود. اما در جواب باید گفت وجه تمایز مضاربه (و مشارکت) با بهره در این

است که این قراردادها توازن عادلانه‌ای بین مالک سرمایه و کارآفرین ایجاد می‌کند. توزیع سود براساس نسبت از پیش تعیین شده‌ای از کل سود است که با توافق طرفین تعیین می‌شود و هر یک از طرفین در نهایت تنها چیزی را از دست می‌دهد که سرمایه‌گذاری نموده است؛ خواه سرمایه باشد و خواه نیروی انسانی.

این مسأله حایز اهمیت است که در مضاربه و مشارکت نمی‌توان سرمایه‌ی اولیه و سود ثابت را تضمین نمود.

وجه غالب مضاربه به صورت مدل «مضاربه‌ی دو طرفه» است. طرف اول (بخش بدهی) زمانی شکل می‌گیرد که سپرده‌گذاران وجوه خود را در یک نهاد مالی اسلامی که نقش مضارب را دارد، سپرده‌گذاری می‌کنند. در واقع مضاربه، سپرده‌های سرمایه‌گذاری در بانک‌های اسلامی است. سپس بانک این سپرده‌ها را در اختیار کارآفرینان در طرف دوم (بخش دارایی) قرار می‌دهد به نحوی که بانک به عنوان سرمایه‌گذار وجوه در نظر گرفته می‌شود. سود نهادهای مالی اسلامی از درصدی از بازدهی قراردادهای مضاربه‌ی طرف دوم به دست می‌آید. اما در عمل در طرف سپرده، مضاربه بیشتر به صورت سپرده‌های سرمایه‌گذاری است ولی در طرف دارایی، بجای مضاربه، دارایی‌های بانک‌های اسلامی در قالب حساب‌های دریافتنی بدهی^۱ از مرابحه، استصناع و غیره است.

مشارکت: معنی عربی کلمه‌ی مشارکت از کلمه‌ی شرکت به معنای همکاری و شراکت مشتق شده است. یک قرارداد مشارکت بسیار شبیه به نوع متعارف توافق‌نامه‌ی مشارکت است که در آن هر طرف قرارداد بسته به توان، سرمایه فراهم می‌کند و هر شریک به نسبت سرمایه‌گذاری‌اش از حقوق مدیریت برخوردار است. سهم سود برای هر یک به عنوان نسبتی از کل سود نهایی به جای نسبتی از سرمایه‌ی سرمایه‌گذاری شده، تعیین

می‌شود. در صورت زیان، هر یک از شرکا تنها به میزانی که در پروژه سرمایه‌گذاری کرده متحمل زیان میشوند. در مورد مشارکت، دو فرض وجود دارد که نهادهای مالی اسلامی در حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها آن‌ها را مفروض می‌گیرند.

مشارکت دائمی: بانک در حقوق صاحبان سهام یک شرکت مشارکت می‌کند و سود سالانه را به تناسب دریافت می‌کند. اگر این شرکت، شرکت ثبت شده باشد این مالکیت به صورت سهام عادی خواهد بود و اگر شرکت به ثبت نرسیده باشد به صورت خصوصی اداره می‌شود، مالکیت به صورت سهم‌الشرکه خواهد بود. در بانک‌های اسلامی این نوع از مشارکت به‌عنوان سرمایه‌ی بانک محسوب می‌شود.

مشارکت نزولی: این یک حالت خاص از مشارکت است که نهایتاً منتج به مالکیت دارایی یا پروژه توسط مشتری می‌شود. در نتیجه این یک مشارکت موقتی و شبیه به حقوق صاحبان سهام قابل بازخرید در یک شرکت است.

مضاربه و مشارکت روش‌های تأمین مالی بدون ایجاد بدهی هستند. در این روش‌ها سرمایه‌ی اولیه قابل ضمانت نیست. بنابراین لزومی ندارد تا کارآفرین کل مبلغ سرمایه‌گذاری را بازپرداخت کند و همین طور لازم نیست مقدار ثابتی از سود را پرداخت نماید. با وجود این، وی ترجیح می‌دهد تا روی نسبت ازپیش‌تعیین‌شده‌ای از کل سود توافق نماید. خان (۱۹۹۱) استدلال می‌کند که مضاربه و مشارکت ابزارهای مالی مناسبی برای نظام بانکی هستند که دو مزیت عمده دارند. اول اینکه آن‌ها با نقش بانک‌ها به عنوان واسطه‌های مالی سازگارند. دوم اینکه این ابزارهای می‌توانند برای دوره‌های متفاوتی از سرمایه‌گذاری و با طیف گسترده‌ای از کارآفرینان به کار گرفته شوند.

اما در عمل توافقاتی مضاربه‌ای نقطه ضعفی دارند و آن این است که خطر اخلاقی^۱ و اطلاعات نامتقارن^۲ در مضاربه جدی است. کارآفرین قابل اعتماد، شالوده‌ی عقد مضاربه است. از این رو این واقعیت که بانک یا سرمایه‌گذار تمام زیان‌های سرمایه‌گذاری را در صورت شکست پروژه متحمل می‌شوند، ممکن است کارآفرین را به سمتی سوق دهد تا خلاف میل سرمایه‌گذار رفتار نماید. در نتیجه ممکن است سرمایه‌گذار از سرمایه‌گذاری‌های بزرگ با یک کارآفرین خودداری کند. عقد مشارکت می‌تواند به جبران نقطه ضعف عدم تقارن اطلاعات کمک کند چرا که برای سرمایه‌گذار امکان نظارت بر مدیریت را فراهم می‌آورد.

۲-۲-۲. قراردادهای مبادله‌ای^۳

تأمین مالی سرمایه‌ی در گردش^۴ جزء ضروری هر نظام مالی است. فارغ از تفاوت‌های مذهبی و فرهنگی بین ملتهای مختلف، نهادهای مالی در تمدنهای مدرن مختلف با چالش‌های مشابهی در کسب و کار مواجه هستند. این چالش‌ها شامل حفظ نسبت‌های کفایت سرمایه، تأمین مالی موجودی کالا، دارایی‌های ثابت و گسترش فروش‌های اعتباری می‌شود. مطالعه‌ی تأمین مالی اسلامی معمولاً مستلزم تحلیل این مسأله است که حاکمیت مذهب چه الزاماتی در نحوه‌ی عملکرد نهادهای مالی ایجاد می‌نماید.

نهادهای مالی اسلامی، مجاز نیستند تا خطوط اعتباری دارای حساب‌های دریافتنی با بهره را گسترش دهند. از این رو راههای دیگری در تأمین مالی سرمایه در گردش مورد نیاز است که میتوان آنها را در عقود مبادلائی یافت. این صور قراردادی، مستلزم روابط واسطه‌ای مانند عقود مشارکتی که پیش از این بحث شد، نمی‌باشند. وجه غالب یک عقد مبادله‌ای

1 - Moral Hazard

2 - Asymmetric Information

3 - Exchange Contracts

4 - Working Capital Financing

براساس اصل بیع معوق یا مؤجل (DTP)^۱ است. سه شکل عمده‌ی بیع معوق را می‌توان اینگونه طبقه‌بندی نمود: (۱) فروش با قیمت معوق^۲، (۲) فروش با عین معوق^۳، (۳) فروش با قیمت و عین معوق^۴.

الف) فروش با قیمت معوق (بیع نسبه): اگر خریدار نیازمند تأمین مالی باشد، می‌تواند به صورت اعتباری خرید کند و پرداخت مبلغ را به زمانی در آینده که با فروشنده توافق شده، موکول کند. قیمت معوق می‌تواند بیشتر از قیمت روز باشد. این نوع از تأمین مالی بدهی در شریعت مجاز است و در واقع پایه و اساس تأمین مالی مدرن اسلامی است.

نمود اصلی فروش با قیمت معوق در قرارداد مرابحه است. مرابحه چنان رشد یافته که یکی از پر طرفدارترین تکنیک‌های تأمین مالی اسلامی است و برآورد می‌شود که بین ۷۰ تا ۸۰ درصد از کل تأمین مالی اسلامی از طریق این عقد انجام می‌شود. ساختار قرارداد مرابحه نسبتاً آسان است و از یک افزایش قیمت اعلان شده به اضافه قیمت فروش تشکیل می‌شود. به عنوان مثال، یک سازنده ممکن است نیاز به تأمین وجوه برای خرید تجهیزاتی به ارزش ۵۰ هزار دلار داشته باشد. او می‌تواند این تجهیزات را از یک مؤسسه مالی اسلامی خریداری نموده و عوض آن را به صورت معوق به سررسید ۶ ماه بعد بپردازد. قیمت فروش نهایی ممکن است ۶۰ هزار دلار باشد که بستگی به درصد افزایش قیمت دارد. میزان یا درصد افزایش قیمت در ارتباط با یک مرجع بازاری تعیین می‌شود و شامل همه هزینه‌های معاملاتی مرتبط و حاشیه سود مورد نظر می‌باشد.

تأمین مالی از طریق مرابحه مزایای متعددی دارد که آن را یک ابزار پر طرفدار در نهادهای مالی اسلامی کرده است. دوره‌ی تحمل ریسک برای بانک کوتاه‌تر از دیگر تکنیک‌های تأمین مالی است و این نهاد به محض این

1 - Deferred Trading Principle (DTP)

2 - Price Deferred Sale

3 - Object Deferred Sale

4 - Object and Price Deferred Sale

که مبادله فروش - خرید کامل شود، سود خود را شناسایی می‌کند. دارایی - های تأمین کننده‌ی سرمایه جزء حساب‌های دریافتنی (بدهی‌ها) بوده که براساس شریعت قابل فروش نمی‌باشند. لذا نگرانی قریب‌الوقوع بانک‌های اسلامی، نقدینگی سرمایه‌گذاری‌ها است.

ب) فروش با عین معوق (بیع سلف یا سلم): اگر وجوه خریدار در دسترس و مهیا باشد، یا اینکه فروشنده نیاز به تأمین مالی تولید و عرضه‌اش داشته باشد، خریدار می‌تواند پیشاپیش قیمت راپردازد و تحویل کالاها به آینده موکول می‌شود. قیمت از پیش پرداخت شده می‌تواند کمتر از قیمت آتی مورد انتظار در زمان تحویل باشد.

تحت این شکل از قرارداد (سلم)، بانک توافق می‌کند که قیمت توافق شده از مقدار معینی کالا را پیشاپیش پردازد و کالا را در آینده تحویل بگیرد. ریسک ذاتی این عقد در این است که اگر طرف قرارداد از تعهد خود سرباززند ممکن است بانک قادر به فروش کالا در آینده نباشد. به دلیل ریسک تحمیل شده به بانک، در صورتیکه هیچ طرفی سومی قرارداد سلم را ضمانت نکند، بانک‌های اسلامی به ندرت وارد آن می‌شوند. همچنین قیمت‌گذاری یک قرارداد سلم پیچیده‌تر از قرارداد مرابحه است و شامل محاسبه‌ی ریسک اعتباری خریدار و تغییر مورد انتظار در ارزش دارایی در طول زمان قرارداد نیز می‌شود. اگر قرارداد بین چندین کشور گسترش یابد، بانک باید مبلغ تنزیل یا اضافه بها را که ناشی از نرخ ارز آتی بین کشورهای مختلف است، در نظر بگیرد.

ج) فروش با عین و قیمت معوق: به عنوان یک قاعده‌ی کلی، جایز نیست هم عین و هم قیمت معوق باشد. اما در دوران جدید علما استثنائات بسیار مهمی را ارائه کرده‌اند که در آنها قیمت و عین هر دو می‌توانند مؤجل باشند. این موضوع برای ما دو مورد از ابزارهای قدرتمند تأمین مالی را

فراهم می‌کنند. اولین آن، «اجاره همراه با الزامات»^۱ است. اجاره نوع خاصی از قراردادهای مبادله‌ای است. در این قرارداد هم عین و هم قیمت می‌توانند معوق باشند و هر کدام از آن‌ها می‌تواند به طرز مناسبی طراحی شود. اجاره همراه با الزامات می‌تواند بدان معنی نیز باشد که دارایی مورد اجاره (عین‌الاجاره) ممکن است وجود نداشته باشد ولی قرارداد اجاره آن اجرا شود. به عنوان مثال ممکن است آپارتمان وجود نداشته باشد و قرار باشد تا طی دو سال آینده ساخته شود. این آپارتمان می‌تواند از هم اکنون برای هفت سال اجاره داده شود. اجاره نیز می‌تواند الآن یا بعداً دریافت شود. اگر اجاره‌ها بعداً دریافت شود مثلاً بعد از هفت سال، این بدان معنی است که هم اجاره (قیمت) و هم آپارتمان (عین) به تعویق افتاده‌اند. آپارتمان مورد نظر می‌تواند به شخص دیگری اجاره داده شود، یعنی قرارداد اجاره (حق انتفاع از عین) به شخص ثالث یا چهارمی فروخته شود. مثال دیگر برای فروش با عین و قیمت معوق، استئضاع است که در آن، پروژه، راه و غیره در حال حاضر وجود ندارد و در آینده ساخته و تحویل می‌شود. قیمت آن نیز می‌تواند بعداً پرداخت شود بنابراین قیمت و عین، هر دو معوق‌اند.

۳-۲-۲. دارایی‌های مالی

از فروش و صورّ قراردادهای فوق، دارایی‌های مالی اسلامی به شرح زیر مشتق می‌شوند. تقسیم‌بندی زیر براساس قابلیت معامله در بازارهای ثانویه است.

الف) دارایی‌های مالی اسلامی قابل معامله:

اوراق مضاربه: اوراق مالکیت دائم در یک شرکت و کسب و کار بدون حق نظارت و مدیریت.

اوراق مشارکت: اوراق مالکیت دائم در شرکتها و کسب و کاره به‌همراه حق نظارت و مدیریت.

اوراق مشارکت قابل بازخرید (اوراق مالی مشارکت مدت‌دار مشارکت (MTFCs)^۱) اوراق مالکیت موقت در کسب و کارها و شرکت‌هایی همراه با/ بدون حق نظارت و مدیریت.

اوراق اجاره با نرخ ثابت: مالکیت دارایی‌های بادوام اجاره‌ای و/ یا مالکیت منافع دارایی‌های با دوام. در طول دوره‌ی قرارداد، اجاره‌بها ثابت است.

اوراق اجاره با نرخ شناور: مالکیت دارایی‌های با دوام اجاره‌ای و مالکیت منافع دارایی‌های بادوام. اجاره‌بها به طور متناوب همراه با تغییرات یک شاخص خاص در چارچوب توافق‌نامه‌ی جامع اجاره^۲، تجدید ارزیابی می‌شود.

ب) اوراق غیرقابل معامله‌ی بدون کوپن

۱) اوراق استصناع و/ یا مرابحه: مالکیت بدهی ناشی از تأمین مالی استصناع و/ یا مرابحه. برای مثال می‌توان به پروژه‌ی ساخت یک جاده براساس هزینه واقعی پروژه به‌اضافه‌ی نرخ‌ی اشاره کرد که در آن هزینه ۱۰۰ میلیون دلار و نرخ افزوده^۳ ۱۰ درصد است. ۱۱۰ میلیون دلار در اقساطی بدون تمایز و تفکیک مبلغ اصلی از بهره بازپرداخت خواهد شد. ۱۱۰ میلیون دلار می‌تواند به صورت اوراق بدهی غیرقابل معامله باشد که در بعضی ویژگی‌ها شبیه اوراق قرضه‌ی بدون کوپن^۴ هستند. در شریعت اسلام نمی‌توان بدهی را معامله کرد. لذا این اوراق قابل معامله نیستند.

1 Musharakah Term Finance Certificates

2 - Master Ijara Agreement

3 - Mark-up Rate

۴. اوراق قرضه‌ی بدون کوپن اوراقی هستند که دارای کوپن نیستند و به آنها به‌صورت دوره‌ای بهره تعلق نمی‌گیرد بلکه خریدار اوراق از مابه‌التفاوت قیمت خرید و قیمت اسمی اوراق منتفع می‌شود.

۲) سلم: در سلم، وجوه پیشاپیش پرداخت می‌شوند و کالا به بدهی تبدیل می‌شود. وجوه پرداخت شده نیز می‌تواند به صورت اوراق باشند که بیانگر بدهی‌اند. این اوراق نیز غیرقابل مبادله‌اند.

← به این اوراق اوراق قرضه‌ی تنزیلی نیز گفته می‌شود. در برخی از متون به اشتباه به این اوراق، اوراق قرضه‌ی با نرخ بهره صفر می‌گویند.

۳. سیر تحول و نمایش ساختارها و بازارهای صکوک

به طور کلی، صکوک اوراق رهنی هستند که با پشتوانه‌ی دارایی، با درآمد ثابت، قابل معامله و سازگار با شریعت می‌باشند. شرط اولیه‌ی انتشار صکوک، وجود دارایی در ترازنامه‌ی دولت، مرجع سیاست پولی، نهاد شرکتی، مؤسسه بانکی و مالی یا هر موجودیتی که قصد تجهیز منابع مالی را دارد، است. شناسایی دارایی‌های مناسب، اولین و لازم‌ترین گام در فرآیند انتشار اوراق صکوک است. ملاحظات شرعی الزام می‌کند که مجموعه دارایی‌ها نباید صرفاً متشکل از بدهی‌های ناشی از قراردادهای مالی اسلامی (مثل مباحه و استصناع) باشد.

۳-۱. انواع صکوک

طبقه‌بندی مناسب دارایی‌های مختلف، انواع اوراق منتشر شده را نیز تعیین خواهد کرد. لازم به ذکر است که این دارایی‌ها می‌تواند برای انتشار اوراق رهنی به صورتهای متعددی متناسب با نیاز موجودیت تجاری، مهیا گردد.

۳-۱-۱. صکوک اجاره محض^۱

این اوراق براساس دارایی‌های مستقل موجود در ترازنامه منتشر می‌شوند. این دارایی‌ها می‌تواند قطعات یک زمین برای اجاره دادن یا تجهیزات اجاره داده شده مثل هواپیماها و کشتی‌ها باشد. نرخ‌های بازدهی در این صکوک هم می‌تواند ثابت و هم شناور باشد و این امر بستگی به بانی^۲ خاص دارد.

۳-۱-۲. صکوک تجمیعی/ترکیبی^۳

مجموعه‌ای از دارایی‌ها می‌تواند متشکل از حساب‌های دریافتنی استصناع، مرابحه و نیز اجاره باشد. در واقع داشتن پورتهویی از دارایی‌ها که متشکل از انواع مختلف است، تجهیز بیشتری از وجوه را که قبلاً دور از دسترس بود، به‌دنبال خواهد داشت. دارایی‌های مرابحه و استصناع می‌تواند یک پرتفو تشکیل دهند. اما هنوز حداقل ۵۱ درصد از مجموعه باید متشکل از دارایی‌های اجاره باشد. بر اساس این واقعیت که حساب‌های دریافتنی مرابحه و استصناع بخشی از این مجموعه هستند، بازده این اوراق تنها می‌تواند نرخ ثابت از پیش تعیین شده‌ای باشد.

۳-۱-۳. صکوک قابل بازخرید با نرخ متغیر^۴

دو نوع صکوک فوق‌الذکر به صورت جزئی نمایانگر قوت ترازنامه‌ی منتشرکننده هستند. تحت شرایطی، انتشار صکوک با نمایش قوت کامل ترازنامه‌ی منتشرکننده می‌تواند سودمند باشد. در حال حاضر، شرکتی‌های مختلفی از صکوک تحت عنوان اوراق مالی مدت‌دار مشارکت (MTFCs) یاد می‌کنند. این اوراق به‌دلیل ارشدیت حقوق صاحبان سهام منتشرکننده، ماهیت بازخریدی و نرخ نسبتاً با ثبات آنها در مقایسه با پرداختهای سود

1 - Pure Ijara Sukuk

2 Originator

3 - Hybrid/Pooled Sukuk

4 - Variable Rate Redeemable Sukuk

سهام می‌توانند جانشینی برای صکوک باشند. MTFCs مزایای اندکی دارند. اولاً بازده‌های مشارکت از دیدگاه فقها ارجحیت دارد چرا که چنین عقدی، منجر به تقویت پارادایم بانکداری اسلامی می‌شود که عقود مشارکتی را تجسم آرمان‌های اصلی می‌داند. ثانیاً نرخ بازده شناور این اوراق به امر ارزیابی با مراجع بازاری مثل لایبور، بستگی ندارد بلکه در عوض، وابسته به واقعیت‌های ترازنامه‌ی بنگاه است.

۳-۱-۴. صکوک غیرقابل معامله‌ی بدون کوپن^۱

نوع دیگر صکوک وقتی ایجاد می‌شود که دارایی‌هایی که قرار است تجهیز شوند، هنوز وجود نداشته باشند. در نتیجه، هدف از تجهیز وجوه، ایجاد دارایی‌های بیشتر در ترازنامه‌ی شرکت از طریق استصناع است. اما در حال حاضر به دلیل محدودیتهای شرعی اوراقی با این ماهیت، قابل معامله نیستند. مجموعه‌های دارایی اولیه باید به گونه‌ای باشند که توسط قراردادهای استصناع و خرید/فروش اقساطی که تعهدات بدهی ایجاد می‌کنند، تضمین شده باشند. این اوراق می‌توانند تحت عنوان «صکوک بدون کوپن با نرخ ثابت» نامگذاری شود.

۳-۱-۵. صکوک ضمنی^۲

این نوع از صکوک می‌تواند بدون کوپن، اجاره محض یا ترکیبی، همراه با اختیار ضمنی برای تبدیل شدن به دیگر صورتهای دارایی بسته به شرایط خاص، باشد.

1 - Zero-coupon non-tradable Sukuk

2 - Embedded Sukuk

۶-۱-۳. فهرست مبسوطی از صکوک

در پاسخ به پیدایش بهره در انتشار ابزارهای مالی با پشتوانه‌ی دارایی اسلامی، سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی (AAOIFI) متن پیشنهادی خود را پیرامون «استانداردهای شریعت در مورد صکوک» در نوامبر ۲۰۰۲ ارائه نمود. برطبق این متن پیشنهادی: «صکوک سرمایه‌گذاری، اوراقی با ارزش برابر هستند که پس از پذیره‌نویسی، نمایانگر رسید ارزش اوراق بوده و استفاده طبق برنامه، مالکیت مشاع سهام و حقوق در دارایی‌های مشهود، حقوق انتفاع از عین، و خدمات، یا حقوق صاحبان سهام یک پروژه مشخص یا حقوق صاحبان سهام یک فعالیت سرمایه‌گذاری خاص می‌باشند». متن پیشنهادی استاندارد شریعت شماره ۱۸ ص ۴ سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی (AAOIFI).

ویژگی برجسته‌ی انواع مختلف صکوک سرمایه‌گذاری که در متن پیشنهادی آمده است، در جدول ذیل خلاصه شده است. در ابتدا اوراق مالکیت روی دارایی‌های اجاره داده شده آورده شده است.

جدول ۱: اوراق مالکیت روی دارایی اجاره داده شده

انواع صکوک سرمایه‌گذاری	توضیح صکوک سرمایه‌گذاری	احکام و الزامات شرعی
۱. اوراق مالکیت روی دارایی‌های اجاره داده شده	اوراقی هستند که ارزش یکسانی دارند و توسط مالک دارایی اجاره داده شده یا دارایی‌ای که با تعهد اجاره خواهد شد، یا توسط نماینده مالی او منتشر شده و هدف از آن، فروش این دارایی و دریافت ارزش آن از طریق پذیره‌نویسی است که در این صورت دارندگان اوراق،	منتشر کننده: دارایی اجاره داده شده یا دارایی‌ای که بر اساس تعهد اجاره می‌شود را می‌فروشد. پذیره‌نویسان: خریداران دارایی هستند. وجوه تجهیز شده: قیمت خرید دارایی است. دارندگان اوراق: به‌طور مشترک

مالکان دارایی خواهند شد.	مالکان دارایی به همراه سودها و ریسک‌های آن می‌شوند.
--------------------------	---

هم چنین متن پیشنهادی، در مورد امکان‌پذیری اوراق مالکیت در منافع بحث می‌کند.

جدول ۲: اوراق مالکیت در منافع

۲. اوراق مالکیت منافع	این اوراق انواع مختلفی دارد که شامل موارد زیر است:	
۲-۱: اوراق مالکیت منافع دارایی‌های موجود	این اوراق اسنادی با ارزش برابر هستند که توسط مالک منفعت دارایی موجود و یا توسط یک واسطه مالی به نمایندگی از مالک، منتشر می‌شوند و هدف از آن، اجاره یا اجاره مجدد این دارایی و دریافت اجاره‌بها از درآمد حاصل از پذیره‌نویسی می‌باشد. در این مورد، دارندگان اوراق، مالک منفعت دارایی می‌شوند.	منتشر کننده: منفعت دارایی موجود را می‌فروشد. پذیره‌نویسان: خریداران منافع اند. وجوه تجهیز شده: قیمت خرید منافع است. دارندگان اوراق: به‌طور مشترک مالکان منافع همراه با سودها و ریسک‌های آن می‌شوند.
۲-۲: اوراق مالکیت منافع که در آینده به‌وجود خواهد آمد آنچنانکه در توضیح آمده	این اوراق اسنادی با ارزش برابر هستند که به منظور اجاره‌ی دارایی‌های که موجر متعهد به تهیه آن‌ها در آینده است، منتشر شده‌اند و به موجب آن، اجاره‌بها از درآمد حاصل از پذیره‌نویسی کسب می‌شود که در این مورد، دارندگان اوراق، مالک منفعت این دارایی‌های آتی می‌شوند.	منتشر کننده: منفعت یک دارایی را که در آینده تهیه خواهد شد، آنچنانکه مشخص شده، می‌فروشد. پذیره‌نویسان: خریداران منافع هستند. وجوه تجهیز شده: از پذیره نویسی، قیمت خرید منافع است. دارندگان اوراق: به‌طور مشترک مالکان منافع همراه با سودها و ریسک‌های آن می‌شوند.