

صکوک منفعت و پوشش ریسک‌های مترتب بر آن

تقی ترابی^۱

سمانه طریقی^۲

عبداله دریا بر^۳

پیمان تاتایی^۴

تاریخ پذیرش: ۹۳/۳/۲۰

تاریخ دریافت: ۹۳/۲/۲۵

چکیده

یکی از نوآوری‌های دهه‌ی اخیر در عرصه بحث‌های پولی و مالی اسلامی، انتشار انواع اوراق بهادار اسلامی است براساس عقود اسلامی طراحی شده‌اند و جایگزین مناسبی برای اوراق بهادار ربوی به ویژه اوراق قرضه شمرده می‌شوند. این مقاله به بررسی چگونگی انتشار اوراق منفعت، تبیین انواع ریسک‌های مترتب بر این اوراق و ذینفعان آن و ارائه راهکارهای مدیریت، کاهش و یا پوشش ریسک این اوراق می‌پردازد و انتظار بر آن است تا با تبیین ابعاد صکوک منفعت به ویژه ریسک این اوراق زمینه انتشار و بهبود این ابزار مالی در کشورهای اسلامی بیش از پیش فراهم گردد. اوراق منفعت اوراق بهادار قابل معامله ای است که براساس عقود اسلامی منتشر گردیده و نشان‌دهنده مالکیت مشاع دارندگان آن بر منافع آینده دارایی‌های بادوامی است که در ازای پرداخت مبلغی معین منتقل شده و دارندگان اوراق می‌توانند از عین یا معادل مالی منافع بهره‌مند گردند. بر اساس یافته‌های این پژوهش و مدل ارائه شده جهت عملیاتی شدن این اوراق، ذینفعان یک اوراق بدهی شامل بانی (صاحبان دارایی بادوام)، مشتریان واقعی و سرمایه‌گذاران می‌گردد و اوراق منفعت ابزاری برای کسب بازدهی و پوشش ریسک هر یک از این ذینفعان می‌باشد. بانی اوراق ریسک فروش منافع آتی دارایی خود، سرمایه‌گذاران بازدهی مطمئن و مشتریان واقعی ریسک حق انتفاع از منافع آتی دارایی پایه را با انتشار، سرمایه‌گذاری و یا خرید اوراق منفعت پوشش می‌دهند. هرچند اوراق منفعت در قالب مدل این پژوهش یک ابزار مالی جهت کسب بازدهی و پوشش ریسک می‌باشد لیکن همچون هر دارایی مالی دیگری در معرض ریسک‌های گوناگون همچون ریسک نرخ بهره، نقد شوندگی، ریسک عملیاتی و ... نیز می‌باشد که راهکارهای پوشش این ریسک‌ها نیز تا حد امکان ارائه گردیده است.

واژه‌های کلیدی: صکوک، ریسک، اوراق منفعت، منافع آتی.

۱- دانشیار و عضو هیئت علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات، تهران tttorabi@yahoo.com

۲- دانشجوی دکتری اقتصاد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات، تهران (مسئول مکاتبات) samanehtarighi@gmail.com

۳- دانشجوی دکتری مدیریت مالی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات، تهران abdollah.daryabor@gmail.com

۴- دانشجوی دکتری مدیریت مالی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات، تهران P.tataei@gmail.com

۱- مقدمه

هرچند روش‌های تامین مالی در نظام‌های سرمایه‌داری و غیر اسلامی بسیار متنوع می‌باشد لیکن این روش‌ها عمدتاً به شکل اوراق قرضه و دیگر صورت‌های ربوی بوده و با مفاهیم و اصول اقتصاد اسلامی مغایرت دارد. روش‌های تامین مالی در اقتصاد اسلامی مبتنی بر عقود مشخص و تعریف شده‌ای می‌باشد که می‌توان با استفاده از این عقود ضمن برخورداری از یک تامین مالی بهینه نسبت به حلال و شرعی بودن معاملات نیز اطمینان حاصل نمود. به عنوان مثال اوراق مشارکت به منظور مشارکت در طرح‌های اقتصادی و یا بهره‌گیری از عقد مشارکت انتشار یافته است و اوراق اجاره نیز به منظور تامین مالی خرید دارایی و مبتنی بر عقود اجاره، طراحی گردیده است. در این مقاله به منظور بررسی اوراق منفعت و ریسک‌های مترتب بر آن ابتدا اوراق منفعت معرفی و سپس مدل عملیاتی انتشار اوراق پیشنهاد می‌گردد. سپس ریسک‌های این اوراق مورد بررسی قرار خواهد گرفت.

هدف اصلی این مقاله ارائه یک روش تامین مالی کارآمد برای بنگاه‌های اقتصادی که سایر ابزارهای تامین مالی موجود برای استفاده این بنگاه‌ها از حیض انتفاع خارج شده و با تکیه بر منافع آتی و جریان‌ات نقدی آتی یک دارایی و نیز ارائه یک مدل عملیاتی برای اجرایی شدن و پوشش ریسک‌های مترتب بر این اوراق می‌باشد و سوال اصلی این پژوهش به شرح ذیل می‌باشد:

آیا مدل ارائه شده در این پژوهش برای انتشار اوراق منفعت می‌تواند به عنوان یک روش تامین مالی برای متقاضیان وجوه مورد استفاده قرار گیرد و

ضمن برخورداری از جذابیت‌های لازم از ریسک‌های کم و با پوششی برخوردار باشد؟

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

۲-۱- معرفی اوراق منفعت

امروزه روش تامین مالی با نرخ بهره ثابت در نظام مالی سرمایه‌داری رایج است و در سطح بسیار گسترده‌ای از ابزارهای بدهی تامین مالی که مهمترین آن‌ها، اوراق قرضه است، استفاده می‌شود (سروش و صادقی، ۱۳۸۶). استفاده از این ابزارها در نظام مالی اسلامی ربوی بوده و مردود شمرده شده است (صالح آبادی، ۱۳۸۴) در دو دهه اخیر، سیاستگذاران و برنامه‌ریزان بازارهای مالی اسلامی با بهره‌گیری از عقود اسلامی به دنبال طراحی ابزارهای نوین مالی اسلامی و جایگزینی آن‌ها با ابزارهای مالی رایج هستند که این امر تحلیل‌گران و سرمایه‌گذاران را بر آن می‌دارد تا این ابزارها را از جهات مختلف - از جمله ریسک‌هایی که با آن روبه‌رو هستند - بررسی کنند (موسویان، وثوق، & فرهادیان آرانی، ۱۳۹۲). یکی از اوراق بهاداری که برای پر کردن خلا حاصل از حذف اوراق قرضه، در بازار مالی اسلامی پیشنهاد شده، اوراق بهادار منفعت است که می‌تواند با استفاده از قراردادهای مجاز شرعی طراحی و در توسعه کمی و کیفی بازار مالی کمک کند. (موسویان، ۱۳۸۶)

ورق منفعت سند مالی بهاداری است که بیانگر مالکیت دارنده آن بر مقدار معین خدمات یا منافع آینده از یک دارایی بادوام است که در ازای پرداخت مبلغ معینی به وی منتقل شده است مانند گواهی حق اقامت در هتل معین برای روز معین، حق استفاده از خدمات آموزشی دانشگاه برای ترم یا سال معین، حق استفاده از یک ساعت پرواز برای مقصد معین و

مشخصات حق و تعهدات باید به شکل کاملاً آشکار در این اوراق بیان گردد.

- امیدنامه باید شرح کاملی از یک شخص حقوقی را نشان دهد که ملزم شده است آن حق را در مدت زمان معینی در آینده به دارندگان اوراق منفعت منتقل نماید.
- در زمان انتشار باید ارزش اوراق منفعت یعنی قیمت فروش آن توسط ناشر برای عموم مردم آشکار و شناخته شده باشد. این قیمت، ارزش حال عواید آتی دارایی می‌باشد.
- در زمان انتشار باید دارایی موجود و قابل بهره‌برداری باشد و انتشار اوراق منفعت برای دوران ساخت قابل استفاده نیست (موسویان & کریمی، ۱۳۸۹).

حق استفاده از خدمات حج یا عمره برای سال معین^۱ (موسویان، ۱۳۸۶). صکوک منفعت در حالت خاص اوراق بهادار بانام یا بی‌نام قابل‌نقل و انتقالی که براساس عقود اسلامی منتشر گردیده و نشان‌دهنده مالکیت مشاع دارندگان آن بر منافع آینده دارایی‌های بادوام است که در ازای پرداخت مبلغی معین منتقل شده است و دارندگان اوراق می‌توانند از عین یا معادل مالی منافع بهره‌مند گردند. برخی از عناصر این تعریف عبارتند از:

- اوراق منفعت، مبین مالکیت دارنده آن بر منافع دارایی مشخصی برای مدت معین می‌باشد که براساس عقود اسلامی، منتشر و مبادله می‌گردد.
- در اوراق منفعت باید شرح مفصل و جزئی منفعت یا خدمت آورده شود و اجزاء و

۲-۲- مقایسه اوراق منفعت با سایر اوراق موجود

موضوع	گواهی سپرده خاص	اوراق مشارکت	اوراق اجاره	اوراق مرابحه	اوراق سلف موازی	اوراق منفعت
شرایط ناشر یا بانی	شخص حقوقی دارای طرح یا سودآوری با توجه به سودآوری	شخص حقوقی دارای طرح یا طرح‌های با توجه سودآوری - سهم ناشر حداقل ۲۰٪ سرمایه‌گذاری ریالی پروژه	شرکت سهامی یا تعاونی، مجموع جریان نقدی مثبت در دو سال مالی اخیر، حداکثر نسبت بدهی به دارایی ۹۰٪، صورت‌های مالی حسابرسی شده معتبر	شرکت سهامی یا تعاونی، مجموع جریان نقدی مثبت در دو سال مالی اخیر، حداکثر نسبت بدهی به دارایی ۹۰٪، صورت‌های مالی حسابرسی شده معتبر	دارای محصول پذیرفته شده در بورس کالا باشد. توان تحویل داشته باشد	شخص حقوقی مالک دارایی با منافع آتی یا خدمات قابل ارائه
سقف تأمین مالی	با توجه به ویژگی‌های متقاضی، سودآوری طرح و با نظر بانک عامل (حداکثر ۸۰٪ از سرمایه‌گذاری مورد نیاز طرح)	حداکثر تا ۷۰٪ ارزش ویژه شرکت	برابر با ارزش دارایی‌های مورد تأیید با توجه به ارزشگذاری کارشناسان رسمی دادگستری حداقل ۵۰ میلیارد ریال	برابر با ارزش دارایی‌های مورد تأیید با توجه به ارزشگذاری کارشناسان رسمی دادگستری حداقل ۱۰ میلیارد ریال	معادل ارزش کالای فروخته شده به صورت سلف	برابر با ارزش تنزیل شده منفعت دارایی‌های مورد تأیید یا خدمات قابل ارائه با توجه به ارزشگذاری کارشناسان رسمی دادگستری
موضوع تأمین مالی	پروژه	پروژه	زمین، ساختمان، ماشین‌آلات، تجهیزات	زمین، ساختمان، ماشین‌آلات، تجهیزات، موجودی مواد و کالا	محصولات پذیرفته شده در بورس کالا	انواع فعالیت‌ها، خدمات، محصولات و پروژه‌های دارای منافع آتی

موضوع	گواهی سپرده خاص	اوراق مشارکت	اوراق اجاره	اوراق مرابحه	اوراق سلف موازی	اوراق منفعت
مرجع اخذ مجوز و نظارت بر عملیات اجرایی	بانک عامل با مجوز بانک مرکزی / سازمان حساسی	دولتی و شهرداری: بانک مرکزی، امین طرح خصوصی: سازمان بورس و اوراق بهادار- امین طرح	سازمان بورس و اوراق بهادار- شرکت مدیریت دارایی مرکزی	سازمان بورس و اوراق بهادار- شرکت مدیریت دارایی مرکزی	سازمان بورس و اوراق بهادار- بورس کالای ایران و و بورس انرژی	سازمان بورس و اوراق بهادار- شرکت مدیریت دارایی مرکزی
نوع درآمد	متغیر	متغیر	ثابت	ثابت	متغیر	متغیر
نرخ سود اوراق	تا سقف ۲۰ درصد با پرداخت ماهانه	تا سقف ۲۰ درصد با پرداخت سه ماهه	در صورت قبول ضامن بدون محدودیت و طبق توافق با سازمان بورس و اوراق بهادار	در صورت قبول ضامن بدون محدودیت و طبق توافق با سازمان بورس و اوراق بهادار	در صورت قبول ضامن بدون محدودیت و طبق توافق با سازمان بورس و اوراق بهادار	در صورت قبول ضامن بدون محدودیت و طبق توافق با سازمان بورس و اوراق بهادار
نوع اوراق مالیات	بی نام- با نام	بی نام- با نام	با نام	با نام	با نام	بی نام- با نام
بازار ثانویه	بازخريد در بانک عامل توسط بازارگردان	امکان بازخريد اوراق توسط بانک عامل یا معامله در بورس و فرابورس	معامله در بورس یا فرابورس توسط بازارگردان	معامله در بورس یا فرابورس توسط بازارگردان	معامله در بورس کالا یا بورس انرژی توسط بازارگردان	معامله در بورس یا فرابورس یا بازارگردان
ارکان انتشار	ناشر مشاور عرضه بانک عامل- ضامن امین بازارگردان متعهد پذیره نویس	ناشر مشاور عرضه ضامن بازارگردان متعهد پذیره نویس نهاد واسط (ناشر) ارایه دهنده خدمات شرکتی (شرکت مدیریت دارایی مرکزی)	ناشر مشاور عرضه ضامن بازارگردان متعهد پذیره نویس نهاد واسط (ناشر) ارایه دهنده خدمات شرکتی (شرکت مدیریت دارایی مرکزی)	ناشر مشاور عرضه ضامن بازارگردان متعهد پذیره نویس نهاد واسط (ناشر) ارایه دهنده خدمات شرکتی (شرکت مدیریت دارایی مرکزی)	ناشر مشاور عرضه ضامن بازارگردان متعهد پذیره نویس نهاد واسط (ناشر) ارایه دهنده خدمات شرکتی (شرکت مدیریت دارایی مرکزی)	ناشر مشاور عرضه ضامن بازارگردان متعهد پذیره نویس نهاد واسط (ناشر) ارایه دهنده خدمات شرکتی (شرکت مدیریت دارایی مرکزی)
مقررات ناظر	دستورالعمل بانک مرکزی	قانون و آیین نامه انتشار اوراق مشارکت آیین نامه ماده ۱۷ قانون تنظیم	دستورالعمل سازمان بورس و اوراق بهادار (مصوب ۱۳۸۹)	دستورالعمل سازمان بورس و اوراق بهادار (مصوب ۱۳۹۰)	دستورالعمل سازمان بورس و اوراق بهادار (مصوب ۱۳۹۱)	دستورالعمل سازمان بورس و اوراق بهادار (در حال تدوین)

سه جلسه کار کارشناسی و بررسی ماهیت اوراق منفعت، به جمع بندی ذیل رسید:
 (۱) انتشار اوراق منفعت بر پایه قرارداد اجاره اشکالی ندارد.

۲-۳- مصوبه کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار درباره اوراق منفعت
 "کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار در طی جلسه های شماره ۶۱، ۶۲ و ۶۵ مورخ ۱۳۹۱/۰۲/۲۷، ۱۳۹۱/۰۳/۱۰ و ۱۳۹۱/۰۵/۰۴ بعد از

اوراق منفعت نیز از آن جهت که مبتنی بر دارایی معین بوده و در قالب عقد اسلامی اجاره منعقد می‌گردد و قابلیت معامله در بورس یا فرابورس را نیز دارا است از مصادیق صکوک تلقی می‌گردد (موسویان & کریمی، ۱۳۸۹).

۲-۴-۳- امکان پرداخت یا عدم پرداخت سود بین دوره (با توجه به نوع مدل طراحی شده)

با توجه به اینکه در اوراق منفعت عواید آتی به صورت مستمر حاصل می‌گردد؛ می‌توان این عواید را در مقاطع مشخص به حساب سرمایه‌گذاران واریز نمود؛ اما در طرح‌هایی که ممکن است عواید مستمر نداشته باشد، می‌توان طرح را به گونه‌ای تعریف نمود که عواید در سررسید به سرمایه‌گذاران پرداخت گردد و بین دوره مبلغی به سرمایه‌گذاران پرداخت نشود؛ بنابراین در حالتی که سود بین دوره پرداخت نمی‌شود، هرچه زمان سررسید اوراق نزدیک‌تر می‌شود، قیمت اوراق در بازار افزایش می‌یابد (امید، ۱۳۹۱).

۲-۴-۴- تضمین حداقل سود در اوراق منفعت

اصل بر این است که در اوراق منفعت سرمایه‌گذاران دارایی را به قیمت مشخص از بانی اجاره می‌نمایند و منافع آتی ممکن است کمتر یا بیشتر از مبلغ پرداختی به بانی باشد و سرمایه‌گذاران کسب سود نمایند یا دچار زیان شوند؛ لیکن از طریق مکانیسم‌هایی نظیر تضمین پرداخت مابه‌التفاوت توسط ضامن یا افزایش مدت اجاره در صورتی که سود مورد انتظار محقق نمی‌گردد، یا انتشار اوراق به نسبتی کمتر از ارزش مورد انتظار، سود لازم را برای سرمایه‌گذاران تضمین نمود. در این حالت می‌توان درآمد حاصله را در مقاطع مشخص به نسبت بین دارندگان اوراق منفعت تقسیم نمود یا به صورت

۲) بازار ثانوی اوراق منفعت به جهت محدودیتی که در قرارداد اجاره هست با مشکل مواجه است که با توجه به ویژگی قرارداد اجاره و فتاوی مراجع تقلید، قرار بر این شد تا ترتیبی اتخاذ شود که ناشر اوراق منفعت به وکالت از طرف خریداران اوراق، کارهای مستمر چون بیمه، حفظ و مرمت و خدمات جانبی برای خدماتی همانند بزرگراه‌ها ارائه نماید تا مصداق انجام کار محقق شود و انتقال آن به مبلغ بالاتر صحیح باشد.

۲-۴-۵- ویژگی‌ها و مزیت‌های اوراق منفعت

اوراق منفعت دارای ویژگی‌ها و خصوصیتی می‌باشد که در زیر به طور خلاصه به آنها اشاره می‌گردد:

۲-۴-۱- مبتنی بر منفعت آتی دارایی بادوام یا خدمات آتی

اوراق منفعت، مبین مالکیت دارنده‌ی آن بر منافع دارایی مشخص یا خدمات آتی برای مدت معین می‌باشد که براساس عقود اسلامی، منتشر و مبادله می‌گردد و در زمان انتشار باید منفعت دارایی موجود و قابل بهره‌برداری باشد و انتشار اوراق منفعت برای دوران ساخت قابل استفاده نیست (موسویان، ۱۳۸۶).

۲-۴-۲- اوراق منفعت به عنوان یکی از مصادیق صکوک

صکوک در ادبیات مالی اسلامی دارای ۳ مشخصه اصلی است:

- ۱) مبتنی بر دارایی می‌باشد.
- ۲) مبتنی بر یکی از عقود اسلامی می‌باشد.
- ۳) قابل معامله و نقل و انتقال می‌باشد.

علی‌الحساب مبلغ معینی را در مقاطع مشخص پرداخت و در سررسید با محاسبه درآمد واقعی منافع باقیمانده بین سرمایه‌گذاران توزیع کرد (موسویان و کریمی، ۱۳۸۹).

۲-۴-۵- ابزار برای پوشش انواع ریسک

• ریسک بانی (صاحبان منافع آتی)

صاحبان دارایی بادوام اگر بخواهند به دنبال استفاده‌کننده‌ی نهایی (کسی که بخواهد در روز معین از منافع دارایی معین استفاده کند) باشند، احتمال آن خیلی پایین است، برای حل این مشکل می‌توان از اوراق منفعت استفاده کرده، به بیان دیگر صاحبان دارایی برای بخشی از منافع دارایی، اوراق منفعت منتشر می‌کنند (اوراقی که هر یک از آنها حق استفاده از دارایی را برای مدت زمان معینی مشخص می‌کند) سپس آن‌ها را در مقابل مبلغ معینی به متقاضیان واگذار کرده و دارندگان اوراق می‌توانند صبر کنند در زمان معین از آن منافع استفاده کنند؛ کما این‌که می‌توانند قبل از سررسید به دیگران واگذار کنند. برای مثال صاحب هتلی می‌خواهد حق استفاده از صد اتاق معین خود را از ابتدای سال معین تا هزار روز واگذار کند، برای این منظور تعداد صد هزار ورق بهادار که هر یک بیانگر حق استفاده از اتاق خاص در تاریخ خاص است منتشر می‌کند، سپس آن‌ها را بر اساس ارزش فعلی منافع آینده به متقاضیان واگذار می‌کند، دارندگان اوراق یا خودشان در زمان معین از آن اتاق‌ها استفاده می‌کنند یا تا آن زمان به اشخاص دیگر واگذار می‌کنند تا آنان از منافع مذکور استفاده نمایند.

همانند صاحبان دارایی‌های بادوام، شرکت‌ها و مؤسسه‌های خدماتی نیز حاضرند بخشی از خدمات آینده خود را زودتر واگذار کنند، در این مورد نیز

اگر شرکت‌های خدماتی به دنبال مشتری نهایی (استفاده‌کننده‌ی واقعی از خدمات) باشند احتمال موفقیت پایین و نزدیک به صفر است، در حالی که استفاده از اوراق بهادار منفعت می‌تواند این مشکل را به آسانی حل کند. برای مثال شرکت زیارتی خاصی قصد دارد خدمات زیارت عمره مفرده خود را برای چهار سال آینده، هر سال به تعداد بیست و پنج هزار نفر به صورت اوراق منفعت واگذار کند، برای این منظور تعداد صد هزار ورق منفعت (خدمات عمره) منتشر می‌کند که روی هر یک از اوراق، ارائه خدمات عمره در تاریخ معین با شرح خدمات معین قید شده است، شرکت زیارتی ورق منفعت را به ارزش فعلی به متقاضی خدمات واگذار می‌کند، گیرنده‌ی ورق حق دارد در تاریخ معین خودش برای استفاده از خدمات زیارتی عمره به شرکت مراجعه کند یا این‌که آن ورق را طبق زمان بندی مشخص به دیگری واگذار کند.

• ریسک مشتریان واقعی

مشتریان واقعی منافع آتی یا خدمات، در واقع با خرید این اوراق خود را در مقابل ریسک نوسانات قیمت این منافع و همچنین ریسک دسترسی یا عدم دسترسی به این منافع در آینده مصون می‌سازند.

• ریسک نقد شوندگی

دارندگان اوراق یا خودشان در زمان معین از منافع تعریف شده استفاده می‌کنند، یا تا آن زمان به اشخاص دیگر واگذار تا آنان از منافع مذکور در آینده استفاده کنند.

۲-۴-۶- ابزار برای سرمایه‌گذاران در حوزه‌های

مختلف

واگذاری منافع آینده دارایی‌های بادوام از طریق اوراق منفعت می‌تواند منافع ساعتی، روزانه، هفتگی،

۱) به طور معمول قیمت منافع و خدماتی که از طریق اوراق منفعت واگذار می‌شود به تناسب مدت زمان باقی‌مانده تا سررسید، پایین‌تر از قیمت اسمی آن منافع و خدمات است، در نتیجه کسی که در اوراق منفعت سرمایه‌گذاری می‌کند از محل خرید و فروش اوراق منفعت سود می‌برد و هرچه به زمان سررسید نزدیکتر شود، سود بیشتر می‌شود.

۲) از آن جا که شرکت‌های خدماتی می‌توانند از طریق اوراق منفعت، سرمایه نقدی لازم برای توسعه فعالیت‌های اقتصادی خود داشته باشند، این ابزار می‌تواند تأثیر مثبت در رشد بخش خدمات داشته باشد.

۳) اگر بازار اولیه و ثانویه اوراق منفعت به سمت رقابت سالم حرکت کنند و انواعی از اوراق منفعت از جهت موضوع و زمان در بازار رواج پیدا نماید، نرخ بازدهی اوراق به سمت ارزش افزوده واقعی حرکت کرده و به عدالت توزیعی درآمد بین صاحبان عوامل تولید کمک می‌کند، کما این که این ابزار به عنوان ابزار مکمل می‌تواند نرخ سود بازار مالی را تحت تأثیر قرار داده و به جهت تنوع و فراوانی ابزارها نرخ‌های سود را به سمت نرخ‌های بازدهی واقعی عامل سرمایه از ارزش افزوده اقتصاد سوق دهد (موسویان & کریمی، ۱۳۸۹).

۲-۶- مروری بر پژوهش‌های پیشین

در زمینه بررسی اوراق منفعت به جز چند مورد محدود، اقدام تئوری و عملی خاصی انجام نشده است، چکیده اقدامات انجام شده در زمینه اوراق منفعت عبارتند از:

- این اوراق برای اولین بار به صورت تئوری و عملی در مکه و مدینه برای تأمین مالی و

ماهانه و سالانه دارایی‌های با بازده مشخص چون منازل، ساختمان‌های تجاری و مسکونی، ورزشگاه‌ها، نمایشگاه‌ها، پارک‌ها، بزرگراه‌ها، اراضی زراعی، باغ‌ها و ویلاها را شامل شود. همچنین شرکت‌های مختلف خدماتی چون: شرکت‌های سیاحتی، شرکت‌های زمینی، هوایی و دریایی حمل مسافر و بار، هتل‌ها، دانشگاه‌های دولتی، خصوصی، آموزشگاه‌ها، بیمارستان‌های تخصصی، رستوران‌ها و سالن‌های پذیرایی، می‌توانند از طریق انتشار اوراق منفعت خدمات آینده خود را واگذار کنند. بدین جهت این اوراق طیفی وسیعی از سرمایه‌گذاران مختلف را در بر می‌گیرد (السویلیم & ابراهیم، ۱۳۸۶).

۲-۴-۷- معافیت مالیاتی

اوراق منفعت جزو ابزارهای مالی موضوع بند (۲۴) ماده (۱) قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران مصوب ۱۳۸۴ می‌باشد و براساس قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی مصوب ۱۳۸۸ سود حاصل از اوراق منفعت و درآمد‌های ناشی از نقل و انتقال آن از پرداخت هر گونه مالیات معاف خواهند بود.

۲-۴-۸- ابزاری با بازدهی مطلوب نسبت به سایر فرصت‌های سرمایه‌گذاری

با توجه به این که این اوراق بسیار کاربردی بوده و در بسیاری از حوزه‌ها و صنایع با بازده نیز کاربرد دارد، می‌تواند قابلیت بازدهی بالایی نسبت به سایر فرصت‌های سرمایه‌گذاری داشته باشد.

۲-۵- ابعاد اقتصادی اوراق منفعت

از منظر معیارهای اقتصادی در مورد اوراق منفعت می‌توان گفت:

منفعت» به امکان‌سنجی انتشار اوراق منفعت در زمینه توسعه موقوفات پرداخته است.

- حبیبیان (۱۳۸۸) در تحقیقی تحت عنوان «درآمدی بر اوراق منفعت» به بررسی اجمالی اوراق منفعت در زمینه مباحث فقهی پرداخته است و نتیجه گرفته است که انتشار اوراق منفعت براساس عقد صلح امکان پذیر می‌باشد، ولی در مورد مدل عملیاتی و امکان‌سنجی انتشار و بررسی ارکان ... این اوراق مطلبی ارائه نکرده است.

۳- روش‌شناسی پژوهش

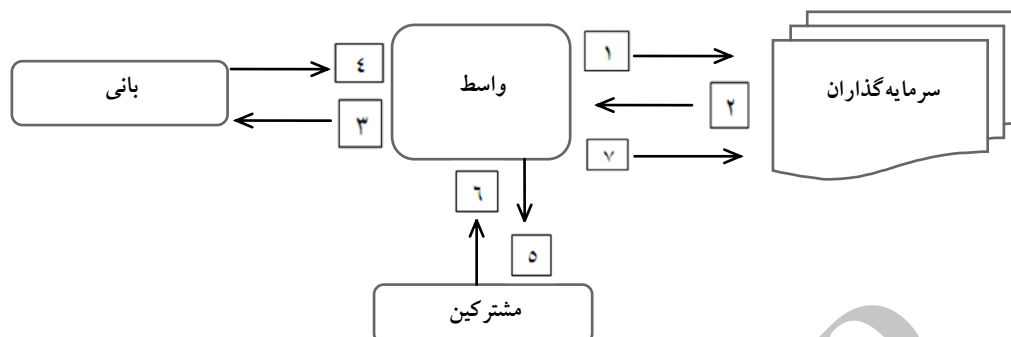
انتخاب نوع روش پژوهش بستگی به هدف‌ها و ماهیت پژوهش و امکانات اجرایی آن دارد. پژوهش حاضر از نوع توصیفی است و از لحاظ ماهیت، کاربردی می‌باشد. از ویژگی‌های پژوهش توصیفی این است که پژوهشگر دخالتی در موقعیت، وضعیت و نقش متغیرها ندارد و آنها را دستکاری یا کنترل نمی‌کند و صرفاً آنچه را وجود دارد مطالعه کرده، به توصیف و تشریح آن می‌پردازد. پژوهش کاربردی با استفاده از زمینه و بستر شناختی و معلوماتی که از طریق تحقیقات بنیادی فراهم شده برای رفع نیازمندی‌های بشر و بهبود و بهینه‌سازی ابزارها، روشها، اشیاء و الگوها در جهت توسعه رفاه و آسایش و ارتقای سطح زندگی انسان مورد استفاده قرار می‌گیرد. داده‌ها و اطلاعات مورد نیاز نیز از روش‌های کتابخانه‌ای و مصاحبه با نخبگان جمع‌آوری و مدل عملیاتی نیز پس از طراحی توسط نگارنده از طریق برگزاری جلسات تخصصی با نخبگان علمی^۲ ارائه گردیده است.

ساخت مجتمع‌های تجاری موسوم به زمزم از اواسط سال ۲۰۰۶ میلادی طراحی و منتشر گردید. کل سرمایه‌گذاری در مکه و مدینه ۳۷۵ و ۱۸۰ میلیون دلار بود که در قالب ۸۴۰۰۰ و ۴۰۳۲۰ ورقه منفعت دو ساله تأمین مالی گردید، همچنین این اوراق براساس عقد اجاره منتشر گردید.

- منذر (۲۰۰۳) به تعریف اوراق منفعت پرداخته است و این اوراق را طبق عقد اجاره معرفی نموده است.
- موسسه مالی دارالاستثمار نیز در گزارشی که در سال ۲۰۰۶ میلادی منتشر نموده است به بررسی کلیات اوراق منفعت به نام صکوک انتفاع پرداخته و این اوراق را طبق عقد اجاره معرفی نموده است.
- ربیع ادویج (۲۰۰۷) به بررسی کلی اوراق منفعت پرداخته و به این نتیجه رسیده که اوراق منفعت یکی از انواع عقد اجاره می‌باشد که طبق عقد اجاره هم منتشر می‌شود.
- موسسات مالی منہات، صکوک و تداول نیز در گزارشی جداگانه در سال ۲۰۰۷ اوراق منفعت را معرفی نموده‌اند و اوراق منتشر شده در عربستان را طبق عقد اجاره بیان نموده‌اند.
- موسویان (۱۳۸۶) در کتاب ابزارهای مالی اسلامی اوراق منفعت را تعریف و ویژگی‌های کلی اقتصادی این اوراق را بیان نموده و برخلاف دیگر ابزارهای تأمین مالی اسلامی این ابزار تأمین مالی اسلامی را شرح نداده است.
- مصباحی مقدم و همکاران (۱۳۸۷) در مقاله‌ای تحت عنوان «ارایه‌ی الگوی تأمین مالی توسعه‌ی موقوفات با استفاده از انتشار اوراق

۴- بیان یافته‌های پژوهش

۴-۱- مدل عملیاتی پیشنهادی



۴-۲- قراردادهای حقوقی میان ارکان انتشار اوراق

منفعت

۱) واسط (ناشر)، بعد از کسب مجوزهای لازم از سازمان بورس و اوراق بهادار، اقدام به انتشار اوراق منفعت کرده و در این مرحله سرمایه‌گذاران مستاجر منفعت‌های دارایی بادوام یا خدمات آتی خواهند شد.

۲) ناشر وجوه سرمایه‌گذاران را جمع‌آوری می‌کند.

۳) ناشر به وکالت از سرمایه‌گذاران وجوه جمع‌آوری شده از واگذاری اوراق منفعت را جهت در اختیار گرفتن منافع یا خدمات آتی به بانی می‌پردازد.

۴) بانی (موسسه خدماتی یا صاحب دارایی) طی قراردادی منافع دارایی‌های بادوام یا محصولات خدماتی خود را برای مدت زمان معینی به واسط (که از طرف صاحبان اوراق نقش وکیل را دارد) طبق عقد اجاره واگذار می‌کند و در واقع بانی به عنوان موجر فعالیت می‌کند.

۵) واسط، به وکالت از صاحبان اوراق، خدمات و منافع دارایی مورد نظر را در طول مدت زمان

مشخص شده در اختیار مشتریان واقعی این منافع قرار می‌دهد.

۶) واسط، جریان نقدینگی ایجاد شده از فروش منافع و خدمات به مشتریان را دریافت و مدیریت می‌نماید.

۷) واسط، طبق مدل از قبل تعیین شده سود حاصل از فروش منافع و خدمات را به سرمایه‌گذاران پرداخت می‌نماید.

در این فرایند ناشر می‌تواند مدیریت دارایی تحت اختیار خود را به بانی یا سایر شرکت‌های ذیصلاح بسپارد و از خدمات شرکت‌های تأمین سرمایه، شرکت‌های رتبه‌بندی اعتباری و ... برای تسهیل فرایند انتشار اوراق بهره‌مند گردد که با توجه به اختیاری بودن موارد فوق و عدم تأثیرگذاری در مدل پیشنهادی، به منظور سهولت مدل، در فرایند پیش‌بینی نشده است.

۴-۳- بازار ثانویه اوراق منفعت

صاحبان اوراق منفعت حق دارند خود به صورت مستقیم از منافع دارایی‌ها یا خدمات شرکت‌های خدماتی استفاده کنند و یا آنها را به متقاضیان منافع و

چون اعتبار صاحبان دارایی و شرکت‌های خدماتی، قیمت اسمی منافع و خدمات، نرخ بازدهی ابزارهای مالی مشابه، زمان و مکان ارائه منافع و خدمات بستگی دارد.

۴-۴- ریسک‌های اوراق منفعت و راهکارهای پوشش آن

در این بخش ریسک‌های صکوک منفعت تعریف و دسته بندی شده و برخی از راه‌های پوشش آن‌ها ارائه می‌شود. در حالت کلی، ریسک‌های ورق بهادار را می‌توان از زاویه‌های گوناگونی مورد بررسی قرار داد. این مقاله ریسک‌های صکوک منفعت را بر اساس نوع بازار، به ریسک‌های بازار اولیه، بازار ثانویه و ریسک‌های مرتبط با دارایی تقسیم می‌کند.

خدمات واگذار کنند، بنابراین اوراق منفعت برای دارندگان آن فواید زیادی دارند، اولاً یک نوع رزرو کردن منافع و خدمات برای زمان مشخصی است که فرد می‌تواند بر آن اساس برنامه‌ریزی کند، ثانیاً استفاده از منافع و خدمات از طریق اوراق منفعت همیشه به قیمت پایین‌تر خواهد بود، ثالثاً هر زمان که دارنده اوراق منفعت نیاز به نقدینگی پیدا کند یا از استفاده کردن از منافع و خدمات صرف نظر کند، می‌تواند اوراق منفعت را به دیگری واگذار کند. فواید مذکور باعث می‌شود برای اوراق بهادار منفعت، عرضه و تقاضا و به دنبال آن بازار شکل بگیرد و هرچه اوراق منفعت منافع و خدمات شفاف‌تر و انتشار کنندگان اوراق در ارائه منافع و خدمات پایبندتر به حقوق دارندگان اوراق باشند بازار ثانوی از رونق بیشتری برخوردار خواهد بود. قیمت اوراق بهادار منفعت و سود حاصل از خرید و فروش آنها (نرخ بازدهی) به عوامل زیادی

جمع‌آوری وجوه به میزان کافی	بازار اولیه	
سوء استفاده از وجوه دریافتی		
ریسک نرخ سود	ریسک‌های مالی	بازار ثانویه
ریسک اعتباری		
ریسک نقدینگی		
ریسک تورم		
ریسک نقدشوندگی		
ریسک بازار		
ریسک سرمایه‌گذاری مجدد		
ورشکستگی نهادهای مالی	ریسک‌های غیر مالی	
ریسک سیاسی		
ریسک قوانین و مقررات		
ریسک شریعت	ریسک‌های مرتبط با منافع	
متغیر بودن منافع آتی از نظر زمانی و ریالی		
ریسک مرتبط با دارایی پایه منفعت		

۴-۴-۱- ریسک‌های مرتبط به بازار اولیه

الف) جمع‌آوری وجوه به میزان کافی

با استفاده از یک نهاد مالی مانند شرکت تامین سرمایه^۳ به عنوان متعهد پذیرهنویس این ریسک مرتفع خواهد شد.

ب) سوء استفاده از وجوه دریافتی

از آن جا که واسط با انتشار اوراق منفعت به جمع‌آوری وجوه نقد اقدام می‌کند، ممکن است از وجه‌های نقد دریافتی سوء استفاده نماید. برای پوشش این ریسک، صورت‌های مالی واسط و بانی بایستی به صورت سالانه مورد حسابرسی قرار گرفته و گزارش حسابرس در اختیار عموم قرار گیرد.

۴-۴-۲- ریسک‌های مرتبط به بازار ثانویه

ریسک‌های مالی

• ریسک نرخ سود

کاهش ارزش اوراق منفعت در نتیجه افزایش نرخ سود بدون ریسک بازار را ریسک نرخ سود گویند. با توجه به این که سود اوراق منفعت در بسیاری از منافع و خدمات متغیر است، ممکن است سود مورد انتظار سرمایه‌گذاران عاید نگردد و در نتیجه قیمت اوراق منفعت در بازار کاهش یابد.

• ریسک اعتباری

به احتمال پرداخت به موقع تعهدهای مالی یک ناشر (Issuer) ریسک اعتباری (Credit risk) گفته می‌شود. نکول زمانی رخ می‌دهد که ناشر نتواند یا نخواهد تعهدات خود را انجام دهد. اثر این ریسک با هزینه جایگزینی وجه نقد ناشی از نکول ناشر سنجیده می‌شود. هزینه جایگزینی، هزینه‌ای است که فرد در صورت نکول طرف مقابل، باید برای تأمین دارایی خود از بازار پردازد (Crouhy & et al, 2006)

چپرا و خان (Chapra & Khan, 2000)، خان و احمد (Khan & Ahmed, 2001) ریسک‌های اعتباری منحصر به فردی برای روشهای تأمین مالی اسلامی شناسایی کردند. بر اساس دستورالعمل پیشنهادی انتشار اوراق منفعت که در شرکت تامین سرمایه امید تدوین شده است، ناشر می‌تواند به منظور نظم بیشتر در پرداخت‌ها نسبت به پرداخت منافع به صورت علی‌الحساب بین دوره به دارندگان اوراق اقدام و مانده منافع تحقق یافته را در صورت وجود در سررسید به حساب دارندگان اوراق واریز نماید. همچنین در صورت عدم تحقق منافع علی‌الحساب ضامن متعهد به پرداخت مابه‌التفاوت منافع محقق شده و علی‌الحساب، در سررسیدهای مقرر می‌باشد.

• ریسک نقدینگی

ریسک نقدینگی دارایی مربوط به توانایی شرکت برای به دست آوردن وجه نقد کافی برای پرداخت بدهی‌های خود است. درباره صکوک منفعت ریسک نقدینگی عبارت است از کمتر بودن منافع آتی پروژه نسبت به مبلغ اجاره بها که در این صورت بانی باید در قالب شرط ضمن عقد اجاره، تعهد نماید که در صورتی که منافع آتی پروژه از مبلغ مشخصی کمتر باشد، نسبت به کاهش مبلغ اجاره بها به همان میزان اقدام نماید.

• ریسک تورم

تورم عبارت است از وضعیتی در اقتصاد، که در آن سطح عمومی قیمت‌ها به طور معنادار و مداوم و اغلب به صورت غیرقابل برگشت افزایش می‌یابد (تفضیلی، ۱۳۷۸). با افزایش تورم، دارندگان صکوک منفعت چون اجاره بهای ثابتی دریافت می‌کنند، بنابراین قدرت خریدشان کاهش یافته و در حقیقت سود دارندگان صکوک کاهش می‌یابد. در واقع، افزایش تورم بازده واقعی سرمایه‌گذاران را کاهش می‌دهد.

- ریسک سرمایه‌گذاری مجدد نقدینگی حاصل شده طی دوره:
 - با توجه به این که سود بعضی از پروژه‌های مورد انتشار اوراق منفعت مانند بزرگراه به تدریج و روزانه حاصل می‌شود، باید مدیریت دارایی صحیحی برای سرمایه‌گذاری نقدینگی جمع‌آوری شده، برای بازپرداخت سود و اصل اوراق وجود داشته باشد. چرا که اگر این سود دریافتی به شکل صحیحی سرمایه‌گذاری نشود، ممکن است نه تنها پروژه سودده نباشد؛ بلکه بازپرداخت اصل سرمایه نیز با مشکل مواجه گردد. برای مدیریت این ریسک باید با توجه به نوع مدل پرداخت سود و بازگشت سرمایه، نوعی پرتفوی سرمایه‌گذاری و سپرده‌گذاری سود دریافتی تعریف و عملیاتی شود.
 - ریسک ورشکستگی نهادهای مالی
 - نهادهای مالی موثر در انتشار اوراق منفعت، ضامن، بازارگردان، بانی، و شرکت بیمه‌گر می‌باشد که به جز بانی ورشکستگی سایر نهادها تاثیر چندانی بر اوراق منفعت نخواهد داشت و می‌توان این نهادها را با نهادهای مالی مشابه جایگزین نمود. همچنین ریسک ورشکستگی بانی با توجه به ضمانت‌ها و وثایق اخذ شده در هنگام انتشار اوراق و نیز مجزا بودن شخصیت حسابداری پروژه اوراق منفعت از شخصیت بانی و نیز وجود ضامن در پرداخت اصل و سود اوراق نیز پوشش داده شده است.
 - ۴-۳- ریسک‌های مرتبط با منافع
 - متغیر بودن منافع آتی از نظر زمانی و ریالی
 - به دلیل اینکه جریان نقدی مبنای اوراق منفعت از نوع جریان متغیر بوده و اوراق به صورت اوراق با درآمد ثابت منتشر می‌گردد، بایستی موارد ذیل برای
- دهد و میزان سود یا زیان سرمایه‌گذاران، بستگی به انتظار و پیش بینی آنان از سطح تورم در آینده خواهد داشت. در صورتی که سطح تورم کاهش یابد ریسک کاهش بازده واقعی سرمایه‌گذاران کاهش می‌یابد.
- ریسک نقد شوندگی
 - دشواری تبدیل اوراق منفعت به وجه نقد را ریسک نقدشوندگی می‌نامند. این مخاطره سرمایه‌گذاری از طریق بازارگردانی در طول دوره معاملاتی پوشش داده می‌شود.
 - ریسک بازار
 - به صورت طبیعی در بازارهای ثانویه اوراق بهادار، ریسک بازار وجود دارد و به هیچ وجه نمی‌توان با متنوع ساختن پرتفوی آن را از بین برد (بریگام و همکاران، ۱۳۸۴). این ریسک برای اوراق منفعتی که در بازار ثانویه پذیرفته شده است نیز وجود دارد برای اندازه‌گیری آن می‌توان از روش‌های مرسوم همانند ارزش در معرض ریسک^۴ استفاده کرد. باید توجه داشت وجود یا عدم وجود ریسک بازار به نوع طراحی اوراق بستگی دارد. از این حیث می‌توان این اوراق را به دو صورت طراحی نمود. حالت نخست این است که اوراق در هیچ بازار ثانویه‌ای پذیرفته نشده باشند و بوسیله ناشر یا شخص ثالث دیگری امکان بازخرید آن وجود داشته باشد. اوراق مشارکت منتشر شده به وسیله بانک مرکزی از این دسته است. در این حالت ریسک بازار و ریسک نقدشوندگی برای سرمایه‌گذاران وجود نخواهد داشت. حالت دوم این است که اوراق به گونه‌ای طراحی شوند که امکان معامله در بازار ثانویه شامل بورس اوراق بهادار یا بازارهای خارج از بورس را داشته باشند. از پیش نیازهای وجود چنین امکانی بی‌نام بودن اوراق می‌باشد.

ورود تکنولوژی‌های جدید، افزایش هزینه و زمان انجام کار، خسارات و آسیب‌های طبیعی، تورم و نرخ بهره و غیره کاهش یابد، که در این حالت سود حاصل شده در طی مدت زمان مشخص شده کاهش می‌یابد؛ البته وجود ضامن به عنوان پشتوانه اوراق منفعت، ریسک تجاری را به شدت کاهش خواهد داد. همچنین در صورت خارج شدن دارایی از حیض انتفاع برای یک دوره معین حسب دستورالعمل پیشنهادی تدوین شده، دارایی مبنای انتشار اوراق بایستی از پوشش بیمه‌ای عدم‌النفع کافی به نفع ناشر طی عمر اوراق برخوردار باشد.

۵- نتیجه‌گیری و بحث

توسعه‌ی روزافزون ابزارهای تأمین مالی، حوزه‌ی جدیدی را در علم مالی به نام مهندسی مالی ایجاد کرده است. مهندسی مالی شامل طراحی، توسعه، استقرار ابزارها و فرایندهای مالی و همچنین طراحی مجدد راه‌حل‌های خلاقانه برای مسائل موجود در مالی است (السویلیم و ابراهیم، ۱۳۸۶). تصویب قانون بازار اوراق بهادار در سال ۱۳۸۴، بستر مناسبی را برای فعالیت‌های مهندسی مالی در بازار سرمایه کشور فراهم کرد. در سال‌های اخیر، خلأ موجود در ابزارهای بدهی و پوشش ریسک در بازار سرمایه از یک طرف و از طرف دیگر نیاز به رشد و توسعه بازار سرمایه، نیاز به طراحی ابزارهای تأمین مالی و مدیریت ریسک را افزایش داده است.

از طرف دیگر یکی از نوآوری‌های دهه‌ی اخیر در عرصه بحث‌های پولی و مالی اسلامی، انتشار انواع اوراق بهادار اسلامی است، این اوراق که به طور عمده برای تأمین مالی دولت، سازمان‌ها و بنگاه‌های اقتصادی منتشر می‌شوند براساس عقدهای

کاهش ریسک تبدیل جریان نقدی متغیر آتی به جریان نقدی ثابت صورت پذیرد:

(۱) بانی باید در قالب شرط ضمن عقد اجاره، تعهد نماید که در صورتی که منافع آتی پروژه از مبلغ مشخصی کمتر باشد، نسبت به کاهش مبلغ اجاره‌بها به همان میزان اقدام نماید.

(۲) ناشر می‌تواند به منظور نظم بیشتر در پرداخت‌ها نسبت به پرداخت منافع به صورت علی‌الحساب بین دوره به دارندگان اوراق اقدام و مانده منافع تحقق یافته را در صورت وجود در سررسید به حساب دارندگان اوراق واریز نماید و در صورت عدم تحقق منافع علی‌الحساب ضامن متعهد به پرداخت مابه‌التفاوت منافع محقق شده و علی‌الحساب، در سررسیدهای مقرر می‌باشد.

(۳) بهره‌بردار موظف است همزمان با شروع عملیات بهره‌برداری، سیستم حسابداری مطابق با استانداردهای مورد قبول سازمان حسابرسی را در مورد منافع مبنای انتشار اوراق به طور جداگانه و خارج از سایر عملیات و فعالیت‌های خود، مستقر و به مورد اجرا گذارد. و حق انتخاب بهره‌بردار با بانی خواهد بود.

• ریسک مرتبط با دارایی پایه منفعت

به هرگونه نوسان نامطلوب در سود عملیاتی حاصل از سرمایه‌گذاری در طرح مدنظر اطلاق می‌گردد؛ به طور مثال ممکن است استفاده از بزرگراه، اپراتور تلفن همراه و هر نوع منافع یا خدمات دیگر، به دلایل مختلف از جمله ورود رقبای جدید، عدم رعایت کیفیت مناسب در ارائه خدمات،

فهرست منابع

- * السویلیم، & ابراهیم، س. (۱۳۸۶). پوشش ریسک در مالی اسلامی. (محمد مهدی عسکری و همکاران، مترجم) تهران: انتشارات دانشگاه امام صادق.
- * بریگام، & اوجین اف. (۱۳۸۴). مدیریت مالی میانه، ترجمه علی پارسائیان. تهران: انتشارات ترمه.
- * تفضیلی، ف. (۱۳۷۸). اقتصاد کلان. تهران: نشر نی.
- * حبیبیان نقیبی، م. (۱۳۸۸). درآمدی بر اوراق منفعت و مبانی شرعی آن. مجله انجمن علمی اقتصاد اسلامی ایران.
- * سروش، ا.، & صادقی، م. (۱۳۸۶). مدیریت ریسک اوراق بهادار اجاره. فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی.
- * صالح آبادی، ع. (۱۳۸۴). بررسی اوراق قرضه اسلامی در مالزی از دیدگاه فقه امامیه. فصلنامه پژوهشی دانشگاه امام صادق (ع).
- * مصباحی مقدم، غ.، کاوند، م.، & اسمعیلی گیوی، م. (۱۳۸۷). آرای هی الگوی تأمین مالی توسعه ی موقوفات با استفاده از انتشار اوراق منفعت. دوفصلنام هی علمی پژوهش جستارهای اقتصادی.
- * موسویان، س. (۱۳۸۶). ابزارهای مالی اسلامی (صکوک). تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.
- * موسویان، س.، وثوق، ب.، & فرهادیان آرانی، ع. (۱۳۹۲). شناخت و رتبه بندی ریسک های ابزارهای مالی اسلامی (صکوک). اندیشه مدیریت راهبردی.

اسلامی طراحی شده‌اند و جایگزین مناسبی به جای اوراق بهادار ربوی به ویژه اوراق قرضه شمرده می‌شوند. اوراق بهادار اسلامی گرچه از جهت شیوه عملیاتی شباهت‌هایی با اوراق بهادار ربوی دارند؛ اما از جهت محتوا و ماهیت حقوقی تفاوت‌های اساسی دارند. اوراق بهادار ربوی به طور معمول براساس قرارداد قرض با بهره طراحی شده‌اند، صاحبان اوراق در مالکیت دارایی‌های حقیقی و فعالیت‌های اقتصادی و بازدهی آنها هیچ مشارکتی ندارند و در سررسیدهای مقرر بهره ثابت و احياناً متغیر دریافت می‌کنند؛ در حالی که در اوراق بهادار اسلامی، صاحبان اوراق در مالکیت دارایی‌های حقیقی و در فعالیت‌های اقتصادی مشارکت دارند و بازدهی طرح‌ها، پروژه‌ها و فعالیت‌ها روی درآمد صاحبان اوراق اثر می‌گذارد و سود اوراق متأثر از بخش واقعی اقتصاد است. در این مقاله با تبیین اوراق منفعت و بررسی مدل عملیاتی انتشار این اوراق و نیز ریسک‌های مترتب بر اوراق و نحوه پوشش آن سعی در توسعه ابزارهای مالی اسلامی و افزایش روزافزون استفاده از این ابزار در جهت تامین مالی بنگاه‌های اقتصادی و هدایت منابع مالی به سوی فعالیت‌های مولد منطبق با اصول شریعت و فقه اسلام شده است و امید آن می‌رود تا با معرفی انواع گوناگون ابزارهای مالی اسلامی، ضمن وجود تنوع و گستره فراوان ابزارها و حتی نهادهای مالی برای اینکه پاسخگوی نیاز دارندگان وجوه مازاد و نیاز بنگاه‌های اقتصادی، می‌باشد، به حذف ربا و اسلامی‌تر شدن اقتصاد کمک شایانی گردد.

یادداشت‌ها

^۱ درآمدی بر اوراق منفعت و مبانی شرعی آن، حبیبیان، ص ۷۴ و ۷۵.
^۲ در تهیه و تدوین این طرح چندین جلسه تخصصی با حضور کارشناسان ارشد رشته های مدیریت مالی و اقتصاد به شرح ذیل در محل شرکت تامین سرمایه امید برگزار گردید.

ردیف	نام	توضیحات
۱	دکتر تقی ترابی	دکتری اقتصاد، دانشیار و عضو هیئت علمی دانشکده اقتصاد و مدیریت دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات
۲	حسین کیانی زاده	کارشناس ارشد اقتصاد از دانشگاه امام صادق(ع)، معاونت عملیات و بازار شرکت تامین سرمایه امید
۳	عبداله دریابار	دانشجوی دکتری مدیریت مالی دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات، مدیر مهندسی مالی و ریسک شرکت تامین سرمایه امید
۴	مازیار فرخی	کارشناس ارشد مدیریت مالی، مدیر دارایی های شرکت تامین سرمایه امید
۵	سمانه طریقی	دانشجوی دکتری اقتصاد دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات
۶	پیمان تاتایی	دانشجوی دکتری مدیریت مالی دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات
۷	امین غزالی	دانشجوی دکتری مدیریت مالی دانشگاه علامه طباطبایی
۸	مهسا قربانی	دانشجوی دکتری مدیریت مالی دانشگاه علامه طباطبایی

همچنین پس از بررسی مدل در کمیته تخصصی فوق با اساتید ارجمند به شرح ذیل تبادل نظر و از نظرات صائب ایشان استفاده گردید:

۱. جناب آقای دکتر فریدون رهنمای رودپشتی، استاد و عضو هیئت علمی دانشگاه آزاد اسلامی
۲. جناب آقای دکتر سید محسن فاضلیان، عضو هیئت علمی دانشگاه امام صادق(ع)
۳. حجت الاسلام والمسلمین حسینی منش، متخصص در امور فقهی

³ Investment Bank

⁴ Value at risk

* موسویان، ع.، & کریمی، م. (۱۳۸۹). بررسی فرایند تامین مالی از طریق انتشار اوراق اجاره. مجموعه مقالات دومین کنفرانس بین‌المللی توسعه نظام تامین مالی در ایران.

* Chapra, U & Khan, T. (۲۰۰۰). Regulation and Supervision of Islamic Banks. IRTI Occasional Paper.

* Crouhy, M., Galai, D & Mark, R. (۲۰۰۶). Essentials of Risk management. McGraw Hill.

* Khan, T & Ahmed, H. (۲۰۰۱). Risk management: An Analysis of Issues in Islamic financial industry. Islamic research and training institute.

* امید، ت. س. (۱۳۹۱، بهمن ۱۱). بازیابی از www.tabnak.ir: <http://www.tabnak.ir/fa/news>