

دو فصلنامه علمی - پژوهشی تحقیقات مالی - اسلامی، سال سوم، شماره اول (پیاپی ۵)، پاییز و زمستان ۱۳۹۲، صص ۲۳-۱۰۰

امکان‌سنجی فقهی اوراق بهادار مبتنی بر سود سهام دریافتنی

محمدجواد محقق‌نیا*

تاریخ دریافت: ۱۳۹۳/۰۸/۰۳

امیرحسین ارضاء**

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۴/۰۲/۰۲

چکیده

مدیریت نقدینگی و هدایت صحیح آن به‌سوی بخش مولد از الزامات یک کشور روبه‌پیشرفت می‌باشد. با توجه به تقسیم درصد بالایی از سود هر سهم به شکل نقدی در بازار سرمایه ایران و وصول زمان‌بر سودهای دریافتنی در شرکت‌های سرمایه‌گذاری که باعث کاهش قدرت نقدینگی و نقدشوندگی در شرکت‌های مزبور می‌شود، طراحی اوراق بهادار مبتنی بر دارایی‌ها به‌منظور تأمین مالی نهادهای مالی اهمیت فراوانی می‌یابد. هدف اصلی این پژوهش امکان‌سنجی فقهی اوراق بهادار مبتنی بر سود سهام دریافتنی می‌باشد. در این پژوهش، مدل عملیاتی با استفاده از مطالعات کتابخانه‌ای و با توجه به ابعاد حقوقی و فقهی طراحی گردید. برای تأیید مدل اوراق طراحی‌شده و امکان‌سنجی طراحی این اوراق، محقق از نظرات خبرگان فقهی - مالی با انجام مصاحبه و پرسشنامه استفاده شد. اعضای نمونه ۹ نفر از فقهای دارای دانش و تجربه در حوزه مالی بودند. با استناد به بررسی‌ها و استدلال‌های پژوهشگر و نظرات خبرگان مصاحبه‌شده، امکان انتشار اوراق بهادار به‌پشتوانه سودهای دریافتنی با شرایط مدل ارائه‌شده در بازار سرمایه ایران وجود دارد.

واژگان کلیدی

اوراق بهادارسازی، سود سهام دریافتنی، اوراق بهادار مبتنی بر دارایی، فقه

طبقه‌بندی JEL: G21

mohagheghniya@atu.ac.ir

* استادیار دانشکده مدیریت و حسابداری دانشگاه علامه طباطبایی

** دانشجوی دکتری مدیریت مالی دانشگاه علامه طباطبایی (نویسنده مسئول)

amir_hossein_erza@yahoo.com

مقدمه

مدیریت نقدینگی در جامعه یکی از مباحث مهم اقتصادی بوده و لازم است با همفکری و تکیه بر علم و تجربه، آن را به سمت مراکز تولید هدایت کرد. یکی از کاربردهای اصلی ابزارهای مالی، هدایت صحیح و مناسب نقدینگی به سوی مراکز تولیدی و سرمایه‌گذاری مولد می‌باشد. یکی از الزامات حمایت از تولید ملی، کار و سرمایه ایرانی، ایجاد ابزار و بازاری مناسب و کارا جهت تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی می‌باشد.

از مسائل مهم در نهادهای سرمایه‌گذاری، وصول سریع‌تر سودهای تقسیم‌شده در شرکت‌های سرمایه‌پذیر می‌باشد و یکی از منابع مالی و نقدینگی اصلی شرکت‌های سرمایه‌گذاری و هلدینگ‌ها، دریافت سود سهام حاصل از سرمایه‌گذاری در شرکت‌های سرمایه‌پذیر خود می‌باشد. تقسیم درصد بالایی از سود هر سهم به شکل نقدی در بازار سرمایه ایران^۱ و وصول زمان‌بر سودهای دریافتی در شرکت‌های سرمایه‌گذاری، باعث کاهش قدرت نقدینگی و نقدشوندگی در شرکت‌های مزبور، که بازیگران اصلی بازار سرمایه کشور می‌باشند، می‌شود. با هموار شدن مسیر جریان‌های نقدی به سمت بازار سرمایه این نقدینگی به سمت طرح‌های هدفمند سوق یافته و از این راه به رشد اقتصادی کشور کمک خواهد شد.

هدف اصلی این پژوهش امکان‌سنجی فقهی اوراق بهادار مبتنی بر سود سهام دریافتی می‌باشد. در این پژوهش بعد از بیان ادبیات و پیشینه پژوهش، مدل عملیاتی که برای این پژوهش استخراج شده است، شرح داده خواهد شد و در نهایت با استفاده از نظرات خبرگان نمونه و اصول کلی قراردادهای اسلامی و قوانین و مقررات ایران، در مورد امکان‌سنجی این اوراق نتیجه‌گیری صورت خواهد گرفت.

۲. ادبیات و پیشینه پژوهش

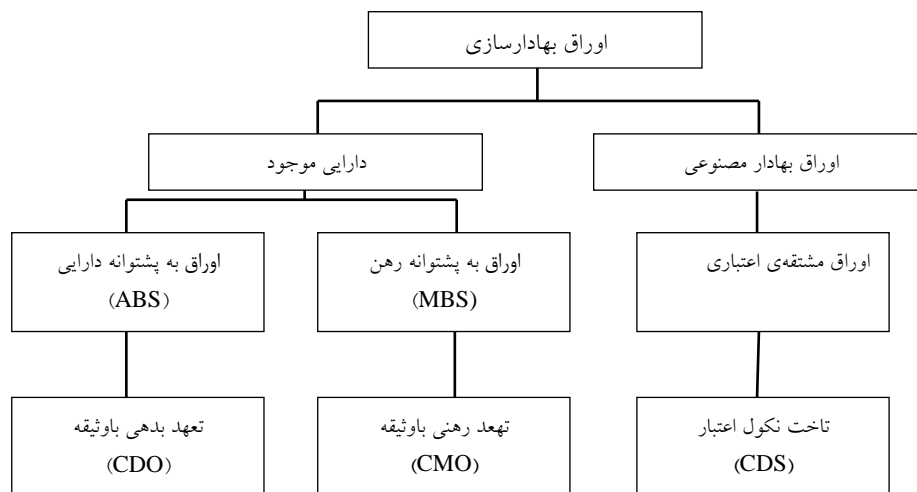
۲-۱. اوراق بهادار به پستوانه دارایی

بازارهای مالی، نهادهای مالی و ابزارهای مالی سه حوزه اصلی رشته مدیریت مالی می‌باشند. از اواخر دهه ۶۰ میلادی موجی از نوآوری‌های مالی در جهان به وجود آمد.

در حوزه مالی شاخه علمی جدیدی با عنوان «مهندسی مالی» به وجود آمد. جان فینرتی در ۱۹۸۸ بیان کرد که «مهندسی مالی عبارت است از طراحی، توسعه و به کارگیری ابزارهای مالی جدید و فرآیندهای مربوط و در نهایت ارائه راه‌حل‌های مبتکرانه برای مسائل و مشکلات مالی» (راعی و سعیدی، ۱۳۸۳، ص ۶۰).

نوآوری مالی مهمی که در دهه ۸۰ میلادی انجام شد پدیده به کارگیری دارایی به‌عنوان پشتوانه برای اوراق بهادار است. اوراق بهادار مبتنی بر دارایی محصول فرایندی است که طی آن دارایی‌ها به اوراق بهادار تبدیل می‌شود. طبق نظر جابست^۲ (۲۰۰۶) اوراق بهادارسازی به فرایند و نتیجه حاصل از تبدیل جریان‌های نقدی منظم و قابل دسته‌بندی ناشی از تجمعی متنوع‌شده از دارایی‌های غیرنقدشونده جاری و آتی دارای اندازه، نوع و ریسک مشابه به تعهدات بدهی و سرمایه قابل معامله گفته می‌شود (فرایند دگرگون‌سازی نقدشوندگی و متنوع‌سازی دارایی).

کوتاری^۳ (۲۰۰۶) دو دسته‌بندی اصلی برای محصولات اوراق بهادار شده معرفی می‌کند که شامل اوراق بهادار کردن دارایی‌های موجود و اوراق بهادار کردن مصنوعی است. دسته اول زمانی است که اوراق بهادار بر اساس دارایی‌های موجود و عایدی آینده آنها منتشر می‌شوند. دسته دوم اوراق بهادارسازی مصنوعی است که دارایی‌ها واقعاً منتقل نمی‌شوند، این دسته عموماً از اوراق بهادار مشتقه ریسک اعتباری تشکیل می‌شوند که مشهورترین ورق بهادار مصنوعی سواپ (تاخت) نکول اعتبار است. طبقه‌بندی ارائه‌شده توسط او در نمودار ۱ آمده است.



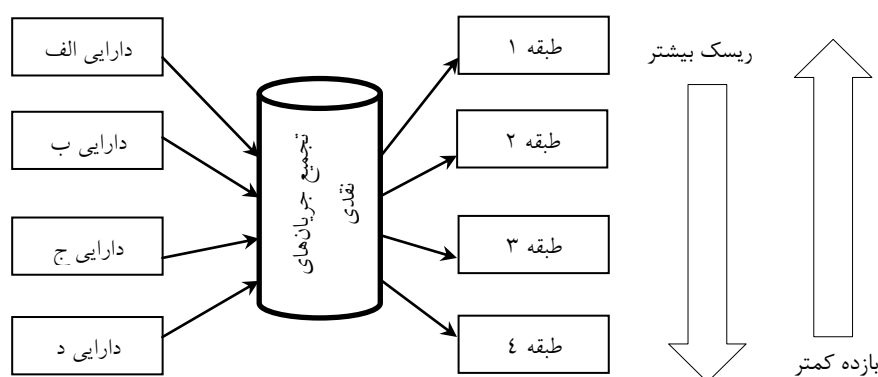
نمودار شماره (۱). دسته‌بندی ارائه شده توسط کوتاری (۲۰۰۶)

تبدیل حساب‌های دریافتی به اوراق بهادار به اوراق بهادار سازی دارایی‌های مالی اطلاق می‌شود که در زمان انجام تراکنش‌های اوراق بهادار سازی موجود هستند. از سوی دیگر، دارایی‌های درگیر در اوراق بهادار سازی جریان آتی در زمان انجام تراکنش موجود نیستند و در تاریخی در آینده ایجاد می‌شوند.

۲-۲. طبقه‌بندی اوراق بهادار به پشتوانه دارایی

متداول‌ترین روش برای مدیریت ریسک تراکنش‌های اوراق بهادار سازی، دسته‌بندی و لایه‌بندی جریان نقدی دارایی‌های مولد به طبقات مختلف است. با انتشار چند طبقه برای اوراق بهادار می‌توان ریسک اوراق را مدیریت کرد. برای مثال اگر اوراق در دو طبقه منتشر شوند، طبقه الف قبل از طبقه ب قرار می‌گیرد؛ بنابراین، پرداختی‌های طبقه ب بر اساس اولویت پرداخت‌ها، بعد از پرداختی‌های طبقه الف خواهند بود؛ بنابراین تا زمانی که طبقه الف تمام پول خود را دریافت نکرده است، پرداختی به طبقه ب صورت نخواهد گرفت^۴. این سازوکار که باید در قرارداد پذیرهنویسی ذکر گردد تحت عنوان آبشار جریان نقدی یا طبقه‌بندی شناخته می‌شود. در نمودار (۲) ساختار آبشار در فرآیند اوراق بهادار سازی نشان داده شده است. همان‌طور که در بالا گفته شد، اوراق منتشر شده در فرآیند اوراق بهادار سازی به‌گونه‌ای ساختار می‌یابند که منعکس‌کننده

حوزه‌های ریسک تجمیع دارایی‌ها باشند، بنابراین رتبه‌بندی اعتباری آنها نیز با یکدیگر تفاوت دارد. طبقه بالاتر (طبقه ۱) معمولاً رتبه AAA دارد که دارای کمترین ریسک می‌باشد. اوراقی که رتبه کمتری دارند (طبقه ۴) می‌توانند زیان را جذب نمایند. پایین‌ترین اوراق کمترین رتبه را داشته یا اصلاً رتبه‌بندی نمی‌شوند. این طبقه غالباً «اولین طبقه زیان» خوانده می‌شوند، زیرا بیش از تمامی طبقات دیگر تحت تأثیر زیان‌های ناشی از دارایی‌های تعهدشده تجمیع‌شده قرار می‌گیرند.^۵



نمودار شماره (۲). ساختار آبخار در فرآیند اوراق بهادارسازی

۳-۲. تأمین مالی اسلامی

برخی از روش‌های تأمین مالی اسلامی با انطباق تعهدهای پرداخت و کسب درآمد، جایگزین مناسبی برای روش‌های تأمین مالی متعارف هستند. همچنین، در این روش‌ها با مرتبط ساختن سود حاصل از فعالیت واسطه‌ها با درآمد واقعی حاصل از سرمایه، تخصیص سرمایه‌ها برای پروژه‌های خاص به صورت آسان‌تری صورت می‌پذیرد.

۴-۲. تبدیل دارایی به اوراق بهادار اسلامی

اوراق بهادار اسلامی یا صکوک گواهی‌هایی با ارزش اسمی یکسان هستند که بعد از عملیات پذیره‌نویسی، بیانگر پرداخت مبلغ اسمی آن به وسیله خریدار به ناشر آن است و دارنده آن مالک یک یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها و منافع حاصل از آنهاست. اوراق بهادار اسلامی ممکن است بر اساس دارایی‌های موجود یا دارایی مشخصی که در آینده

در دسترس خواهد بود، منتشر شود. نوع دارایی که پشتوانه اوراق بهادار اسلامی است، نوع اوراق را نیز تعیین می‌کند. بر این اساس، اوراق بهادار اسلامی می‌تواند بر پایه قراردادهای مشارکت، مضاربه، مرابحه، سلف، استصناع، اجاره و یا ترکیبی از آنها (اوراق بهادار ترکیبی) طراحی شود. از کاربردهای ابزارهای مالی اسلامی تبدیل دارایی‌های مؤسسات مالی اسلامی (مثلاً بانک‌های اسلامی) به اوراق بهادار است که به صکوک معروف هستند. مؤسسات مالی اسلامی، با تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار، می‌توانند نقدینگی خود را مدیریت کنند.^۱

برای تبدیل دارایی به اوراق بهادار از راه صکوک، گام نخست این است که دارایی‌های واجد شرایط را از شرکت اصلی جدا کرده و آن را به واسطه (SPV) منتقل کنیم که به‌طور معمول شرکتی با مسئولیت محدود است. با انتقال دارایی به شرکت با مأموریت خاص، تمام ریسک‌های مربوط به دارایی از شرکت اصلی به شرکت با مأموریت خاص منتقل می‌شود. همچنین دارندگان صکوک نیز مطمئن می‌شوند که تمام حقوق مربوط به دارایی متعلق به آنهاست و شخص دیگری درباره آن ادعایی ندارد اما اگر این دارایی در ترازنامه شرکت اصلی وجود می‌داشت و به شرکت با مأموریت خاص منتقل نمی‌شد، آنگاه ممکن بود طلبکاران نیز درباره آن ادعا داشته باشند (نجفی، ۱۳۸۵، ص ۸).

۲-۵. پیشینه پژوهش

قبل از بیان پیشینه پژوهش لازم به ذکر است که تاکنون در زمینه روش‌های تأمین مالی مطالعات زیادی انجام شده است، با این وجود در زمینه اوراق بهادار به پشتوانه سودهای دریافتنی هیچ‌گونه مطالعه‌ای انجام نشده است. از این رو پیشینه این پژوهش به بررسی مطالعات انجام شده در حوزه تأمین مالی در سطح بین‌المللی و حوزه مالی اسلامی و همچنین صکوک که یک نوع اوراق بهادار به پشتوانه دارایی است، می‌پردازد.

۲-۵-۱. پیشینه خارجی پژوهش

کانتور و دِمستز (۱۹۹۳)^۲ دریافتند که بانک‌ها و مؤسسات مالی غیر بانکی از اوراق بهادارسازی برای برداشتن وام‌ها از ترازنامه‌هایشان استفاده می‌کنند - آنها نتیجه گرفتند

که فعالیت حذف از ترازنامه^۸ در پی دوره رکود رشد می‌کند. این با تعریف آریترناژ سرمایه در مورد اوراق بهادارسازی سازگار است که به موجب آن بانک‌ها در تلاش برای کاهش نیازمندی‌های سرمایه‌ای به دارایی‌ها با ریسک اعتباری کمتر، کمترین دارایی‌های ریسکی را از ترازنامه خارج می‌کنند. گرینبوم و تاکور (۱۹۸۷)^۹ بیان کردند که اوراق بهادارسازی به خروج دارایی‌های مالی از ترازنامه‌های بانک کمک می‌کند و بنابراین باعث کاهش هزینه‌های نگهداری پرتفوی شامل هزینه‌های بیمه سپرده و نیازمندی‌های سرمایه می‌شود. بانک‌های تجاری وام‌های دریافتی با سپرده‌های خود را که نیاز به بیمه داشتند را سرمایه‌گذاری کردند. علاوه بر این، وام‌هایی که در پرتفوی‌هایشان نگهداری شدند، مواردی برای نیازمندی‌های ذخیره سرمایه هستند.

ادبیات اوراق بهادارسازی تمایل به تمرکز روی مفاهیم ریسک و انتقال ریسک دارد و این زمانی که دارایی‌ها از ترازنامه بانک خارج می‌شوند، اتفاق می‌افتد. کالم و لاکور (۲۰۰۴)^{۱۰} با مطالعات روی مفاهیم ریسک اوراق بهادارسازی به‌طور کلی بیان کردند که بانک ریسک دارایی‌ها با اعتبار پایین را به امین انتقال می‌دهد و بدین‌گونه دارایی‌ها با کیفیت پایین‌تر را از ترازنامه جدا می‌کند. این پدیده گاهی به وجود نظم‌بخشی قوانین سرمایه نسبت داده می‌شود که شرکت‌ها را به اوراق بهادارسازی وام‌های با کمترین میزان ریسک، به‌عنوان سطوح سرمایه که ارتباط زیادی با ریسک دارند، تحریک می‌کند.

۲-۵-۲. پیشینه داخلی پژوهش

معصومی‌نیا (۱۳۸۹) در کتاب ابزارهای مشتقه بررسی فقهی اقتصادی، اختیار معامله را در ضمن دیگر ابزارهای مشتقه بررسی کرده است. وی راه‌های فقهی وکالت، بیمه هبه معوضه و بیع را مطرح کرده و اختیار معامله را از راه بیع حق صحیح دانسته است. موسویان و همکاران، در مقاله صکوک مضاربه ابزاری مناسب برای توسعه صادرات ایران، به طراحی الگوهای اجرایی برای سه نوع صکوک مضاربه و نقش آنها در توسعه صادرات ایران می‌پردازند (۱۳۸۹، صص ۱۴۵-۱۷۲).

بررسی فقهی قرارداد اختیار معامله توسط معصومی نیا و سیدی نیا انجام شده است. از آنجاکه در جوامع اسلامی باید قراردادها بر اساس احکام شرع تنظیم و اجرا شود و قرارداد اختیار معامله به شکل کنونی جدید است، لازم است در ترازوی فقه گذارده شود. در مقاله آنها نگاهی جدید و نو به بحث فقهی این معامله شده است و راه‌های بیع حق و مبادله تعهد به عنوان راه‌های تصحیح اختیار معامله رایج و راه‌های وکالت، هبه معوضه و اسقاط حق به عنوان راه‌حل‌های جایگزین بررسی شده‌اند (۱۳۹۰، صص ۱۴۵-۱۷۸).

مصباحی مقدم و همکاران در مقاله بررسی فقهی و حقوقی اوراق بهادار مضاربه روابط بین ارکان اوراق مضاربه را از نظر فقهی و حقوقی بررسی نموده‌اند (۱۳۹۰، صص ۱۴۷-۱۷۴). موسویان و همکاران مقاله امکان‌سنجی فقهی طراحی اسناد خزانه اسلامی در بازارهای مالی اسلامی را ارائه کردند. در این مقاله آنها بررسی انواع اوراق خزانه اسلامی از جهت انطباق با موازین شرعی پرداختند و سرانجام نشان دادند در صورتی که دیون دولت به بانک‌ها، شرکت‌ها و مؤسسه‌های خصوصی و عمومی، ناشی از خرید کالا و خدمات واقعی باشد، خرید و فروش آنها بر اساس دیدگاه اکثر مذاهب اسلامی و قوانین ایران مجاز بوده و می‌توان بر پایه آنها به نام اسناد خزانه اسلامی منتشر کرد (۱۳۹۰، صص ۸۷-۱۱۶).

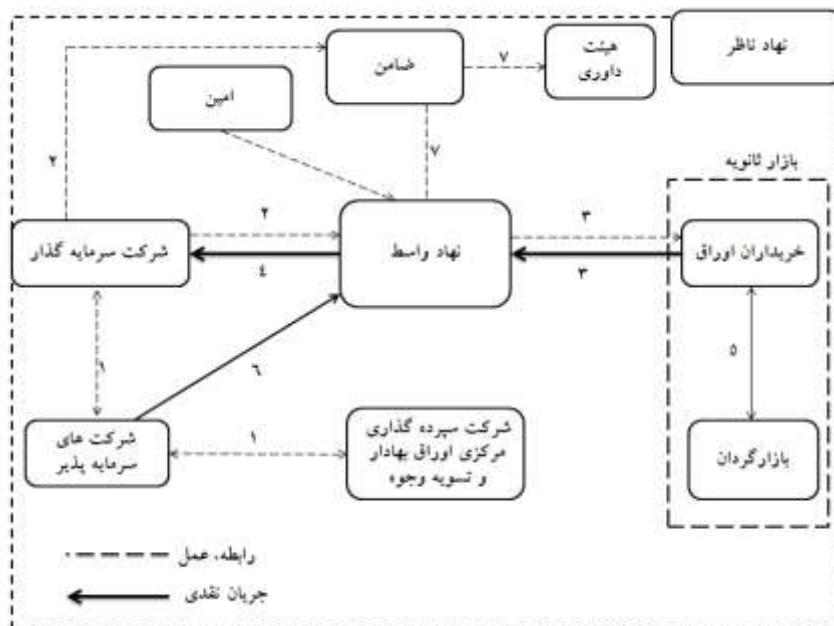
خوانساری و همکاران به بررسی فقهی امکان به کارگیری سوآپ نکول اعتباری و ورق اعتباری در مدیریت ریسک اعتباری بانک‌ها پرداختند. آنها در مقاله خود مشتقات اعتباری را بر اساس معیارها و ضوابط عمومی قراردادها از دیدگاه فقه شیعه، مورد بررسی و ارزیابی قرار دادند که نتیجه آن تأیید سوآپ نکول اعتباری و دارای اشکال بودن ورق اعتباری از منظر ربا می‌باشد (۱۳۹۱، صص ۱۱۳-۱۳۹).

موسویان و همکاران به طراحی مدل‌های عملیاتی صکوک اجاره جهت انجام عملیات بازار باز پرداختند. آنها با مرور الگوهای نظری صکوک اجاره که مشروعیت فقهی داشته و از لحاظ اقتصادی نیز استفاده از آنها امکان‌پذیر است، الگوی «صکوک اجاره به شرط تملیک با هدف تأمین نقدینگی» را به عنوان مدل قابل استفاده جهت انجام بازار باز، در قالب سه مدل عملیاتی طراحی کردند (۱۳۹۲، صص ۶۳-۸۹). معصومی نیا

و الهی امکان‌سنجی فقهی طراحی سوآپ مالکیت متناسب با بازار سرمایه ایران را بررسی کردند. آنها به دنبال اثبات این فرضیه بودند گرچه قرارداد سوآپ مالکیت متناسب با بازار سرمایه ایران، به علت وجود ربا در قالب بیع و معاوضه قابل تصحیح نیست، اما می‌توان آن را از راه مبادله دو قرارداد قابل طراحی دانست (۱۳۹۲، صص ۱۴۵-۱۷۰).

۳. مدل عملیاتی

در این پژوهش برای امکان‌سنجی اوراق بهادار به پشتوانه سودهای دریافتنی مدل عملیاتی با استفاده از مطالعات کتابخانه‌ای و نظریه‌های مالی طراحی گردید که چگونگی این نوع اوراق بهادارسازی را به همراه وظایف هر کدام از ارکان، به تصویر می‌کشد. محقق با استفاده از این مدل به بررسی نظرات خبرگان فقهی - مالی پرداخته است که در نمودار ۳ نمایش داده شده است.



نمودار شماره (۳). مدل عملیاتی اوراق بهادار به پشتوانه سود سهام دریافتنی

۳-۱. ارکان مدل اوراق بهادار به پشتوانه سود سهام دریافتنی

شرکت‌های سرمایه‌پذیر: در این مدل مدیون شرکت‌های سهامی عام پذیرفته‌شده در بورس یا بازار خارج از بورس می‌باشند که باید در سررسید مشخصی سود تقسیمی مصوب در مجمع را به شرکت سرمایه‌گذاری ثبت‌شده نزد سازمان بورس و اوراق بهادار، دارنده سهام آنها پرداخت کنند.

شرکت سرمایه‌گذار (بانی): شرکتی است از شرکت‌های سهامی عام پذیرفته‌شده در بورس یا بازار خارج از بورس که بستانکار سودهای دریافتنی بوده که با تنزیل دین و فروش آن در بازار به جمع‌آوری وجوه قبل از سررسید دریافت طلب خود اقدام می‌کند. نهاد واسط: طبق ماده ۱ قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید مصوب ۱۳۸۸، نهاد واسط 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.

خریداران اوراق: جهت کسب انتفاع اقدام به خرید اوراق می‌کند.

ضامن: جهت اطمینان‌بخشی به خریداران اوراق و حذف ریسک نکول و ریسک اعتبار برای خریداران، ضامن پرداخت مبلغ تعیین‌شده در سررسید را تضمین می‌نماید. شرکت سرمایه‌گذاری می‌تواند با توجه به سرمایه و توان مالی خود، این نقش را نیز ایفا نماید.

بازارگردان: جهت ایجاد بازار ثانویه مطمئن و کاهش ریسک نقدشوندگی بازارگردان از طریق بازار ثانویه اقدام به خرید و فروش اوراق می‌نماید، شرکت‌های تأمین سرمایه و یا شرکت‌های دارای مجوز بازارگردانی صادره از سوی سازمان بورس اوراق بهادار می‌توانند این نقش را بازی کنند.

نهاد ناظر: سازمان بورس و اوراق بهادار تهران می‌باشد.

امین: وظیفه نظارت بر حسن انجام کار و عملیات را بر عهده دارد. نهادهایی که می‌توانند این نقش را ایفا نمایند، نهادهای مورد تأیید سازمان بورس و اوراق بهادار می‌باشند.

هیأت داوری: مطابق ماده ۳۷ قانون بازار اوراق بهادار: هیأت داوری متشکل از سه عضو می‌باشد که یک عضو توسط رئیس قوه قضائیه از بین قضات باتجربه و دو عضو از بین صاحب‌نظران در زمینه اقتصادی و مالی به پیشنهاد سازمان و تأیید شورا به اختلافات رسیدگی می‌نمایند. رئیس قوه قضائیه و سازمان با تأیید شورا علاوه بر نماینده اصلی خود، هر یک عضو علی‌البدلی تعیین و معرفی می‌نمایند تا در صورت غیبت عضو اصلی مربوط در هیأت داوری شرکت نمایند. شرایط عضو علی‌البدل همانند عضو اصلی می‌باشد. همین‌طور طبق ماده ۱۵ قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید، در صورتی که اوراق بهادار پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار یا بازار خارج از بورس و یا اوراق بهادار مبتنی بر کالا که در بورس کالا پذیرفته می‌شود، متضمن سود مصوب، سررسید شده یا تضمین شده باشد، باید بموقع و در چارچوب مقررات توزیع و پرداخت شود. در صورت خودداری ناشران و شکایت صاحبان اوراق بهادار یا سازمان، موضوع در هیأت داوری قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران طرح و آراء صادره در این خصوص از طریق اجرای احکام دادگاه‌ها قابل اجراست.

۲-۳. شرح مدل عملیاتی اوراق بهادار به پستوانه سود سهام دریافتنی

۱. در زمان مجمع شرکت سرمایه‌پذیر، شرکت سرمایه‌گذار سود تقسیمی سرمایه‌پذیر را به‌عنوان درآمد ثبت و معادل آن را در حساب سود دریافتنی بدهکار می‌نماید و شرکت سرمایه‌پذیر معادل آن را در حساب سود سهام دریافتنی ثبت می‌نماید و گواهی سود را به نام سرمایه‌گذار صادر می‌نماید (طراحی و صدور گواهی سود و ثبت آن توسط شرکت سرمایه‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه انجام می‌شود).

۲. شرکت سرمایه‌گذار مطالبه سود خود را با تنزیل، به نهاد واسط می‌فروشد. شرکت سرمایه‌گذار می‌تواند اختیار فراخوان بر روی گواهی فروخته‌شده به نهاد واسط را تقاضا نماید که در زمانی که شرکت سرمایه‌پذیر مربوطه افزایش سرمایه را از محل مطالبات داد، شرکت سرمایه‌گذار از این حق خود استفاده نموده و به ارزش روز

- گواهی فروخته شده را مجدداً خریداری می نماید. این حق بر نرخ تنزیل مؤثر بوده و موجب افزایش آن می گردد.
- همزمان سرمایه گذار به ضامن و کالت بلاعزل با حق توکیل به غیر جهت طرح دعوی در هیئت داوری مطابق ماده ۱۵ قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید، می دهد.
۳. نهاد واسط بر اساس خالص ارزش دارایی (تجمیع سود سهام دریافتنی تنزیل شده شرکتها) اوراق صادر کرده و به خریداران اوراق می فروشد و وجه حاصله را دریافت می نماید.
۴. نهاد واسط مبلغ وجه دریافتی از خریداران اوراق، پس از کسر کارمزد ارکان به شرکت سرمایه گذار پرداخت می کند.
۵. در بازار ثانویه، دارندگان اوراق به خرید و فروش اقدام می نمایند. در صورت عدم تعادل در عرضه و تقاضا، بازارگردان مطابق مظنه اعلام شده، تعادل بازار را برقرار می کند.
۶. در صورتی که شرکت سرمایه پذیر به تعهد خود مطابق ماده ۲۴۰ قانون تجارت، عمل ننماید، ضامن مبلغ سود سهام را به نهاد واسط پرداخت و همزمان مطابق ماده ۱۵ قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی و از طریق وکیل دادگستری به هیئت داوری طرح دعاوی می کند.^{۱۱}
۷. شرکت سرمایه پذیر در زمان سررسید سود پرداختنی، وجه حاصل را به نهاد واسط پرداخت می کند.

۴. روش پژوهش

برای انجام این پژوهش با استفاده از مطالعات کتابخانه‌ای، مباحث نظری متناسب، از جمله مباحث نظری مربوط به عقود و مبانی فقه شیعه مورد مطالعه قرار گرفت و با کمک تجربه و دانش، مدل عملیاتی اوراق بهادار مبتنی بر سود سهام دریافتنی طراحی گردید. در مرحله بعد به منظور بررسی امکان‌سنجی فقهی انتشار این اوراق در بازار سرمایه ایران از صاحب نظران این حوزه مصاحبه‌ای به عمل آمد و در ابتدا پژوهشگر مدل عملیاتی و استدلالات خود را بیان نمود و در قالب مباحث دسته‌بندی شده

پرسشنامه طراحی شده توسط خبرگان پاسخ داده شد. هدف از انجام این مراحل پاسخگویی به سؤالات زیر بود:

۱. آیا فروش سودهای دریافتی از سوی سرمایه‌گذار (درآمدی که محقق شده است و لیکن در آینده دریافت می‌شود) به نهاد واسطه، از مصادیق بیع دین است؟
۲. آیا در مدل ارائه شده، ضوابط بیع دین رعایت شده است؟
۳. مدل ارائه شده، ربوی نمی‌باشد؟
۴. مدل ارائه شده، غرری نمی‌باشد؟
۵. مدل ارائه شده، مصداق اکل مال به باطل نمی‌باشد؟
۶. قاعده لاضرر و لاضرار در مدل ارائه شده، رعایت شده است؟

برای مطابقت مدل طراحی شده با مبانی اسلامی و فقه شیعه، پرسشنامه‌ای شامل شش سؤال طراحی گردید و در مجموع ۱۵ خبره فقهی که به مبانی مالی آشنا بودند انتخاب شدند. نحوه انتخاب خبرگان به این شکل بوده است که فهرست اعضای کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار و کارگروه فرعی فقهی مستقر در قم تهیه و تعدادی از اعضای هیئت علمی دانشگاه نیز با معرفی برخی از اعضای کمیته فقهی تعیین گردیدند. از این تعداد در نهایت ۹ نفر حاضر به انجام مصاحبه حضوری و تکمیل پرسشنامه در مورد ابعاد فقهی قراردادهای اوراق بهادار به پشتوانه سودهای دریافتی، شدند.

۵. تبیین ماهیت حقوقی قراردادها

ماده ۱۰ قانون مدنی بیان می‌کند: «قراردادهای خصوصی نسبت به کسانی که آن را منعقد نموده‌اند در صورتی که مخالف صریح قانون نباشد، نافذ است» چنانچه قراردادی که مخالف قانون و شرع مقدس اسلام نباشد بین دو یا چند شخص منعقد گردد لازم و اصل بر صحت آن می‌باشد. لذا در ادامه اوراق بهادار طراحی شده از دید ضوابط عمومی و اختصاصی بررسی می‌گردد.

۶. بررسی فقهی اوراق بهادار مبتنی بر سود سهام دریافتنی

۶-۱. اصل صحت قراردادها

دین مبین اسلام دین جهان‌شمول و برای تمام ادوار زندگی بشر است. مطالعه عمیق اسلام نشان می‌دهد که دین اسلام نه تنها مسلمانان را به قراردادهای رایج در صدر اسلام محصور نکرده است، بلکه شارع مقدس تمامی قراردادهای عقلایی را که با معیارها و ضوابط مورد نظر اسلام مطابقت داشته باشند، جایز می‌شمرد. گرچه اصل اولیه در قراردادها و معاملات فساد است، ولی اکثر فقیهان متأخر بر اساس عمومات و اطلاق آیات و روایات صحت قراردادهای عرفی را اثبات کرده‌اند و چنانچه دلیلی بر بطلان معامله وجود نداشته باشد، صحت معامله از نظر شرع تأیید شده و آثار معامله بر آن مترتب است (موسوی خمینی، ۱۳۷۹).

۶-۲. بررسی از منظر شرایط عمومی قراردادها

در تنظیم قراردادهای اسلامی چهار ضابطه عمومی باید رعایت گردد. این ضوابط به‌عنوان شروط لازم در صحت قراردادها شناخته می‌شوند که عبارت‌اند از:

- ممنوعیت اکل مال به باطل؛
- ممنوعیت ضرر و ضرار؛
- ممنوعیت غرر؛
- ممنوعیت ربا.

۶-۲-۱. ممنوعیت اکل مال به باطل

در ارتباط با این ضابطه، مهم‌ترین آیه قرآن، آیه تجارت است که می‌فرماید: «یا ایها الذین آمنوا لا تأکلوا أموالکم بینکم بالباطل، الا ان تكون تجارة عن تراض منکم». ای کسانی که ایمان آورده‌اید، اموال یکدیگر را به ناحق نخورید، مگر آن که تجارتي باشد که هر دو بدان رضایت داده باشید (نساء: ۲۹).

مطابق با این ضابطه باید دو قانون رعایت گردد. اول، تصرف در اموال مردم بر وجه باطل حرام و ممنوع است و دوم، تصرف در اموال دیگران بر وجه تجارت از روی تراضی، صحیح و حلال می‌باشد.

نتیجه نهایی قانون دوم این که هر معامله و تجارت عقلایی که از رضایت طرفین ناشی شود از نظر شرع، صحیح و مجاز است مگر آنکه شارع به خاطر مصالحی از آن نهی کرده باشد (موسویان، ۱۳۸۶).

در مجموع، مواردی که در آن‌ها موضوع معامله مالیت ندارد، موضوع معامله منفعت حلال ندارد، معامله با تضييع حقوق دیگران همراه است، معامله با فریب، تجاوز، تقلب، غش، دزدی، رشوه همراه است، معامله از طریق تضعیف نظام اسلامی به دست می‌آید و غیره را می‌توان از مصادیق باطل دانست (اسماعیلی، ۱۳۷۳). علامه طباطبایی در تفسیر المیزان ذیل این آیه شریفه می‌فرمایند که این آیه عام است و همه معاملات باطل را شامل می‌شود (موسوی همدانی، ۱۳۶۳)؛ بنابراین می‌توان تحریم و ممنوعیت اکل مال به باطل را در اسلام به‌عنوان یک قاعده عمومی در تمام معاملات مالی به حساب آورد.

بررسی ضابطه ممنوعیت اکل مال به باطل در اوراق بهادار مبتنی بر سود سهام دریافتی
فلسفه وجودی و ماهیت اوراق بهادار به پشتوانه دارایی‌ها که در این پژوهش سودهای دریافتی می‌باشد، تأمین مالی شرکت‌ها از طریق اوراق بهادارسازی می‌باشد. با توجه به معنی تجارت که به هر معامله‌ای که به قصد سود انجام گیرد اطلاق می‌شود، ابزار طراحی شده مبتنی بر رضایت ذی‌نفعان بوده و معامله‌ای می‌باشد که بر وجه باطل نمی‌باشد. هر معامله و تجارت عقلایی که از رضایت طرفین ناشی شود و بدون اجبار و اکراه باشد از نظر شرع، صحیح و مجاز است. علاوه بر این، این معامله ما به ازای داشته و سبب باطل و در برابر عمل باطل نمی‌باشد. لذا می‌توان بلااشکال بودن این ابزار از نظر ضابطه اکل مال به باطل را پذیرفت.

۶-۲-۲. ممنوعیت ضرر و ضرار

قراردادها و عقود که در آنها اصل معامله یا شرایط معامله موجب «ضرر و ضرار» یکی از دو طرف قرارداد یا جامعه شود، مورد تأیید دین مبین اسلام نیست. فقها در بیان معنای ضرر به دو گروه کلی تقسیم می‌شوند؛ گروهی ضرر را عام می‌دانند (مکارم شیرازی، ۱۳۷۹، به نقل از موسویان، ۱۳۸۶) و گروهی دیگر از جمله امام خمینی (ره) ضرر را خاص می‌دانند و معتقدند غالب کاربردهای ضرر و ضرار و مشتقات آنها مالی یا جانی است (موسوی خمینی، ۱۳۸۵ ق.).

صدوق (ره) در کتاب «من لا یحضره الفقه»: قال رسول الله (ص): لا ضرر ولا ضرار فی الاسلام. اختلاف در معنای ضرر و تفاوت آن با ضرار، چندان تأثیر عملی نخواهد داشت، چرا که نتیجه «نهی ضرر و ضرار» طبق تمام دیدگاه‌های فقهی، نفی هر نوع عملی است که موجب آسیب به جان و مال و آبرو و حیثیت افراد است، کما اینکه موارد مطرح در آیات و روایات نفی ضرر مالی و جانی است (موسویان، ۱۳۸۶).

بررسی ضابطه ممنوعیت ضرر و ضرار در اوراق بهادار مبتنی بر سود سهام دریافتی

در روند انتشار و به کارگیری اوراق بهادار به پشتوانه سودهای دریافتی نه تنها هیچ‌گونه ضرر جانی، مالی، آبرو و حیثیتی به طرفین نخواهد داشت بلکه به صلاح و مصلحت طرفین قرارداد و بازار سرمایه می‌باشد و موجب سودرسانی و مدیریت بهتر دارایی هریک از طرفین خواهد شد. علاوه بر این، این ابزار به دلیل وجود ضامن، اطمینان‌بخشی به خریداران را افزایش خواهد داد. لذا می‌توان بلاشکال بودن این ابزار از نظر قاعده ممنوعیت ضرر و ضرار را پذیرفت.

۶-۲-۳. ممنوعیت غرر

دیدگاه‌ها و نظرات مختلفی درباره معنای غرر وجود دارد. با توجه به کاربرد واژه غرر و مشتقات آن، به نظر می‌رسد معنای کامل‌تری که می‌توان برای غرر در نظر گرفت، آن است که غرر اسم مصدر از «عُرِرَ يُعَرِّرُ تَغْرِيراً» و به معنای «خطر» است؛ بنابراین معنای دیگری که برای غرر ذکر شده یا از اسباب خطر هستند مانند «خدعه»، «غفلت» و «جهالت»، یا بیان دیگر از معنای خطر هستند مانند «آن چه انسان از ضرر آن ایمن

نیست» و «آن چه انسان را در معرض هلاکت قرار می‌دهد» و یا بیان مصداق شیء خطری هستند مانند «آنچه ظاهری فریبنده و باطنی مجهول دارد» (موسویان، ۱۳۸۶). هرچند گاهی اوقات واژه‌هایی مانند «تدلیس»، «قمار»، «ریسک» و... به جای غرر به کار می‌روند، ولی معانی و مفاهیم این واژه‌ها هم پوشانی کامل با معنای غرر ندارد و حتی در برخی موارد تفاوت ماهوی با غرر دارند.

تعاریف اصطلاحی مختلفی در مورد غرر و معامله غرر بیان شده است. تعریف برگزیده در این میان چنین است: «عقد یا معامله غرری، عقدی است که به جهتی از جهات، نتیجه و پایان آن برای دو طرف معامله یا یکی از آن‌ها مجهول باشد و در نتیجه احتمال ضرر و زیان وجود داشته باشد و سبب ایجاد اختلاف و کشمکش بین دو طرف شود» (رفیعی، ۱۳۷۸). آنچه مسلم است، بطلان معامله غرری از دیدگاه دین مبین اسلام است که به «قاعده نفی غرر» معروف است. مستند این قاعده، حدیث معروف نبوی است که در آن آمده است: «نهی النبی عن الغرر» (امام خمینی، ۱۳۷۹).

مهم‌ترین مواردی که در تطبیق قاعده نفی غرر بیان شده‌اند، عبارت‌اند از: خطر عدم وجود یکی از عوضین، خطر عدم قدرت بر تسلیم عوضین، خطر عدم اطلاع از ارزش عوضین و خطر عدم اطلاع از خصوصیات و شرایط معامله. شاید معامله‌ای پیدا نشود که از تمام جهات، اطلاعات کامل و شفاف داشته باشد و هیچ خطر و احتمال خسارتی به همراه نداشته باشد. این جاست که به معیاری برای تفکیک و قضاوت نیاز پیدا می‌شود. به اعتقاد غالب فقها، «عرف» معیار قضاوت است. اگر میزان خطر و احتمال خسارت به اندازه‌ای باشد که عرف وقتی متوجه شود، ترتیب اثر نمی‌دهد، چنین خطری، غرر به حساب نمی‌آید و باعث بطلان معامله نمی‌شود، ولی اگر خطر به حدی باشد که عرف آن را خطری بااهمیت دانسته و از آن اجتناب کند، چنین خطری، غرر و موجب بطلان معامله است. از آنجاکه عرف ثابت و واحدی در همه زمان‌ها و مکان‌ها وجود ندارد، موارد غرر بر حسب مکان و عرف‌های مختلف فرق می‌کند. البته در برخی موارد، شارع مقدس داوری عرف و بنا و شیوه عملی عقلا را در مورد معاملات غرری که بر مصالح و منافع مادی و مانند آن مبتنی است، نمی‌پذیرد و حکمت اجتماعی حکم شرعی را بر مصالح و منافع شخصی مقدم می‌دارد (امام خمینی، ۱۳۷۹).

بیشتر فقها قاعده نفي غرر را خصوص معامله بيع می‌دانند، در مقابل گروهی از فقها این قاعده را شامل سایر عقود و معاملات نیز می‌دانند و یکی از دلایلی که برای تعمیم قاعده ذکر می‌کنند، عمومیت علت بطلان معامله در روایت مشهور نبوی است (موسویان، ۱۳۸۶، نقل به مضمون).

بررسی ضابطه ممنوعیت غرر در اوراق بهادار مبتنی بر سود سهام دریافتی

طبق تعریف غرر که در بالا بیان شد، در روند انتشار و به کارگیری این ابزار نتیجه و پایان آن برای دو طرف معامله کاملاً مشخص است. در هنگام خرید این اوراق خریداران از تاریخ سررسید اوراق به جهت اینکه طبق مقررات بورس، شرکت‌ها موظف‌اند زمان تقسیم سود را مشخص نمایند که البته سقف این زمان طبق قانون تجارت هشت ماه می‌باشد، مطلع بوده و همچنین نرخ تنزیل اوراق مشخص می‌باشد و در نتیجه احتمال ضرر و زیان ناشی از عدم آگاهی از شرایط اوراق وجود نخواهد داشت. کیفیت و کمیت عوضین به تمام جهات در هنگام عقد قرارداد مشخص می‌باشد. لذا می‌توان بلاشکال بودن این ابزار از نظر قاعده ممنوعیت غرر را پذیرفت.

۶-۲-۴. ممنوعیت ربا

شاید مهم‌ترین و شاخص‌ترین تفاوت اقتصاد اسلامی با سایر اقتصادها، ممنوعیت ربا از دیدگاه اسلام باشد. درحالی‌که ربا و بهره در تاروپود اقتصاد متعارف حضور دارد و به اشکال مختلف اوراق قرضه، سپرده‌ها، وام‌ها و اعتبارات بانکی و غیره در همه ابعاد اقتصاد سرمایه‌داری جریان دارد، اسلام با شدت تمام از آن نهی کرده، از گناهان کبیره شمرده و مرتکب آن را نه تنها به عقاب دردناک اخروی بیم داده، به مبارزه دنیوی نیز تهدید کرده است (موسویان، ۱۳۸۶). آیات ۲۷۸ و ۲۷۹ سوره بقره می‌فرمایند:

«يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَذَرُوا مَا بَقِيَ مِنَ الرِّبَا إِن كُنتُمْ مُؤْمِنِينَ * فَإِن لَّمْ تَفْعَلُوا فَأْذَنُوا بِحَرْبٍ مِّنَ اللَّهِ وَرَسُولِهِ وَإِن تُبْتُمْ فَلَكُمْ رُؤُوسُ أَمْوَالِكُمْ لَا تَظْلِمُونَ وَلَا تُظْلَمُونَ»

ای کسانی که ایمان آورده‌اید، از خدا پروا کنید؛ و اگر مؤمنید، آنچه از ربا باقی مانده است واگذارید * و اگر (چنین) نکردید، بدانید به جنگ با خدا و فرستاده وی،

برخاسته‌اید؛ و اگر توبه کنید، سرمایه‌های شما از خودتان است. نه ستم می‌کنید و نه ستم می‌بینید.

حکم تحریم ربا و مستند بودن آن به قرآن، سنت، اجماع و اتفاق مسلمانان به قدری واضح است که جای هیچ بحث و گفتگویی باقی نمی‌ماند. به طوری که در طول تاریخ اسلام هیچ کس در آن تردید نکرده است (موسویان، ۱۳۸۶). امام خمینی (ره) در این باره می‌فرماید:

«حرمت ربا به وسیله قرآن و سنت و اجماع مسلمین ثابت است، بلکه بعید نیست که حرمت آن از ضروریات دین باشد» (موسوی خمینی، ۱۴۱۶ق).

ربا یکی از مهم‌ترین خطرات و مهالکی است که معامله‌گران همواره با آن مواجه‌اند؛ از این رو، اهمیت جریان یافتن و حاکمیت شریعت در معاملات، امری روشن و بدیهی است و تأکید معصومین (ع) بر این امر مهم، مبین تأثیر آن در ایجاد رابطه سالم تجاری بین مردم و سعادت اخروی آن‌ها و دور شدن از مهلکه رباست.

فقهای بزرگوار اسلام، ربا را به دو قسم ربای معاملی و ربای قرضی تقسیم می‌کنند:

۱. ربای معاملی: در سنت رسول خدا (ص) «ربای معاملی» تحریم شده است؛ هرگونه زیادی در معامله دو شیء هم جنس و یا معامله‌ای که مشتمل بر زیادی یکی از عوضین باشد، با فرض تحقق شرایط خاص ربای معاملی نامیده می‌شود.
۲. ربای قرضی: این ربا بدین صورت است که فرد برای تأمین نیاز مالی، جهت امور مصرفی یا سرمایه‌گذاری تقاضای قرض می‌کند و در ضمن عقد قرض متعهد می‌شود آنچه را می‌گیرد همراه با زیادی برگرداند. در حقیقت ربای قرضی در نوع خاصی از عقد قرض تحقق می‌یابد که در آن شرط «زیادی» شده است (بخش فرهنگی جامعه مدرسین، ۱۳۸۱). زیاده در قرض در صورتی ربا و حرام است که شرط شده باشد.

۷. دلایل عدم حرمت تنزیل

در رابطه با حرمت تنزیل و حمل آن به ربا اختلاف نظر است. اکثر علمای شیعه در عصر حاضر، تنزیل سفته را با این شرط، جایز شمرده‌اند که سفته ساختگی نباشد و صادرکننده آن واقعاً بدهکار باشد؛ یعنی سند تجاری در برابر بدهی واقعی صادر شده باشد.

در اینجا دلایل چندی مبنا و دلیل جواز تنزیل آورده شده است.

الف. حضرت آیت‌الله العظمی سید ابوالحسن اصفهانی (صاحب وسیلة النجاة) میان ربای قرضی و تنزیل تفاوت قائل شده است. در قرض با شرط اضافه، جر نفع و انتفاع در قرض، ربا و حرام است؛ اما تنزیل، معامله است. در معامله زیاد گرفتن، ممنوع و حرام نیست. معامله می‌تواند در قالب صلح، ابراء و... انجام شود (مطهری، ۱۳۷۲، صص ۲۶۲ - ۲۶۳).

ب. برخی تنزیل را به این دلیل جایز می‌دانند که ربا دو صورت بیشتر ندارد: مازادستانی در قرض و معامله دو کالای هم‌جنس که مکیل و موزون باشند. تنزیل نه قرض ربوی با شرط زیادی است و نه معامله و خرید و فروش مکیل و موزون؛ یعنی تنزیل معامله است ولی مکیل و موزون نیست و این به نحوی خرید و فروش اسکناس می‌باشد و این کار نمی‌تواند حرام باشد و بر همین مبنا، برخی هم تنزیل و هم خرید و فروش اسکناس را تجویز کرده‌اند (عبداللهی، ۱۳۷۱، ص ۳۱۱).

روایت دیگر امام محمد باقر(ع) در کتاب وسائل الشیعه، نقل شده است که دلالت بر جواز نرخ تنزیل دارد: «عن ابی جعفر(ع) فی الرجل یكون علیه الی اجل مسمى فیاتیه غریمه فیقول: انقدنی من الذی لی کذا و کذا و اضع لک بقیته او یقول: انقدنی بعضاً و امد لک فی الاجل فیما بقی. فقال: لا اری به باسا ما لم یزد علی راس ماله شیئاً بقول الله عزوجل: «فلکم رؤس اموالکم لاتظلمون و لاتظلمون».

این روایت در رابطه با بدهکاری بود که تا زمانی مشخص، فرصت پرداخت داشت. طلبکار نزد او می‌آید و می‌گوید: فلان مقدار از طلبم را نقداً به من بده و من بقیه را از تو نمی‌گیرم یا می‌گوید: بخشی از طلبم را نقداً بده، من برای بقیه مدت را بیشتر می‌کنم. امام باقر(ع) فرمود: من در این کار اشکالی نمی‌بینم، مادامی که بر اصل

مال خود چیزی نیفزاید؛ زیرا خداوند می‌فرماید: «تنها اصل سرمایه شما متعلق به شماست. نه ظلم می‌کنید و نه ظلم می‌پذیرید» (ابراهیمی، ۱۳۷۲، ص ۱۷۷). نتیجه: بر مبنای فتاوی و نظریات فقها و روایات وارده، به کاهش ارزش مطالبات همراه با نقد کردن آن حکم ربا را نمی‌توان اطلاق کرد؛ اما تنزیل به نسیه، به جهت اینکه فروش «دین به دین» است؛ حرام خواهد بود و این نه به خاطر تنزیل بلکه به دلیل بیع «کالی به کالی» بودن، حرمت دارد.

بررسی ضابطه ممنوعیت ربا در اوراق بهادار مبتنی بر سود سهام دریافتی

با توجه به اینکه خرید دین از نظر فقهی از مصادیق ربا نیست این معامله ربوی نیست. اولاً قرض نیست تا ربای قرضی شود؛ ثانیاً با افزایش مبلغ در صورت افزایش مدت همراه نیست تا ربای معاملی شمرده شود. بر اساس فتوای قریب به اتفاق مراجع بزرگوار تقلید این نوع بیع مشکلی ندارد. تنزیل نه قرض ربوی با شرط زیادی است و نه معامله و خرید و فروش مکیل و موزون؛ یعنی تنزیل معامله است ولی مکیل و موزون نیست و این کار نمی‌تواند حرام باشد لذا می‌توان بلااشکال بودن این ابزار از نظر قاعده ممنوعیت ربا را پذیرفت.

۸. بررسی از منظر شرایط اختصاصی قراردادها

۸-۱. خرید دین

ابزار طراحی شده مبتنی بر قرارداد بیع دین می‌باشد. خرید دین تسهیلاتی است که به موجب آن بانک سفته یا براتی را که ناشی از معامله نسیه تجاری است خریداری می‌کند. بانک‌ها بر اساس مصوبه شورای پول و اعتبار، برای اشخاص حقیقی و حقوقی تا سقف معین، خط اعتبار تعیین می‌کنند و شکل استفاده از آن چنین است که اشخاص مزبور کالاهای مورد نیاز خود را خریداری و بجای پرداخت وجه نقد، سفته‌ای معادل قیمت خرید به سررسید معین به فروشندگان تحویل می‌دهند و فروشندگان کالا، سفته را به بانک محل اعتبار خریدار برده، تنزیل می‌کنند و معادل نقدی آن را دریافت

می‌کنند. مبنای فقهی خرید دین در بانکداری بدون ربا، بیع دین است (موسویان، ۱۳۸۸، صص ۱۱۳-۱۳۶).

در مجموع شش دیدگاه در بین فقهای امامیه در این رابطه وجود دارد که به آنها اشاره می‌شود:

الف. بیع دین مطلقاً باطل است؛ این نظریه را شیخ طوسی به شافعی نسبت داده است.

ب. بیع دین حال صحیح و دین مؤجل باطل است. صاحب حدائق، محقق و شهید این نظریه را دارند.

ج. بیع دین به مدیون صحیح و به غیر او باطل است. این نظریه را ابن ادریس، امام خمینی (ره) در قول جدیدشان مطرح کرده‌اند.

د. بیع دین به ثمن حال صحیح و به ثمن نسیه باطل است. محقق ثانی، مقدس اردبیلی و شهید در لمعه این نظر را مطرح کرده‌اند.

ه. بیع دین صحیح است؛ لکن مشتری تنها حق مطالبه ثمن پرداخت شده را دارد. شیخ طوسی، ابن براج و شهید در دروس این نظر را مطرح کرده‌اند.

و. بیع دین مطلقاً صحیح است و خریدار مالک تمام دینی می‌شود که به مدیون بدهکار است؛ مشهور فقهای گذشته و معاصر چون سید یزدی، بروجردی، خویی، امام خمینی (طبق قول اولشان)، سیستانی، مکارم شیرازی، تبریزی، وحید خراسانی و زنجانی این نظریه را مطرح کرده‌اند.

بنابراین می‌توان این‌طور نتیجه گرفت که هر چند بحث بیع دین به غیردین، بحثی اختلافی در میان فقهای شیعه است، اما در مجموع می‌توان مدعی بود که مشهور فقهای شیعه، بیع دین به غیردین را جایز می‌شمارند؛ اعم از اینکه دین به خود مدیون و یا به شخص ثالث فروخته شود (قضاوی و بازمحمدی، ۱۳۸۹، ص ۴۰). شورای نگهبان نیز خرید دین را مغایر با موازین شرعی و قانون اساسی نمی‌داند.

۲-۸. تبیین جایگاه خرید دین در قوانین و مقررات ایران

عمده بحث بیع دین در حقوق ایران در تنزیل اسناد تجاری از طرف بانک‌ها مطرح است. تا سال ۱۳۸۹ عملیات مربوط به خرید دین بر مبنای آیین‌نامه موقت تنزیل اسناد

و اوراق تجاری و مقررات اجرایی مصوب جلسه مورخ ۱۳۶۱/۸/۲۶ شورای پول و اعتبار که متعاقباً در شورای نگهبان نیز مطرح و با اکثریت آراء مخالف با شرع و قانون اساسی شناخته نشده است، انجام می‌پذیرفت؛ اما با تصویب قانون برنامه پنجم توسعه در این سال، قرارداد خرید دین به صورت رسمی وارد قوانین کشور شد. بنابراین، عملیات خرید دین نه تنها مورد تأیید مشهور فقیهان است، بلکه با توجه به قانون مصوب سال ۱۳۸۹ خرید دین در قانون عملیات بانکی بدون ربا نیز به رسمیت شناخته شده است.

ماده ۱ آیین‌نامه موقت تنزیل اسناد و اوراق تجاری مصوب سال ۱۳۶۱ تصریح می‌کند که اوراق منتشره باید حاکی از بدهی ناشی از معاملات تجاری باشد؛ طبق ماده (۵) نیز سررسید اوراق نباید بیش از یک سال باشد؛ طبق قانون تجارت نیز شرکت‌ها موظف هستند سود نقدی مصوب را ظرف مدت ۸ ماه از تاریخ مجمع پرداخت نمایند که بدین ترتیب اوراق منتشرشده بر اساس سودهای دریافتی شرکت‌های سرمایه‌گذاری نیز حائز هر دو شرط بالا هستند.

جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

شارع مقدس اسلام در تمام معاملات و قراردادها اصل را بر صحت قراردادها قرار داده و از سوی دیگر لزوم قراردادها اصل اولی است و جایز بودن یک عقد نیازمند دلیل خاص است. در این مقاله اوراق بهادار به پشتوانه سود سهام دریافتنی بر اساس چهار ضابطه عمومی در قراردادها شامل اکل مال به باطل، غرر، ضرر و ربا و همچنین تطبیق شرایط بیع دین در این ابزار مورد بررسی و تحلیل قرار گرفت. این تحلیل‌ها با استفاده از نظرات خبرگان مباحث فقهی-مالی، احادیث، آیات قرآن کریم و استدلال پژوهشگر به شرح زیر بیان می‌شوند:

فروش سودهای دریافتنی از سوی سرمایه‌گذار از مصادیق بیع دین است. در صورتی که سود مستعجل شود و تنها بعد از مدتی قرار است پرداخت شود در این صورت قابل خرید و فروش است که این ضابطه در مدل رعایت شده است. با تصویب قانون برنامه پنجم توسعه، قرارداد خرید دین به صورت رسمی وارد قوانین

کشور شد؛ بنابراین، عملیات خرید دین نه تنها مورد تأیید مشهور فقیهان است، بلکه با توجه به قانون خرید دین در قانون عملیات بانکی بدون ربا نیز به رسمیت شناخته شده است. نظر خبرگان نیز مبنی بر این بوده است که فروش سودهای دریافتنی از سوی سرمایه‌گذار از مصادیق بیع دین است و در مدل ارائه‌شده، ضوابط بیع دین رعایت شده است.

هر معامله و تجارت عقلایی که از رضایت طرفین ناشی شود و بدون اجبار و اکراه باشد از نظر شرع، صحیح و مجاز است. ابزار طراحی شده مبتنی بر رضایت ذی‌نفعان بوده و معامله‌ای می‌باشد که بر وجه باطل نمی‌باشد. علاوه بر این، این معامله مابه‌ازا داشته و سبب باطل و در برابر عمل باطل نمی‌باشد. لذا می‌توان بلاشکال بودن این ابزار از نظر ضابطه اکل مال به باطل را پذیرفت. نظر خبرگان نیز مبنی بر این بوده است که مدل ارائه‌شده، مصداق اکل مال به باطل نمی‌باشد.

در هنگام خرید این اوراق خریداران از تاریخ سررسید اوراق به جهت اینکه طبق مقررات بورس، شرکت‌ها موظف‌اند زمان تقسیم سود را مشخص نمایند که البته سقف این زمان طبق قانون تجارت هشت ماه می‌باشد، از این موضوع مطلع بوده و همچنین نرخ تنزیل اوراق مشخص می‌باشد و در نتیجه احتمال ضرر و زیان ناشی از عدم آگاهی از شرایط اوراق وجود نخواهد داشت. کیفیت و کمیت عوضین به تمام جهات در هنگام عقد قرارداد مشخص می‌باشد. لذا می‌توان بلاشکال بودن این ابزار از نظر قاعده ممنوعیت غرر را پذیرفت. نظر خبرگان نیز مبنی بر این بوده است که ابزار ارائه‌شده، غرری نمی‌باشد.

در روند انتشار و به کارگیری اوراق بهادار به پشتوانه سودهای دریافتنی نه تنها هیچ‌گونه ضرر جانی، مالی، آبرو و حیثیتی به طرفین نخواهد داشت بلکه به صلاح و مصلحت طرفین قرارداد و بازار سرمایه می‌باشد و موجب سودرسانی و مدیریت بهتر دارایی هر یک از طرفین خواهد شد. علاوه بر این، این ابزار به دلیل وجود ضامن، اطمینان‌بخشی به خریداران را افزایش خواهد داد. لذا می‌توان بلاشکال بودن این ابزار از نظر قاعده ممنوعیت ضرر و ضرار را پذیرفت. نظر خبرگان نیز مبنی بر این بوده است که قاعده لا ضرر و لا ضرار در مدل ارائه‌شده، رعایت شده است.

از نظر ربوی نبودن ابزار می‌توان بیان کرد که با توجه به اینکه خرید دین از نظر فقهی از مصادیق ربا نیست این معامله ربوی نیست. اولاً قرض نیست تا ربای قرضی شود؛ ثانیاً با افزایش مبلغ در صورت افزایش مدت همراه نیست تا ربای معاملی شمرده شود. بر اساس فتوای قریب به اتفاق مراجع بزرگوار تقلید این نوع بیع مشکلی ندارد. تنزیل نه قرض ربوی با شرط زیادی است و نه معامله و خرید و فروش مکمل و موزون؛ یعنی تنزیل معامله است ولی مکمل و موزون نیست و این کار نمی‌تواند حرام باشد لذا می‌توان بلااشکال بودن این ابزار از نظر قاعده ممنوعیت ربا را پذیرفت. نظر خبرگان نیز مبنی بر این بوده است که ابزار ارائه‌شده، ربوی نمی‌باشد.

یادداشت‌ها

1. Source: Lipper via Thomson Reuters Datastream
 2. Jobst, (2006), pp. 731-760
 3. Kothari, (2006)
 4. International Finance Corporation, (2004)
 5. Choudhry, (2006)
 6. Adam Nathif and Thomas, (2004), p. 43
 7. Cantor and Demsetz, (1993), pp. 27-39
 8. Off-balance sheet
 9. Greenbaum and Thakor, (1987), pp. 379-401
 10. Calem and LaCour-Little, (2004), pp. 47-72
- ۱۱ طراحی مذکور بر اساس مصاحبه انجام‌شده با دبیر هیئت داور و بر اساس قوانین و مقررات مربوطه می‌باشد.

کتابنامه

قرآن مجید.

- ابراهیمی، محمدحسین (۱۳۷۲)، ربا و قرض در اسلام، قم: ناشر مؤلف.
- خوانساری، رسول، محمدسجاد سیاهکارزاده و مجید اصغری (۱۳۹۱)، «بررسی فقهی امکان به‌کارگیری سوآپ نکول اعتباری و ورق اعتباری در مدیریت ریسک اعتباری بانک‌ها»، تحقیقات مالی اسلامی، شماره ۳.
- راعی، رضا و سعیدی، علی، (۱۳۸۳)، مبانی مهندسی مالی و مدیریت ریسک، تهران: دانشکده مدیریت دانشگاه تهران و سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی دانشگاه‌ها (سمت).

- رفیعی، محمدتقی (۱۳۷۸)، مطالعه تطبیقی غرر در معامله، قم: دفتر تبلیغات اسلامی حوزه علمیه قم.
- رفیعی، محمدتقی و راضیه عبدالصمدی (۱۳۸۵)، «بررسی حقوقی اوراق اختیار معامله در بازار بورس اوراق بهادار»، اندیشه‌های حقوقی، شماره ۱۰.
- عبدالهی، محمود، (۱۳۷۱)، مبانی فقهی اقتصاد اسلامی، قم: دفتر انتشارات اسلامی.
- قضاوی، حسین، بازمحمدی، حسین (۱۳۸۹)، عملیات بازار باز در چارچوب بانکداری بدون ربا؛ مطالعه موردی: اسناد خزانه اسلامی، پژوهشکده پولی و بانکی.
- مصباحی مقدم، غلامرضا، سید علی اصغر رحیمی و مجتبی کاوند (۱۳۹۰)، بررسی فقهی و حقوقی اوراق بهادار مضاربه، اقتصاد اسلامی، شماره ۳۸.
- مطهری، مرتضی (۱۳۶۴)، مسئله ربا و بانک به ضمیمه مسئله بیمه، تهران: انتشارات صدرا.
- معصومی نیا، غلامعلی (۱۳۸۹)، ابزارهای مشتقه؛ بررسی فقهی-اقتصادی؛ تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، چاپ ۲.
- معصومی نیا، غلامعلی و سیداکبر سیدی نیا (۱۳۹۰)، «بررسی فقهی قرارداد اختیار معامله»، اقتصاد اسلامی، شماره ۱۰.
- معصومی نیا، غلامعلی و مهدی الهی (۱۳۹۲)، «امکان‌سنجی فقهی طراحی سوآپ مالکیت متناسب با بازار سرمایه ایران»، اقتصاد اسلامی، شماره ۱۳.
- مکارم شیرازی، ناصر (۱۳۱۲)، القواعد الفقهیه، قم: مدرسه الامام علی بن ابی طالب (ع)، چاپ پنجم.
- موسویان، سید عباس (۱۳۸۶)، ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)، تهران: سازمان انتشارات پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، چاپ اول.
- موسویان، سید عباس (۱۳۸۸)، «تبیین فقهی بانکداری بدون ربا (مدل ایران و اردن)»، فقه و حقوق، شماره ۲.
- موسویان، سیدعباس، مجتبی کاوند و علی ردادی (۱۳۸۹)، «صکوک مضاربه ابزاری مناسب برای توسعه صادرات ایران»، جستارهای اقتصادی، شماره ۱۳.
- موسویان، سیدعباس، حسین میسمی و کامران ندری (۱۳۹۲)، «طراحی مدل های عملیاتی صکوک اجاره جهت انجام عملیات بازار باز»، اقتصاد اسلامی، شماره ۱۳.
- موسویان، سیدعباس، محمدتقی نظرپور و ایوب خزائی (۱۳۹۰)، «امکان‌سنجی فقهی طراحی اسناد خزانه اسلامی در بازارهای مالی اسلامی»، اقتصاد اسلامی، شماره ۱۰.

موسوی بجنوردی، سید محمد (۱۳۹۲)، قواعد فقهیه، تهران: مجلد.
موسوی خمینی، سید روح‌الله (۱۳۷۹)، البیع، قم: مؤسسه تنظیم و نشر آثار امام خمینی (ره)،
چاپ اول.

موسوی خمینی، سید روح‌الله (۱۳۸۵ق)، الرسائل، قم: مؤسسه اسماعیلیان، چاپ اول.
موسوی خمینی، سید روح‌الله (۱۴۱۶ق)، تحریر الوسیله، قم: جامعه مدرسین حوزه علمیه قم.
موسوی همدانی، سید محمد (۱۳۶۳)، ترجمه تفسیر المیزان، قم: دفتر انتشارات اسلامی.
نجفی، مهدی، (۱۳۸۵)، بررسی فرایند تأمین مالی از طریق انتشار اوراق صکوک، تهران: پایگاه
بازار سرمایه ایران.

Adam Nathif J.A. and Thomas A (2004), *Islamic Bonds: Your Guide to Issuing, Structuring and investing in Sukuk*, Euromoney Institutional Investor PLC.

Calem, P.S. And Lacour-Little, M (2004), *Risk-Based Capital Requirements For Mortgage Loans*, Journal Of Banking And Finance, 28 (3).

Cantor, R. And Demsetz, R (1993), *Securitization, Loan Sales, And The Credit Slowdown*, Quarterly Review (Federal Reserve Bank Of New York, 18(2).

Choudry, M (2006), *An Introduction To Bond Markets* (3th Ed). John Wiley & Sons.

Greenbaum, I. And Thakor, V (1987), *Bank Funding Modes: Securitization Versus Deposits*, Journal Of Banking And Finance 11.

Jobst, A (2006), *Asset Securitization As A Risk Management And Funding Tool: What Small Firms Should Know*. Managerial Finance, 32(9).

Kothari, V (2006), *Securitization: The Financial Instrument Of The Future*. John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd.

Islamic Finance Researches, Vol. 3, No.1 (Serial 5), Autumn 2013 & Winter 2014

Jurisprudential Feasibility of Receivable – Backed Securities Dividends

*Mohammad Javad Mohagheghnia**
*Amir Hossein Erza***

Received: 25/10/2014
Accepted: 21/04/2015

The main aim of this research is jurisprudential feasibility of receivable-backed securities dividends. Liquidity management and correct guidance of them toward the productive sector is necessary for a developing country. Due to the high percentage of receivable dividend in Iran's capital market and the time-consuming nature of receivable dividend in investment companies, which leads to reducing the power of liquid assets and liquidity in these companies, receivable-backed securities dividends are so important to finance the financial institutions. In this study, the operational model was designed by library studies and by considering legal and juridical aspects. To confirm the designed model and feasibility of these securities, the researcher used financial-juridical experts' opinions with the help of interviews and questionnaires. Sample members were 9 people who had financial and jurisprudential knowledge and experience in these fields. Based on the survey of the relevant literature and the researcher's own rationale and sample experts' opinions, there is capability for issuing the receivable-backed securities dividend in Iran's capital market, provided the presented model's conditions are met.

Keywords: Securitization, Receivable Dividends, Asset-backed securities, Jurisprudence.

JEL Classification: G28

* Assistant Professor of Financial Management, Allameh Tabatabaei University, mohagheghniya@atu.ac.ir.

** Ph.D. Student of Financial Management, Allameh Tabatabaei University, (Corresponding Author), amir_hossein_erza@yahoo.com.