

اوراق منفعت، ابزاری برای تأمین مالی پروژه‌های کلان صنعت حمل و نقل کشور

سیدمحسن فاضلیان*

علی فرهادیان آرانی**

* هیئت علمی گروه مدیریت مالی دانشگاه امام صادق (ع)

** دانشجوی دکتری رشته مدیریت تولید و عملیات دانشگاه مازندران

فهرست مطالب

عنوان	صفحه
چکیده	۲۴۹
مقدمه	۲۵۰
۱- پیشینه تحقیق	۲۵۳
۲- کاربردهای اوراق منفعت	۲۵۶
۳- تفاوت اوراق منفعت نسبت به سایر انواع صکوک	۲۵۷
۴- الگوهای عملیاتی اوراق منفعت	۲۶۲
۴-۱- الگوی عملیاتی انتشار اوراق منفعت (عمومی)	۲۶۲
۴-۱-۱- روابط حقوقی الگوی اول اوراق منفعت	۲۶۲
۴-۲- الگوی توسعه موقوفات با استفاده از انتشار اوراق منفعت	۲۶۳
۴-۲-۱- روابط حقوقی الگوی عملیاتی اوراق منفعت	۲۶۳
۴-۲-۲- جریان نقدینگی، الگوی دوم	۲۶۴
۴-۳- الگوی توسعه صنعت هتلداری و برج سازی	۲۶۴
۴-۳-۱- روابط حقوقی سومین الگوی انتشار اوراق منفعت	۲۶۵
۴-۳-۲- جریان نقدینگی الگوی سوم	۲۶۶
۴-۴- الگوی تأمین مالی پروژه‌های کلان صنعت حمل و نقل کشور	۲۶۷
۴-۴-۱- روابط حقوقی الگوی چهارم	۲۶۷
۴-۴-۲- تفاوت و شباهت میان الگوی منفعت خصوصی و عمومی	۲۶۸
۴-۴-۳- ارتباط الگوی توسعه موقوفات و توسعه صنعت هتلداری و برج‌سازی با عنوان مقاله	۲۶۹
۴-۴-۴- ریسک‌های مهم الگوی چهارم	۲۶۹
۵- فقه اوراق منفعت	۲۷۰
۵-۱- بیع سلف منافع و خدمات	۲۷۰
۵-۲- اجاره منافع و خدمات	۲۷۱
۵-۳- صلح منافع و خدمات آینده	۲۷۲
جمع‌بندی و نتیجه‌گیری	۲۷۳
کتاب‌نامه	۲۷۵

چکیده

رشد و توسعه اقتصادی هر کشوری در گرو سرمایه‌گذاری هدفدار و مدیریت شده است. یکی از بخش‌های مهم اقتصادی ایران صنعت حمل و نقل است که به‌صورت پیوسته به سرمایه‌گذاری‌های اساسی نیاز دارد تا بتواند متناسب با وضعیت اقتصادی داخلی و بین‌المللی به فعالیت خود ادامه دهد. روشن است که سرمایه‌گذاری به تأمین مالی و استفاده از ابزارهای مناسب آن نیاز دارد. بدین منظور و با تصویب قانون برنامه پنجم توسعه، وزارت راه و شهرسازی مجاز شد برای تأمین سرمایه‌گذاری‌های صنعت حمل و نقل از راه انتشار صکوک استفاده کند. مطالعه‌های مالی برای انتخاب مناسب‌ترین انواع صکوک برای تأمین مالی صنعت حمل نقل، به‌ویژه در بهره‌برداری از بزرگراه‌ها و اتوبان‌های کلان کشور نشان می‌دهد که برای تأمین مالی این پروژه‌ها می‌توان از انواع ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)؛ مانند: اوراق مشارکت، اوراق استصناع، و اوراق اجاره و اوراق منفعت استفاده کرد. مقاله پیش‌رو با استفاده از منابع کتابخانه‌ای و به روش توصیفی-تحلیلی، به دنبال اثبات این فرضیه است که می‌توان بر پایه قراردادهای اجاره و صلح، ابزاری مشروع و با ریسک بازدهی کنترل شده، تحت عنوان اوراق منفعت طراحی کرد. یافته‌های تحقیق نشان می‌دهد این ابزار کاربردهای گوناگونی می‌تواند داشته باشد و یکی از آن‌ها تأمین مالی پروژه‌های کلان صنعت حمل و نقل، به‌ویژه راه‌سازی کشور است.

واژگان کلیدی: ابزارهای تأمین مالی اسلامی، اوراق منفعت، اجاره، صلح، حواله، صنعت حمل و نقل، راه‌سازی.

مقدمه

رشد و توسعه هر اقتصادی در گرو سرمایه‌گذاری در سطح کلان، ملی، هدفدار و با برنامه‌ریزی دقیق هر کشور است. یکی از بخش‌های مهم اقتصادی ایران که اهمیت ویژه‌ای دارد و دیگر بخش‌های اقتصادی را تحت تأثیر قرار می‌دهد، صنعت حمل و نقل است. با تداوم روند جهانی کردن اقتصاد و افزایش داد و ستد (صادرات و واردات) در جهان، اهمیت خدمات حمل و نقل به تدریج افزایش یافته و درصد چشمگیری از منابع در این بخش تمرکز یافته‌اند. در چنین شرایطی خدمات حمل و نقل در کشور ما نیز به تناسب جایگاه راهبردی که ایران در منطقه دارد، شرایط ویژه‌ای یافته است.

اهمیت حمل و نقل در اقتصاد هر کشوری از دو نظر قابل بررسی است. اول به‌خاطر تأثیری که بر روی ساختار فضای کشور می‌گذارد. به بیان دیگر توسعه شبکه حمل و نقل موجب تمرکز فعالیت‌های اقتصادی می‌شود. دوم به‌خاطر اهمیت حمل و نقل در اقتصاد کشور و تأثیری است که این بخش در سطح کلان بر روی کل اقتصاد از نقطه نظر اشتغال، تولید، سرمایه‌گذاری، گردشگری و ... می‌گذارد. حمل و نقل همانند کشاورزی، صنعت و تولید یکی از بخش‌های اقتصادی هر کشوری است که نه تنها به خودی خود اشتغال‌زا بوده و تولید خدمت می‌کند، بلکه بر توسعه همه بخش‌ها تأثیر می‌گذارد. از این‌رو امروزه اشتغال و ارزش افزوده ایجاد شده در بخش حمل و نقل به‌عنوان یک بخش زیربنایی از معیارهای اندازه‌گیری رشد و توسعه اقتصادی کشورها در نظر گرفته می‌شود. همچنین توسعه تسهیلات حمل و نقل و ارزان شدن قیمت آن نتایج شگرفی را در اقتصاد جهانی پدید آورده است که از مهم‌ترین آثار مستقیم آن می‌توان به توسعه تجارت و تثبیت قیمت‌ها و ایجاد رقابت و آثار غیرمستقیم آن می‌توان به توزیع فضایی نیروی کار و منفعت عمومی اشاره کرد.

همچنین اگر نگاهی به کشورهای پیشرفته جهان بیندازیم مشاهده خواهیم کرد که آن‌ها به موازات سرمایه‌گذاری در بخش‌های مختلف اقتصادی، در امر حمل و نقل نیز سرمایه‌گذاری کرده‌اند و این بخش را همزمان تقویت نموده‌اند تا بتوانند ارتباطات بین بخش‌های فعال مختلف که در جامعه فعالیت می‌کنند را به‌نحو احسن برقرار کنند، به‌صورتی که امروزه یکی از شاخص‌های اصلی سنجش توسعه یافتگی، وضعیت حمل و نقل کشورها می‌باشد. سهم بخش حمل و نقل در GDP در کشورهای پیشرفته مانند آمریکا و انگلیس به‌ترتیب ۱۳ و ۱۲ درصد در سال ۲۰۱۲ میلادی و در ایران این سهم حدود ۶/۸ در سال ۱۳۹۰ بوده است. توسعه حمل و نقل آثار وسیعی بر

سایر بخش‌ها دارد و سرمایه‌گذاری برای آن به دلیل نیازهای اجتماعی و اقتصادی به‌طور کلی توسط دولت‌ها یا بنگاه‌های بزرگ اقتصادی و بانک‌ها انجام می‌شود.

نظر به جایگاه ویژه خدمات حمل و نقل و ارتباطات در ساختار اقتصاد کشور و ارتباطات وسیعی که با سایر فعالیت‌های اقتصادی دارد و درآمد و اشتغال درخور توجهی را ایجاد می‌کند سرمایه‌گذاری در این بخش اجتناب‌ناپذیر است و روشن است که سرمایه‌گذاری نیاز به تشکیل سرمایه و استفاده از ابزارهای تأمین مالی دارد. البته سرمایه‌گذاری در حمل و نقل مستلزم سرمایه‌گذاری هنگفتی است و کشورها برای مرتفع کردن موانع و تنگناهایی که در حمل و نقل وجود دارد، ناچار به پرداختن چنین هزینه‌هایی هستند.

با این حال گزارش‌ها در مورد عملکرد خدمات حمل و نقل کشور در دهه اخیر، حکایت از وضعیت نامطلوب این نوع خدمات از نقطه نظر بهره‌وری دارد. به بیان دیگر بهره‌وری خدمات حمل و نقل و ارتباطات در اقتصاد ایران، نسبت به سایر بخش‌ها کمتر است که علت اصلی آن عدم سرمایه‌گذاری مناسب در این صنعت است. به‌طور کلی موانع سرمایه‌گذاری در بخش حمل و نقل به دو دسته کلی قابل تقسیم‌اند، بخشی از این موانع از ورود فعالان جدید به بخش جلوگیری کرده و قسمتی دیگر نیز روند فعالیت‌های موجود را دچار مشکل می‌کند. این امر نه تنها از توسعه فعالیت‌ها جلوگیری می‌کند، بلکه به تدریج موجب خروج سرمایه از بخش نیز می‌شود، که مهم‌ترین موارد این دو دسته کلی بدین شرح است:

الف - موانع ورود: اصولاً بخش حمل و نقل به استثنای موارد اندک، بخش شناخته شده‌ای برای سرمایه‌گذاری نیست و رغبتی در میان افراد سرمایه‌گذار در این زمینه وجود ندارد.

مهم‌ترین مشکلات ورود سرمایه‌گذاران به این بخش شامل موارد زیر است:

اول- موانع مربوط به اعطای مجوز

دوم- نبود شناخت کافی از فعالیت‌های اقتصادی بخش حمل و نقل

سوم- کوتاه بودن مدت واگذاری فعالیت‌ها

چهارم- اطلاع از تجربیات ناموفق سرمایه‌گذاران پیشین

ب - موانع عملکردی و توسعه‌ای: اصولاً بخش درخور توجهی از موانع سرمایه‌گذاری در بخش

حمل و نقل دامنگیر فعالان این بخش است که مهم‌ترین آن‌ها به شرح زیر است:

اول- رقابت بخش دولتی با بخش غیردولتی

دوم- سودآوری پایین فعالیت‌های بخش حمل و نقل، اغلب به دلیل پایین بودن تعرفه‌ها

سوم- نرخ بالای تسهیلات نوسازی ناوگان

چهارم- ضعف‌های آیین‌نامه اجرایی قانون احداث طرح‌های مشارکت در حمل و نقل
پنجم- توجه نشدن به نگهداری زیربنای احداث شده از سوی سرمایه‌گذار
ششم- واگذاری برخی فعالیت‌ها به صورت یکسان
هفتم- اجرای طرح نوسازی ناوگان از طریق دولت
هشتم- فرسودگی بیش از حد ناوگان
نهم- انحصارات قانونی

برای تأمین مالی پروژه‌های حمل و نقل و با تصویب قانون برنامه پنجم توسعه و تصویب قانون بودجه سال ۱۳۹۱، وزارت راه و شهرسازی و بانک‌های ایران مجاز شدند برای تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری صنعت راه‌سازی از انتشار صکوک استفاده کنند، پیرو این مجوزها، مطالعه‌های اقتصادی، حقوقی و مالی برای انتخاب مناسب‌ترین انواع صکوک برای تأمین مالی صنعت راه‌سازی آغاز شد. نتیجه‌های تحقیق‌ها نشان می‌دهد که برای تأمین مالی این پروژه‌ها می‌توان از انواع ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)؛ مانند: اوراق مشارکت، اوراق استصناع، اوراق منفعت و اوراق اجاره استفاده کرد (حدادی، ۱۳۹۰).

اوراق منفعت سند مالی بهاداری است که بیانگر مالکیت دارنده آن بر مقدار معینی از 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 حق استفاده از خدمات حج یا عمره برای سال معین.

برخلاف اوراق مشارکت و اوراق استصناع که اوراق مالی پروژه محور هستند و وجوه حاصل از فروش آن‌ها باید منحصراً در پروژه خاص مصرف شود، وجوه حاصل از فروش اوراق منفعت به مالکیت ناشر اوراق درمی‌آید؛ در نتیجه این امکان را به مثل وزارت راه و شهرسازی یا بانک‌های ایران می‌دهد تا برای تأمین مالی طرح‌ها، پروژه‌ها و حتی برای تأمین سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت و سرمایه در گردش، با واگذاری منافع آینده دارایی‌های بادوام یا خدمات آینده، نیاز مالی خود را تأمین کند.

انتشار اوراق منفعت در کنار مزیت‌های پیش‌گفته، محدودیت‌هایی نیز دارد که مهم‌ترین آن‌ها عبارت هستند از:

الف- محدودیت شرعی بازار ثانوی اوراق منفعت: به این معنا که اگر مشتری، اوراق منفعت را براساس بیع سلف خریده باشد، نمی‌تواند پیش از سررسید بفروشد و اگر اوراق

براساس عقد اجاره فروخته شده باشد با توجه با اینکه انتقال مورد اجاره در قرارداد ثانوی و بعد از آن، تنها در صورتی صحیح است که یا قیمت اجاره مساوی یا کمتر از قیمت اولیه باشد و یا مستأجر کار با ارزشی روی مورد اجاره انجام داده باشد، بازار ثانوی اوراق منفعت مشکل فقهی پیدا می‌کند؛

ب- ریسک اوراق منفعت: اوراق منفعت، ریسک خاصی به نام ریسک سرمایه‌گذاری دوباره وجوه حاصل شده دارد. چرا که بازده اوراق منفعت در این مطالعه به صورت ساعتی و روزانه است که این درآمدهای حاصله باید سرمایه‌گذاری دوباره شود.

ج- توجیه اقتصادی: انتشار اوراق منفعت باید به گونه‌ای منتشر شود که در همان حال که برای سرمایه‌گذار سود انتظاری خوبی به همراه دارد، از دید اقتصاد خرد برای بانی و ناشر نیز توجیه اقتصادی داشته و نسبت به روش‌های دیگر تأمین مالی مزیت داشته باشد. زیرا با توجه به این که اصل و سود اکثر پروژه‌های راه‌سازی به تدریج و روزانه حاصل می‌شود، می‌بایست مدیریت دارایی صحیحی برای سرمایه‌گذاری سرمایه جمع‌آوری شده به منظور بازپرداخت سود و اصل اوراق وجود داشته باشد.

در مقاله پیش‌رو با استفاده از منابع کتابخانه‌ای و به روش توصیفی- تحلیلی، به دنبال اثبات این فرضیه هستیم که می‌توان بر پایه قراردادهای ترکیبی صلح و اجاره، ابزاری مشروع و با ریسک بازدهی کنترل شده، برای تأمین مالی پروژه‌های حمل و نقل طراحی کرد. برای این منظور ابتدا بر ادبیات موضوع و پیشینه تحقیق تمرکز شده؛ سپس با بیان کاربردهای اوراق منفعت، الگوهای عملیاتی آن بررسی شده و سرانجام با ارائه راهکاری به حل مشکل فقهی و بازار ثانوی این اوراق پرداخته شده است.

۱- پیشینه تحقیق

در زمینه بررسی اوراق منفعت به جز چند مورد محدود تحقیق خاصی انجام نشده است، لیکن در مورد تأمین مالی از طریق ابزارهای تأمین مالی اسلامی و تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار از طریق انتشار اوراق بهادار اسلامی (صکوک) تحقیقات متعددی انجام شده است که در ادامه توضیح داده می‌شود.

اول- تحقیقات در زمینه اوراق منفعت

این اوراق برای نخستین بار به صورت نظری و عملی در مکه و مدینه برای تأمین مالی و ساخت مجتمع های تجاری موسوم به زمزم از اواسط سال ۲۰۰۶ میلادی طراحی و منتشر شد. کل سرمایه گذاری 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 شد.

حبیبیان (۱۳۸۸) در تحقیقی با 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 است، لیکن در مورد الگوی عملیاتی و امکان سنجی انتشار و بررسی ارکان و ... این اوراق مطلبی ارائه نکرده است.

موسویان (۱۳۹۰) در کتاب خود حدود دو صفحه اوراق منفعت را تعریف و ویژگی های کلی اقتصادی این اوراق را بیان کرده است و برخلاف دیگر ابزارهای تأمین مالی اسلامی این ابزار تأمین مالی اسلامی را شرح نداده است.

مصباحی مقدم (۱۳۸۷) در مقاله ای با عنوان «ارائه الگوی تأمین مالی توسعه موقوفات با استفاده از انتشار اوراق منفعت» به امکان سنجی انتشار اوراق منفعت در زمینه توسعه موقوفات پرداخته است و الگویی را ارائه کرده است که این الگو و الگوی ارائه شده در عربستان در قسمت خود توضیح داده خواهد شد.

دوم- تحقیقات در زمینه تأمین مالی از طریق ابزارهای تأمین مالی اسلامی

الف- «امکان سنجی طراحی اختیار معامله در بازار سرمایه ایران»، ابراهیم آقاپور، ۱۳۷۵ ش.
ب- «امکان سنجی طراحی قراردادهای آتی در نظام مالی اسلامی»، محسن حسینی چالشتی، ۱۳۷۶ ش.

ج- «امکان سنجی راه اندازی بازار آتی سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران؛ با تأکید بر مسائل شرعی و نیازمندی های بازار سهام»، علی صالح آبادی، ۱۳۸۱ ش.

د- «امکان سنجی طراحی اوراق قابل تبدیل برای بازار سرمایه ایران با توجه به فقه شیعه»، نصرت عزتی سامیان، تابستان ۱۳۸۷ ش.

ه- «بررسی و امکان سنجی روش های تأمین مالی مسکن و تطبیق آن با موازین فقه اسلامی مبتنی بر فقه جعفری»، سیدمحسن فاضلیان، شهریور ۱۳۸۳ ش.

و- «بررسی فنون بیمه سرمایه گذاری های مالی و امکان سنجی کاربرد آنها در بازار سرمایه ایران با توجه به موازین فقه جعفری»، مجتبی تقی پور، تابستان ۱۳۸۵ ش.

- ز- «بررسی فرایند تأمین مالی از طریق انتشار اوراق صکوک»، مهدی نجفی، شهریور ۱۳۸۵ ش.
- ح- علی ارسلان طاروق در پایان‌نامه کارشناسی ارشد خود با عنوان «مدیریت ریسک مالی ساختارهای صکوک» ضمن بیان تجربه کشورها از جمله مالزی، قطر و بحرین در زمینه انتشار اوراق بهادار، سازوکاری را برای مدیریت ریسک ساختارهای اوراق بهادار اسلام معرفی می‌کند.
- ط- نظیف جی ادام و عبدالقادر توماس در کتاب خود با نام «اوراق بدهی اسلامی: راهنمای شما برای انتشار، طراحی ساختار و سرمایه‌گذاری در صکوک» توصیف کاملی از اوراق بهادار اسلامی و ویژگی‌های منحصر به فرد آن و همچنین ساختارهای مختلف طراحی اوراق بهادار اسلامی برای تأمین مالی شرکت‌ها و دولت‌ها ارائه کرده‌اند. این کتاب از نظر پوشش مطالب مربوط به صکوک، یک کتاب جامع به‌شمار می‌رود و برای کسانی که به دنبال تأمین مالی از طریق انتشار صکوک هستند و یا قصد سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار اسلامی (صکوک) را دارند، اطلاعات مورد نیاز در مورد گزینه‌های موجود را فراهم می‌کند.
- ی- سیدعلی، سلمان، محصولات بازار سرمایه/اسلامی، ترجمه مصطفی زه‌تابیان و علی سعیدی (۱۳۸۶)، دانشگاه امام صادق(ع)، چاپ اول.
- ک- السویلیم، سامی/ابراهیم، پوشش ریسک در مالی/اسلامی، ترجمه محمد علیزاده اصل و مهدی حاجی رستم‌لو (۱۳۸۶)، دانشگاه امام صادق(ع)، چاپ اول.
- به‌علت کمبود ابزارهای تأمین مالی اسلامی به‌کار گرفته شده در کشور برای تأمین مالی شرکت‌ها، ضرورت شناخت، تبیین و به‌کارگیری این ابزارها از جمله اوراق بهادار اسلامی (صکوک) از قبیل اوراق اجاره، اوراق مرابحه، اوراق استصناع، اوراق مضاربه و منفعت احساس می‌شود. از این‌رو در این تحقیق برآنیم جهت هر چه پربار کردن ابزارهای تأمین مالی اسلامی به بررسی اوراق منفعت در تأمین مالی شرکت‌ها و مؤسسه‌های مالی و بازرگانی براساس مبانی فقه امامیه بپردازیم.
- همچنین با توجه با جدید بودن مباحث علمی مربوط به اوراق صکوک در دنیا با عمری کمتر از سه دهه، بررسی‌های صورت گرفته در ایران بسیار اندک بوده است، لیکن چند سالی است که تلاش‌های بسیار جدی و مفید و کاربردی در این زمینه توسط سازمان بورس و اوراق بهادار با تشکیل کمیته تخصصی فقهی با حضور کارشناسان این فن صورت پذیرفته است.

۲- کاربردهای اوراق منفعت

- به نظر می‌رسد با بیان مثال‌هایی بتوان زمینه تشریح بهتر اوراق منفعت را فراهم کرد. از این رو در ادامه مثال‌هایی از این اوراق به اختصار بیان می‌شود:
- الف- اوراق بهادار تلفن: یک ورق بهادار تلفن ممکن است ۱۰۰۰ واحد خدمات تلفنی را ارائه کند. یک واحد خدمات تلفنی ممکن است به عنوان (فرضاً) ۱۰۰ تماس تلفنی محلی یا معادل آن از تماس‌های طولانی بین‌المللی یا مسافت دور تعریف شود. این ورق بهادار ممکن است به شرط امکان استیفای منافع در طول یک دوره زمانی معینی فروخته شود. مانند «ورق بهادار تلفنی ۱۴۰۰» که به صاحبان آن اجازه داده شد که خدمات شرکت مخابرات را به تعداد واحدهای ذکر شده بر روی ورق بهادار در طول سال ۱۴۰۰ هجری شمسی استیفاء کنند. اوراق بهادار تلفن می‌تواند توسط شرکت مخابرات برای تجهیز مبالغ تأمین اعتبار نیازهای جاری سرمایه‌های در گردش منتشر شود. چنین اوراق بهاداری ممکن است برای دوره کوتاه و مقیاس کوچک (تعداد محدودی از واحدهای منفعت) یا برای سررسید طولانی‌تر و مقیاس بزرگ‌تر برای تأمین اعتبار توسعه و رشد بلندمدت منتشر شود.
- ب- اوراق بهادار الکتریسیته نیز ممکن است برای مقیاس مختلف خدمات برق (مثلاً برحسب چند کیلووات) در سررسید و مقادیر مختلف الکتریسیته به عنوان یک خدمت تلقی شود نه کالا. نظر به اینکه الکتریسیته (منفعت توربین‌ها، ژنراتورها و شبکه خطوط برق) در زمان وصول تلف شدنی است، دارنده اوراق بهادار الکتریسیته، مالک منفعت توربین‌ها، ژنراتورها و شبکه خطوط برق است نه مالک عین آن‌ها.
- ج- اوراق بهادار پرواز نیز می‌تواند برای حمل و نقل هوایی تعدادی از واحدهای خدمت منتشر شود. هر واحد برحسب حمل و نقل هوایی محموله معینی کالات یا شخص معین برای مسافت خاص تعریف می‌شود. اوراق بهادار پرواز همچنین می‌تواند برای سررسیدهای کوتاه مدت یا بلندمدت منتشر شود.
- د- اوراق بهادار آموزش نیز می‌تواند برای سطوح مختلف آموزشی و پرورشی، با تشریح کامل نوع و مقدار خدماتی که ارائه می‌دهد و طول دوره سررسید منتشر شود. انتشار اوراق بهادار آموزش به همان صورت که برای تأمین اعتبار سرمایه در گردش استفاده می‌شود، همچنین می‌تواند برای تأمین اعتبار رشد و توسعه مؤسسات آموزشی مورد استفاده قرار گیرد. به هر حال، دوره‌های سررسید اوراق بهادار و نیز معیار اندازه‌گیری آن ممکن است مختلف باشد.
- ه- اوراق بهادار ممکن است برای... و یا واحدهایی از خدمات پزشکی، حمل و نقل زمینی یا

دریایی کالاها، حمل و نقل عمومی محلی، خدمات سیستم فاضلاب، جمع‌آوری زباله و غیره منتشر شود.

۳- تفاوت اوراق منفعت نسبت به سایر انواع صکوک

آنچه در زیر آمده است چکیده‌ای از ویژگی‌های انواع اوراق منفعت و سایر صکوک است.

اوراق منفعت منافع آتی دارایی‌ها (ارسلان طریق، ۱۳۸۷: ۳۵)

اوراق مالکیت منافع	این اوراق انواع مختلفی دارد که شامل:	
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 مالک، منتشر می‌شوند و هدف از آن، اجاره یا اجاره دوباره این دارایی و دریافت اجاره‌بها از درآمد حاصل از پذیره‌نویسی است. در این مورد، دارندگان اوراق، مالک منفعت دارایی می‌شوند.	منتشر کننده: منفعت یک دارایی موجود را می‌فروشد. پذیره‌نویسان: خریداران منفعت‌اند. وجوه بسیج شده: قیمت خرید منفعت است. دارندگان اوراق: مالک منافع همراه با سودها و ریسک‌های آن می‌شوند.
اوراق مالکیت منافع که در آینده تهیه خواهد شد آنچنانکه در توضیح آمده	این‌ها اسنادی با ارزش برابر هستند که به منظور اجاره دارایی‌های که مؤجر 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 منفعت هستند. وجوه بسیج شده: از پذیره‌نویسی، قیمت خرید منفعت است. دارندگان اوراق: مالک منافع همراه با سودها و ریسک‌های آن می‌شوند.

اوراق منفعت خدمات آتی (ارسالان طریق، ۱۳۸۷: ۳۶)

منتشر کننده: خدمات را می فروشد. پذیره نویسان: خریداران خدمات اند. وجوه بسیج شده: قیمت خرید این خدمات است. دارندگان اوراق: مجاز به فروش همه ی انواع منافع به اضافی وجوه باز فروش چنین منفعی هستند.	این ها اسنادی با ارزش برابر هستند که به منظور فراهم کردن یا فروش خدمات توسط عرضه کننده خاص (مثل برنامه های آموزشی در یک دانشگاه معین) منتشر شده و دریافت اجاره بها از طریق درآمد حاصل از پذیره نویسی بوده که در این نوع، دارندگان اوراق، مالک خدمات می شوند.	اوراق مالکیت خدمات یک عرضه کننده خاص
	این ها اسنادی با ارزش برابر هستند که به منظور فراهم کردن یا فروش خدمات توسط عرضه کننده غیر موجود منتشر می شوند با توضیح موضوع مورد نظر (مثل برنامه آموزشی با کیفیت، برنامه ریزی، زمان بندی و ... خاص، بدون توجه به نهاد آموزشی) است و بهای آن از درآمد پذیره نویسی حاصل شده و در آن دارندگان اوراق مالک خدمات خواهند شد.	اوراق مالکیت خدماتی که در آینده مهیا خواهد شد آنچنانکه توضیح داده شده

اوراق سلم، استصناع و مرابحه (ارسلان طریق، ۱۳۸۷: ۳۷)

اوراق سلم	این‌ها اسنادی با ارزش برابر هستند که به منظور بسیج سرمایه سلم منتشر شده و مواردی که براساس سلم تحویل خواهد شد متعلق به دارندگان اوراق است.	منتشرکننده: کالای سلم را می‌فروشد. پذیره نویسان: خریداران آن کالا هستند. وجوه بسیج شده: قیمت خرید این کالا است که سرمایه سلم است. دارندگان اوراق: محق کالای سلم، قیمت فروش یا قیمت فروش بر مبنای سلم اگر موجود باشد، می‌باشند.
اوراق استصناع	این‌ها اسنادی با ارزش یکسان هستند که با هدف بسیج وجوه لازم برای تولید یک مورد خاص منتشر می‌شوند و موارد تولیدی بر مبنای استصناع متعلق به دارندگان اوراق است.	منتشر کننده: سازنده (عرضه‌کننده) پذیره نویسان: خریداران مواردی که ساخته خواهد شد، می‌باشند. وجوه بسیج شده: هزینه‌ی این مورد می‌باشد. دارندگان اوراق: محق مورد یا قیمت فروش مورد ساخته شده هستند.
اوراق مرابحه	این‌ها اسنادی با ارزش برابر هستند که برای تأمین مالی کالای مرابحه منتشر شده‌اند و دارندگان اوراق مالک کالای مرابحه می‌شوند.	منتشرکننده: کالای مرابحه را می‌فروشد. پذیره‌نویسان: خریداران آن کالا هستند. وجوه بسیج شده: هزینه خرید کالا است. دارندگان اوراق: مالک کالای مرابحه یا قیمت فروش آن هستند.

اوراق مشارکت (ارسلان طریق، ۱۳۸۷: ۳۹)

اوراق مشارکت	این‌ها اسنادی با ارزش برابر هستند که با هدف استفاده از وجوه بسیج شده برای راه‌اندازی یک پروژه جدید یا توسعه پروژه موجود یا تأمین مالی یک کسب و کار تجاری و بر مبنای یکی از عقود مشارکت، منتشر می‌شوند. دارندگان اوراق به نسبت سهم خود، مالک پروژه یا دارایی‌های آن فعالیت می‌شوند. اوراق مشارکت می‌تواند بر مبنای مشارکت یا مضاربه یا توسط یک نمایندگی سرمایه‌گذاری مدیریت شود.
اوراق مشارکتی که بر مبنای قرارداد مشارکت، مدیریت می‌شوند.	این‌ها اسنادی هستند که نمایانگر پروژه‌ها یا فعالیت‌هایی هستند که بر مبنای مشارکت، مدیریت می‌شوند خواه با تعیین یکی از طرفین و خواه هر طرف دیگری برای مدیریت عملیات.
اوراق مشارکتی که بر مبنای قرارداد مضاربه مدیریت می‌شوند.	این‌ها اسنادی هستند که نمایانگر پروژه‌ها یا فعالیت‌هایی‌اند که بر مبنای مضاربه مدیریت می‌شوند و در آن مضارب به عنوان مدیر تعیین می‌شود.
اوراق مشارکتی که بر مبنای نمایندگی سرمایه‌گذاری، مدیریت می‌شوند.	این‌ها اسنادی هستند که نمایانگر پروژه‌ها یا فعالیت‌هایی‌اند که بر مبنای نمایندگی سرمایه‌گذاری مدیریت می‌شوند و در آن نمایندگی سرمایه‌گذاری برای مدیریت عملیات به نمایندگی از دارندگان اوراق تعیین می‌شود.

اوراق مبتنی بر کشاورزی و کارمزد (ارسالان طریق، ۱۳۸۷: ۳۹)

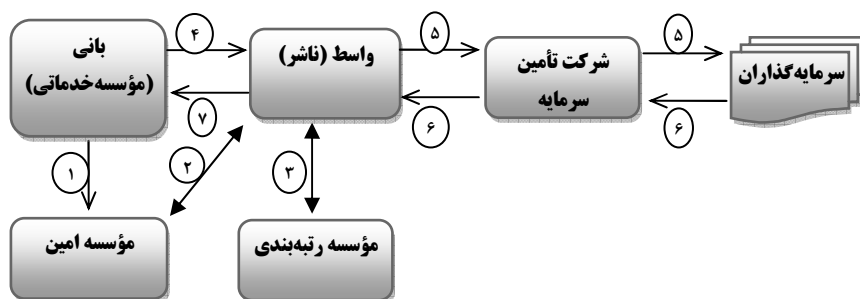
منتشر کننده: زمین‌دار پذیره نویسان: کشاورزانی که بر مبنای قرارداد مزارعه سرمایه‌گذاری می‌کنند. وجوه بسیج شده: هزینه کشت و زرع دارندگان اوراق: سهمی از محصول زمین دارند که طبق توافق قبلی معین شده است.	این‌ها اسنادی با ارزش برابر هستند که به منظور استفاده از وجوه بسیج شده در تأمین مالی یک قرارداد مزارعه منتشر می‌شوند. دارندگان اوراق محق به سهمی در محصول هستند که طبق توافق قبلی معین شده است.	اوراق مزارعه
منتشر کننده: مالک زمینی که درخت میوه دار دارد. پذیره نویسان: کسانی‌اند که فرایند آبیاری را بر مبنای قرارداد مساقات انجام می‌دهند. وجوه بسیج شده: هزینه‌های رسیدگی به درختان میوه دارندگان اوراق: سهمی از محصول درختان دارند که قبلاً توافق شده است.	این‌ها اسنادی با ارزش یکسان‌اند که بر مبنای قرارداد مساقات و به منظور استفاده از وجوه بسیج شده برای آبیاری درختانی که میوه می‌دهند و نیز تأمین دیگر هزینه‌های مربوط به نگهداری درختان، منتشر می‌شوند. دارندگان اوراق سهمی در محصول درختان دارند که قبلاً توافق شده است.	اوراق مساقات (آبیاری)
منتشر کننده: مالک زمینی که مناسب کاشت درخت است. پذیره نویسان: کسانی‌اند که فرایند کشاورزی یا کاشت را بر مبنای قرارداد مغارسه انجام می‌دهند. وجوه بسیج شده: هزینه‌های نگهداری کاشت دارندگان اوراق: سهمی در زمین و نیز درختان دارند که قبلاً مشخص شده است.	این‌ها اسنادی با ارزش برابر هستند که بر مبنای قرارداد مغارسه و به منظور استفاده منتشر می‌شوند. وجوه بسیج شده برای کاشت درختان و نیز تأمین هزینه‌های کار منتشر می‌شوند. دارندگان اوراق سهمی در زمین و کاشت دارند. این اوراق از نظر فقه شیعه مورد اشکال است.	اوراق مغارسه (کاشت درخت)

۴- الگوهای عملیاتی اوراق منفعت

برای اوراق منفعت می‌توان الگوهای عملیاتی گوناگونی طراحی کرد. در این قسمت با استفاده از تجربه کشورهای دیگر الگوی عملیاتی پیشنهاد می‌شود.

۴-۱- الگوی عملیاتی انتشار اوراق منفعت (عمومی)

این الگو به شرح زیر است:



۴-۱-۱- روابط حقوقی الگو اول اوراق منفعت

الف- بانی (مؤسسه خدماتی) طرح واگذاری منافع دارایی‌های بادوام یا محصولات خدماتی خود را شناسایی کرده و با تنظیم امیدنامه مربوطه، به امین معتبری مراجعه کرده، تقاضای تأسیس یا انتخاب مؤسسه واسط (ناشر) مناسب برای اجرای طرح را می‌دهد.

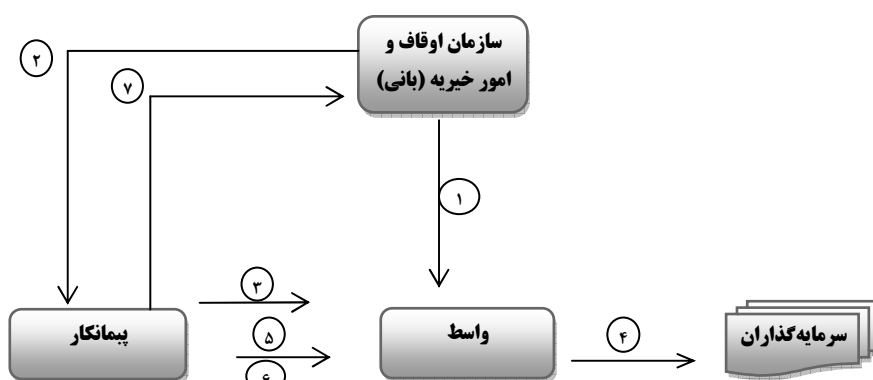
ب- مؤسسه امین با مطالعه امیدنامه و با هماهنگی بانی اقدام به انتخاب مؤسسه واسط (ناشر) کرده و موافقت خود مبنی بر نظارت و کنترل ناشر در به‌کارگیری وجوه براساس امیدنامه برای خرید منافع دارایی‌های بادوام یا محصولات خدماتی بانی و دفاع از حقوق دارندگان اوراق را اعلام می‌دارد.

ج- مؤسسه واسط (ناشر) ریزبرنامه عملیاتی امیدنامه طرح واگذاری منافع دارایی‌های بادوام یا محصولات خدماتی بانی را بررسی کرده، موافقت خود برای اجرای طرح را اعلام می‌کند و امیدنامه را برای رتبه‌بندی در اختیار مؤسسه رتبه‌بندی معتبر قرار می‌دهد و مؤسسه رتبه‌بندی اعتبار، با بررسی امیدنامه، اعتبار بانی و طرح را برآورد می‌کند و براساس آن میزان ریسک اوراق منفعت را تعیین می‌کند.

- د- بانی (مؤسسه خدماتی) طی قراردادی منافع دارایی‌های بادوام یا محصولات خدماتی خود را برای مدت زمان معینی به واسط واگذار می‌کند.
- ه- واسط (ناشر)، بعد از کسب مجوزهای لازم از سازمان بورس و اوراق بهادار، اقدام به انتشار اوراق منفعت کرده، منافع و خدمات خریداری شده را از طریق بانک یا شرکت تأمین سرمایه به مردم (سرمایه‌گذاران مالی) واگذار می‌کند.
- و- ناشر از طریق بانک یا شرکت تأمین سرمایه، وجوه سرمایه‌گذاران مالی را جمع‌آوری می‌کند.
- ز- ناشر زیر نظر مؤسسه امین با استفاده از وجوه جمع‌آوری شده از واگذاری اوراق منفعت بدهی خود به بانی از بابت خرید منافع و خدمات را می‌پردازد.

۲-۴- الگوی توسعه موقوفات با استفاده از انتشار اوراق منفعت

۲-۴-۱- روابط حقوقی دومین الگوی عملیاتی اوراق منفعت



فرآیند و ارتباطات میان بانی، سرمایه‌گذار، پیمان کار و واسط به صورت زیر می‌باشد:

- الف- تعیین واسط
- ب- تعیین پیمان کار
- ج- اجاره طرح به واسط
- ه- پذیره‌نویسی اوراق منفعت
- و- انتقال طرح توسعه یافته
- ز- بازگشت طرح توسعه یافته‌ی موقوفه
- ح- بازگشت طرح توسعه یافته موقوفه براساس قرارداد BOT

۴-۲-۲- جریان نقدینگی الگوی دوم

همچنین جریان‌های نقدی میان بانی، سرمایه‌گذار، پیمان‌کار و واسط به شرح زیر است:

الف- تأمین مالی

ب- مشارکت سازمان در صورت ضرورت

ج- تأمین مالی طرح

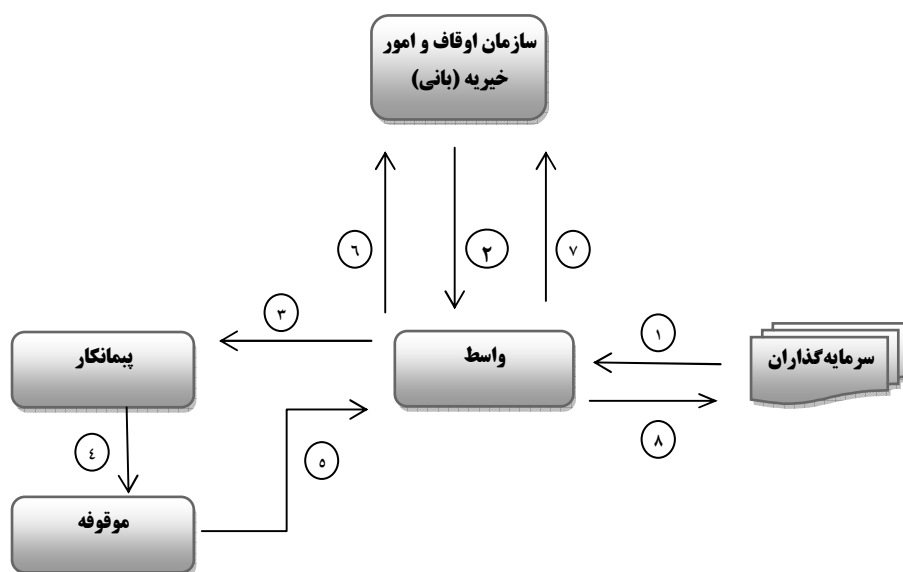
هـ- هزینه وجوه تأمین مالی شده برای تکمیل طرح

و- ایجاد درآمد

ز- پرداخت دوره‌ای براساس انتخاب الگوی مناسب

ح- سود سازمان

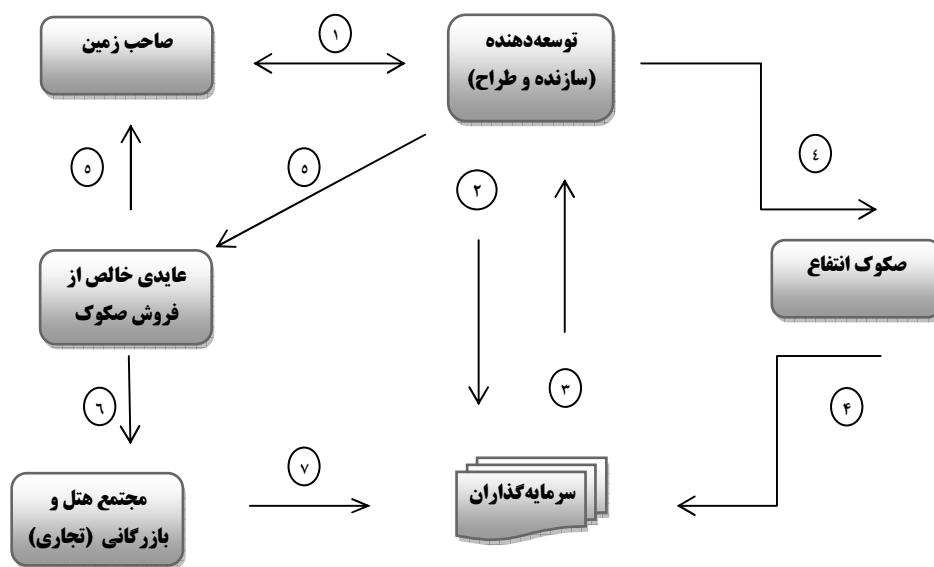
ط- بازده دارندگان اوراق منفعت



۴-۳- الگوی توسعه صنعت هتلداری و برج‌سازی

این الگو برگرفته شده از اوراق منفعت منتشر شده در ساخت برج‌های معروف زمزم در مکه و مدینه است با این توضیح که این اوراق در مکه و مدینه برای تأمین مالی و ساخت مجتمع‌های تجاری موسوم به زمزم (مشرف به کعبه) از اواسط سال ۲۰۰۶ میلادی طراحی و

منتشر شد. کل سرمایه‌گذاری در مکه ۳۷۵ و در مدینه ۱۸۰ میلیون دلار بود که در قالب ۸۴۰۰۰ و ۴۰۳۲۰ ورق منفعت دو ساله تأمین مالی گردید، ضمناً این اوراق براساس عقد اجاره منتشر شد. در واقع موفق‌ترین و معروف‌ترین اوراق منفعتی که منتشر شده است همین اوراق است.



۱-۳-۴- روابط حقوقی سومین الگوی انتشار اوراق منفعت

هر چند الگوی جامع و رسمی برای انتشار اوراق منفعت برج‌های زمزم در عربستان منتشر نشده است و در دسترس نمی‌باشد، لیکن روند اوراق منتشر شده در عربستان با توجه به تحقیقات انجام شده به الگوی زیر شبیه است:

الف- خرید حقوق کرایه

ب- انتشار صکوک

ج- اجاره دادن حق اجاره با مستأجر دیگری

هـ- پیش پرداخت اجاره‌بها (جریان نقدنگی)

و- اجاره دادن به مستأجر دیگری

ز- اجاره دادن حق اجاره به مستأجر دیگری

ح- پیش پرداخت اجاره بها
ط- اجاره معوق (جریان نقدینگی)

۲-۳-۴- جریان نقدینگی الگوی سوم

الف- قرارداد اجاره در استفاده از زمین

ب- اجاره حق آتی استفاده از واحدهای انتخاب شده

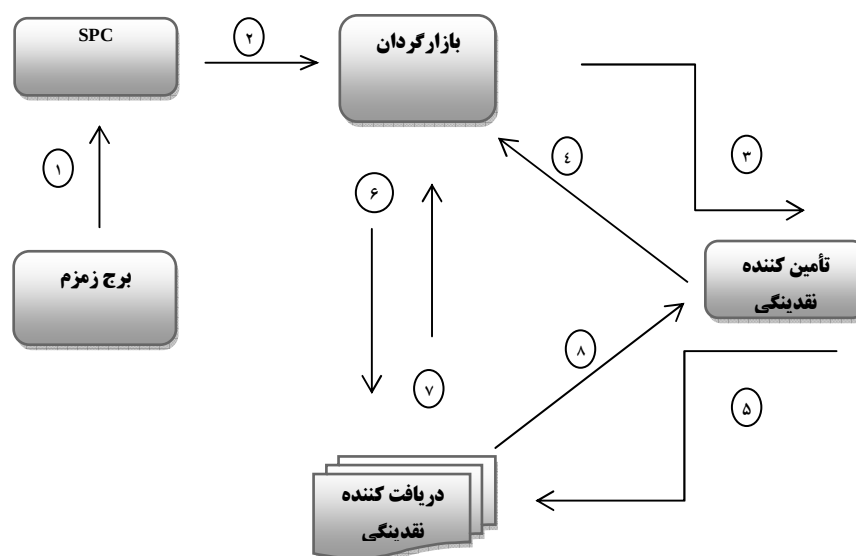
ج- پرداخت وجه اجاره

د- انتشار صکوک

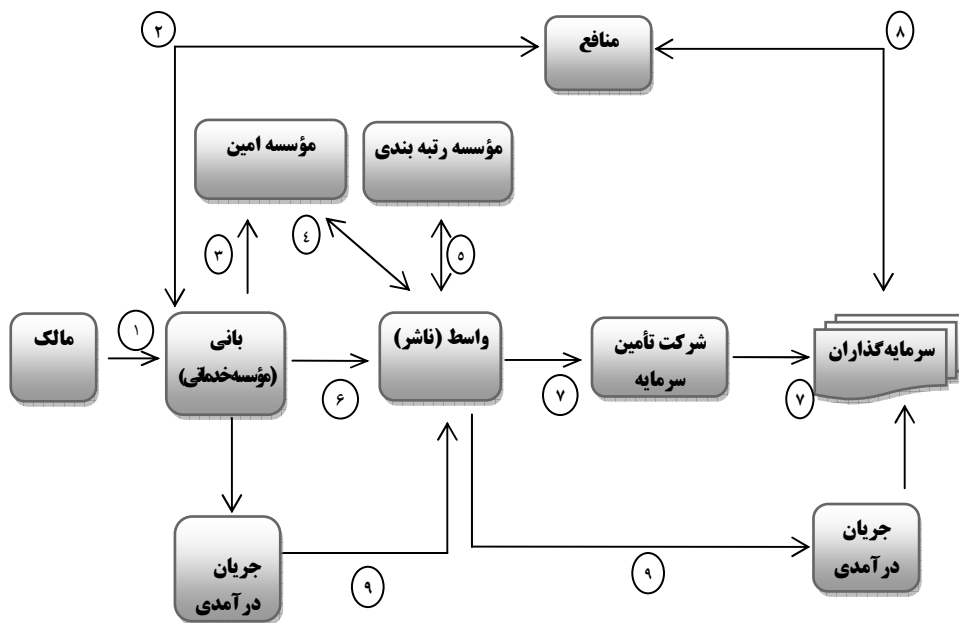
ه- پرداخت بابت اجاره زمین

و- رشد هزینه‌ها

ز- استفاده از منفعت به‌وسیله دارندگان اوراق



۴-۴- الگوی تأمین مالی پروژه‌های کلان صنعت حمل و نقل کشور



۴-۴-۱- روابط حقوقی الگوی چهارم

الف- در پروژه‌های صنعت کلان حمل و نقل اصلی دارایی که مثلاً در پروژه‌های اتوبان‌سازی، اصل زمین اتوبان است، در اکثر مواقع متعلق به دولت است. دولت طبق قرارداد BOT پروژه را به بانی، که خود بانی نیز در اکثر مواقع از سازمان‌ها و ادارات بزرگ دولتی از جمله بانک‌هاست، واگذار می‌کند.

ب- بدین ترتیب بانی که در واقع پیمانکار هم است، مالک منافع دارایی پایه طی مدت زمان مشخص شده می‌شود.

ج- بانی (مؤسسه خدماتی) طرح واگذاری منافع دارایی‌های بادوام یا محصولات خدماتی خود را شناسایی کرده و با تنظیم امیدنامه مربوطه، به امین معتبری مراجعه کرده تقاضای تأسیس یا انتخاب مؤسسه واسطه (ناشر) مناسب برای اجرای طرح را می‌دهد.

د- مؤسسه امین با مطالعه امیدنامه و با هماهنگی بانی اقدام به انتخاب مؤسسه واسطه (ناشر) کرده و موافقت خود مبنی بر نظارت و کنترل ناشر در به‌کارگیری وجوه براساس امیدنامه

برای خرید منافع دارایی‌های بادوام یا محصولات خدماتی بانی و دفاع از حقوق دارندگان اوراق را اعلام می‌دارد.

ه- مؤسسه واسط (ناشر) ریزبرنامه عملیاتی امیدنامه طرح واگذاری منافع دارایی‌های بادوام یا محصولات خدماتی بانی را بررسی کرده، موافقت خود برای اجرای طرح را اعلام می‌کند و امیدنامه را برای رتبه‌بندی در اختیار مؤسسه رتبه‌بندی معتبر قرار می‌دهد و مؤسسه رتبه‌بندی اعتبار، با بررسی امیدنامه، اعتبار بانی و طرح را برآورد می‌کند و براساس آن میزان ریسک اوراق منفعت را تعیین می‌کند.

و- بانی (مؤسسه خدماتی) طی قراردادی (اجاره یا صلح) منافع دارایی‌های بادوام یا محصولات خدماتی خود را برای مدت زمان معینی به واسط واگذار می‌کند.

ز- واسط (ناشر)، بعد از کسب مجوزهای لازم از سازمان بورس و اوراق بهادار، اقدام به انتشار اوراق منفعت کرده، منافع و خدمات خریداری شده را از طریق بانک یا شرکت تأمین سرمایه به مردم (سرمایه‌گذاران مالی) واگذار می‌کند.

ح- در این مرحله سرمایه‌گذاران یعنی صاحبان اوراق منفعت، صاحب منافع‌های دارایی بادوام یا خدمات آتی خواهند شد.

در مورد جریان نقدینگی و ادامه کار این اوراق، با انتشار اوراق، خریداران اوراق با پرداخت اجاره‌بها به‌صورت یکجا و برای یک دوره معین، با دریافت اوراق، صاحب منافع بزرگراه، یعنی حق استفاده از بزرگراه و خدمات جانبی آن می‌شوند، حال اینکه این حق استفاده از بزرگراه و خدمات جانبی آن کاربرد چندانی برای صاحبان اوراق ندارد. به‌همین خاطر بانی به وکالت از طرف صاحبان اوراق، عملیات بهره‌برداری از بزرگراه را انجام می‌دهد و با توجه به الگوی مالی تعریف و توافق شده، سودهای کسب شده از طریق حق عوارض و خدمات جانبی سرمایه‌گذاری دوباره را دریافت کرده و طی برنامه از پیش تعیین شده سود حاصله به صاحبان اوراق پرداخت می‌شود.

۲-۴-۴- تفاوت و شباهت میان الگوی منفعت خصوصی و عمومی

در واقع وجه مشترک میان الگوی منفعت عمومی و خصوصی در این است که اوراق منفعت اسناد مالی بهاداری است که بیانگر مالکیت دارنده آن بر مقدار معینی از خدمات یا منافع آتی حاصل از یک دارایی فیزیکی بادوام است که در ازای پرداخت مبلغ معینی به وی منتقل شده است. مانند گواهی حق اقامت در هتل برای روزهای معین یا گواهی استفاده از منافع حاصل از عوارض بزرگراه‌ها.

در الگوهای منفعت در حالت‌های خاص، رابطه میان اعضای الگو در شکل‌های مختلفی قرار می‌گیرد، لیکن نوع عقدی که در همه این الگوها مورد استفاده قرار می‌گیرد بر پایه نوع عقد استفاده شده در الگوی منفعت عام است، یعنی در همه الگوهای خاص ارائه شده پیش فروش منافع آتی کالاها یا خدمات آینده طبق نوع عقد الگو کلی اوراق منفعت انجام می‌شود، لیکن در یک حالت ممکن است نوع منفعت از نوع منافع آتی باشد یا ممکن است از نوع خدمات باشد.

۳-۴-۴- ارتباط الگو توسعه موقوفات و توسعه صنعت هتلداری و برج‌سازی با عنوان مقاله

در واقع در این مقاله ابتدا الگوهای جهانی که با استفاده از اوراق منفعت پیشنهاد شده است بیان شده است و نوآوری این تحقیق معرفی یکی از پرکاربردترین حوزه‌های کشور ایران برای تأمین مالی با استفاده از اوراق اسلامی منفعت است. زیرا بسیاری از پروژه‌های بزرگ صنعت حمل و نقل در تأمین مالی با مشکل روبه‌رو هستند و نوع این پروژه‌ها هم از نوع منافع آتی هستند که با استفاده از این اوراق می‌توان مشکل تأمین مالی را تا حدودی مرتفع ساخت.

۴-۴-۴- ریسک‌های مهم الگوی چهارم

مهم‌ترین مسائل دارای ریسک الگو ارائه شده به‌شرح زیر است:

اول- ریسک زیان مالکیت منافع برای بانی (زیانده بودن پروژه)

پروژه‌ای که بانی براساس قرارداد BOT در مدت زمان معین مثلاً ۲۰ سال در اختیار می‌گیرد ممکن است در کل زیانده باشد که بعضی از علل آن عبارت‌اند از: افزایش هزینه و زمان انجام کار، قصور و عدم اجرای تعهد پیمانکاران، خسارات و آسیب‌های طبیعی، تورم و نرخ بهره بسیار زیاد، احداث راه‌های جدید، وجود مسیرهای موازی، ناکافی بودن مسافران به‌علت عدم کارشناسی مناسب در مورد مسیر احداث بزرگراه و غیره. بعضی از راهکارهای کاهش این ریسک‌ها عبارت‌اند از: تضمین حداقل درآمد مورد انتظار از سوی دولت، کاهش مسیرهای موازی، الزام استفاده‌کنندگان از مسیر تازه احداث، نرخ‌گذاری دوساله براساس شاخص قیمت بانک مرکزی، قیمت‌گذاری تعرفه‌ها براساس اقتصاد شهری، توافق بر قیمت‌ها در ابتدای پروژه و پیش‌بینی افزایش قیمت‌ها در سال‌های مشخص و پوشش بیمه‌ای.

دوم - ریسک واگذاری منافع به واسطه براساس عقد صلح

هر چند عقد صلح، خودش عقدی مستقل و عنوان جداگانه‌ای است، احکام سایر قراردادها بر آن بار نمی‌شود، لیکن حتماً باید مفاد آن قرارداد را از طریق صلح انشا کنند. برای مثال می‌توان مفاد اجاره را به صلح انشا کرد؛ چرا که در غیر این صورت ممکن است در طول مدت قرارداد مشکلات جدیدی به وجود بیاید. بنابراین باید کلیه مفاد قرارداد براساس عقد مشخص و موارد معلوم از طریق صلح انشا شود.

سوم - محدودیت شرعی بازار ثانوی اوراق منفعت

به این معنا که اگر مشتری، اوراق منفعت را براساس بیع سلف خریده باشد، نمی‌تواند پیش از سررسید بفروشد و اگر اوراق براساس عقد اجاره فروخته شده باشد با توجه به اینکه انتقال مورد اجاره در قرارداد ثانوی و بعد از آن، تنها در صورتی صحیح است که یا قیمت اجاره مساوی یا کمتر از قیمت اولیه باشد و یا مستأجر کار با ارزشی روی مورد اجاره انجام داده باشد، بازار ثانوی اوراق منفعت مشکل فقهی پیدا می‌کند؛ مگر اینکه راهکار جدیدی اتخاذ شود و این اوراق براساس عقد صلح منتشر شود.

چهارم - ریسک سرمایه‌گذاری دوباره سود دریافتی

در الگوی ارائه شده با توجه به اینکه اصل و سود اتوبان از طریق دریافت عوارض به صورت برخط و به تدریج و روزانه حاصل می‌شود، باید مدیریت دارایی صحیحی برای سرمایه‌گذاری سرمایه 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 روبه‌رو شود. برای مدیریت این ریسک باید با توجه به نوع الگوی پرداخت سود و بازگشت سرمایه، نوعی پرتفوی سرمایه‌گذاری و سپرده‌گذاری سود دریافتی تعریف و عملیات شود.

۵- فقه اوراق منفعت

۵-۱- بیع سلف منافع و خدمات

به این معنا که صاحبان دارایی‌های بادوام و شرکت‌های خدماتی، منافع و خدمات آینده را در مقابل مبلغ معینی به متقاضیان پیش فروش کنند. به مقتضای بیع سلف (پیش فروش) خریدار مالک مبیع (منافع و خدمات) خواهد شد و حق دارد در سررسید معین آن را از فروشنده مطالبه

کند، چه بسا می‌تواند تا سررسید، آن را به دیگری بفروشد. تصویر معاملات اوراق منفعت در قالب بیع سلف با دو اشکال اساسی روبه‌روست.

اول: چنانچه در فصل ضوابط اختصاصی قراردادهای بازار سرمایه گذشت براساس نظر مشهور فقهای شیعه، قرارداد بیع اختصاص به انتقال مالکیت اعیان دارد و شامل انتقال مالکیت منافع نمی‌شود، هر چند برخی از فقها قرارداد بیع را اعم از انتقال اعیان و منافع می‌دانند.

دوم: اگر مشتری چیزی را به بیع سلف خریده باشد، نمی‌تواند پیش از سررسید بفروشد. بنابراین بازار ثانوی اوراق منفعت با مشکل روبه‌رو می‌شود.

۲-۵- اجاره منافع و خدمات

به این معنا که صاحبان دارایی و شرکت‌های خدماتی، دارایی و شرکت خود را برای استفاده از منافع و خدمات معین، در مقابل مبلغی معین به متقاضیان اجاره می‌دهند. به مقتضای قرارداد اجاره، دارنده اوراق منفعت (مستأجر مالک منافع و خدمات مورد معامله خواهد بود و حق دارد در زمان مشخص به‌طور مستقیم استفاده کند و یا پیش از سررسید به قرارداد اجاره دیگری به شخص ثالث واگذار کند.

تصویر معامله اوراق بهادار منفعت در بازار اولیه براساس قرارداد اجاره، نسبت به منافع دارایی‌های بادوام هیچ مشکل فقهی ندارد، لیکن نسبت به واگذاری خدمات، به‌ویژه نسبت به مواردی که خدمات ارائه شده ترکیبی از انواع اعیان، منافع و امتیازات است، براساس قرارداد اجاره محل بحث است. برای مثال شرکت زیارتی که مجموعه‌ای از اعیان، منافع و امتیازات را به‌صورت غذا، ائاثیه سفر، بلیط هواپیما، اقامت در هتل، بلیط اتوبوس و استفاده از اعتبار شرکت را به‌صورت یکجا در مقابل مبلغ معین به مشتری واگذار می‌کند، مشکل می‌تواند در قالب قرارداد حقوقی اجاره گنجانده، بلکه در مواردی که اعطای اعیان در کنار استفاده از منافع به‌صورت فرعی و تبعی است (مثل دادن آب خوردن، صابون و شامپو برای استحمام در هتل‌ها) می‌توان قرارداد را اجاره و آن موارد را از لوازم عرفی یا از باب شرایط ضمن عقد اجاره قلمداد کرد.

مشکل مهم‌تر در معاملات بازار ثانوی اوراق منفعت است، به اعتقاد مشهور فقهای شیعه و اهل سنت، انتقال مورد اجاره در قرارداد ثانوی و بعد از آن، تنها در صورتی صحیح است که یا قیمت اجاره مساوی یا کمتر از قیمت اولیه باشد و یا مستأجر کار با ارزشی روی مورد اجاره انجام داده باشد. برای مثال کسی که منزلی را به مبلغ معینی برای یک ماه معین اجاره می‌کند در صورتی می‌تواند آن منزل را به مبلغ بالاتر اجاره دهد که کار با ارزشی مثل تعمیر، نقاشی و

نظافت روی آن منزل انجام داده باشد، این در حالی است که در بحث اوراق منفعت چنانچه گذشت به‌طور معمول، در بازار ثانوی، مورد معامله به مبلغ بالاتری واگذار می‌شود بدون اینکه دارنده اوراق روی آن کاری انجام داده باشند. مورد دیگری که از نظر فقهی جایز است به مبلغ بیش‌تر اجاره داده شود، جایی است که کسی به‌صورت عمده منفعتی را اجاره کند (برای مثال منافع صد اتاق را یکجا) سپس به‌صورت خرده (یک اتاق یک یا بیش‌تر) اجاره دهد، روشن است که این روش نیز تنها بخشی از فروش اوراق منفعت در بازار ثانوی را توجیه می‌کند. در نتیجه معاملات اوراق منفعت در بازار ثانوی به‌صورت فراگیر چه در مورد منافع دارایی‌های بادوام و چه در مورد خدمات مشکل فقهی پیدا می‌کند.

۳-۵- صلح منافع و خدمات آینده

به این معنا که صاحبان دارایی و شرکت‌های خدماتی، منافع و خدمات آینده را در مقابل مبلغ معینی به قرارداد صلح به متقاضیان تملیک کنند، به مقتضای قرارداد صلح، متقاضی مالک منافع و خدمات می‌شود و حق دارد در سررسید معین از آن استفاده کند. چه بسا می‌تواند تا فرار رسیدن مدت، به قرارداد صلح به دیگری واگذار کند.

به اعتقاد فقهای شیعه قرارداد صلح قرارداد مستقل بوده و برای انتقال اعیان، منافع و حقوق کاربرد دارد و گذشته از آنکه قرارداد صلح بر فرض هم فایده قرارداد خاصی را داشته باشد، احکام اختصاصی آن قرارداد را نخواهد داشت.^۱ بنابراین می‌توان برای سامان دادن معاملات بازار اولیه و ثانویه اوراق بهادار منفعت از قرارداد صلح استفاده کرد. در نتیجه ناشر اوراق می‌تواند منافع و خدمات آینده را به قرارداد صلح واگذار کند و اوراق منفعت را به‌عنوان سند بپردازد و دارنده اوراق نیز می‌تواند پیش از سررسید، منافع و خدمات مذکور را به‌همان قیمت یا با قیمتی بیش‌تر به دیگری با قرارداد صلح منتقل کند، این قرارداد صلح در همان حال که نتیجه قرارداد اجاره را دارد و دو طرف قرارداد به اهداف خود می‌رسند، نه محدودیت قرارداد اجاره و نه محدودیت قرارداد سلف، هیچ کدام را ندارد.

بنابراین روشن شد که قیود خاص موجود در اجاره (به‌ویژه در انتقال‌های متوالی در بازار ثانوی)، سلم (لزوم انتقال در بازارهای ثانوی پس از قبض محصول) و بیع (تردید در امکان انتقال منافع به‌عنوان مبیع در قالب این قرارداد)، چاره‌ای جز جست‌وجوی راه حل جدید و بی‌بدیل

^۱ تحریر الوسیله، همان: ج ۱، ص ۵۱۶.

(عقد صلح) را در پیش روی نداریم. بررسی ویژگی‌های عقد صلح بر مبنای همه فقه‌های امامیه و اصل سنت و سازگاری آن با خصوصیات مورد نظر در اوراق منفعت، نشان داده است که به رغم وجود اختلاف در اصلی یا تبعی بودن عقد صلح، بهترین قالب برای این اوراق، انتقال منابع و خدمات در قالب عقد صلح در بازارهای اولیه و ثانویه است.

جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

با توجه به حل مشکل بازار ثانوی اوراق منفعت و بررسی‌های انجام شده، این اوراق قابلیت دارند در جایگاه ابزار مناسبی برای تأمین مالی پروژه‌های بالادستی صنعت حمل و نقل مورد استفاده قرار گیرند. این ابزار افزون بر اینکه ابزار بسیار مناسبی برای تأمین مالی شرکت‌های حمل و نقل ایران برای انجام سرمایه‌گذاری‌های زیربنایی است، ابزار سودآور خوب و با ریسک کنترل‌شده برای سرمایه‌گذاران مالی است؛ همان‌طور که در صورت گسترش بازار ثانوی آن انتظار می‌رود ابزار مناسبی برای اعمال سیاست پولی به‌وسیله بانک مرکزی نیز باشد.

کتاب‌نامه

الف. فارسی

ابن‌ادریس حلی، محمد: *السرائر*؛ دوم، قم: مؤسسه نشر اسلامی، ۱۴۱۰ق.

ابن حمزه، محمد بن علی بن حمزه طوسی: *الوسیله إلى نیل الفضیله*؛ قم: انتشارات مرعشی نجفی، ۱۴۰۸ق.

ابن عبدالبر: *التمهید*، بی‌جا: بی‌نا، ۱۳۸۷ق.

بحرانی، یوسف بن احمد: *الحدائق الناضرة فی أحكام العترة الطاهرة*؛ قم: مؤسسه نشر اسلامی، ۱۴۰۵ق.

ترکمانی، عدنان خالد: *السیاسة النقدیة والمصرفیة*؛ بیروت: مؤسسه الرساله، ۱۹۸۸م.

حدادی، جواد: *بررسی تأمین مالی پروژه محور در بخش بالادستی نفت با تأکید بر ابزارهای اسلامی*؛ پایان‌نامه، تهران: دانشگاه تربیت مدرس، پاییز ۱۳۹۰.

حرّ عاملی، محمد بن حسن: *وسائل الشیعه*؛ قم: مؤسسه آل‌البیت □، ۱۴۰۹ق.

حلبی، حمزه بن علی بن زهره: *غنیة النزوع إلى علمی الأصول والفروع*؛ تحقیق شیخ ابراهیم بهادری؛ قم: مؤسسه امام صادق □، ۱۴۱۷ق.

حلی (علامه حلی)، جمال‌الدین حسن بن یوسف: *تذکره الفقهاء*؛ قم: مؤسسه آل‌البیت □ لاحیاء التراث، بی‌تا.

حلی (محقق حلی)، جعفر بن حسن: *شرایع الاسلام فی مسائل الحلال والحرام*؛ بیروت: دارالاضواء، ۱۴۰۳ق.

خورشید، احمد: *مطالعاتی در اقتصاد اسلامی*؛ ترجمه محمدجواد مهدوی؛ مشهد: بنیاد پژوهش‌های آستان قدس رضوی، ۱۳۷۴.

سلطانی، پدram: *سخنرانی در اتاق بازرگانی تهران*؛ خبرگزاری تابناک، ۱۳۹۰/۹/۱۰.

شایان‌ارانی، شاهین: *مصاحبه با خبرگزاری فارس*؛ ۱۳۹۰/۹/۱۷.

طباطبایی، سیدعلی: *ریاض المسائل فی تحقیق الأحکام بالدلائل*؛ قم: مؤسسه آل‌البیت لإحياء التراث، ۱۴۱۸ق.

طوسی، محمدبن حسن: *المبسوط فی فقه الإمامیة*؛ سوم، تهران: المكتبة المرتضویة لإحياء الآثار الجعفریة، ۱۳۸۷ق.

عاملی (شهید ثانی)، زین‌الدین: *مسالك الافهام*؛ ج ۱۲، اول، قم: مؤسسه معارف اسلامی، ۱۴۱۶ق.

عاملی، جواد: *مفتاح الكرامة فی شرح قواعد العلامة (ط - القدیمة)*؛ بی‌تا: بی‌جا.

فراهانی‌فرد، سعید: *صکوک سلف ابزاری مناسب برای تأمین مالی و پوشش ریسک*، مجله علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، ش ۳۳، بهار ۱۳۸۸.

قلعوی، عسان: *المصارف الاسلامیة ضرورة عصریة*؛ بی‌جا: دارالمکتبی، ۱۴۱۸ق.

کلباسی، ابراهیم: *منهاج الهدیة*؛ بی‌جا: مخطوط، بی‌تا.

کلینی، یعقوب: *الكافی*؛ تهران: دارالکتب الاسلامیة، ۱۳۶۵.

مراجع تقلید: *توضیح المسائل*؛ قم: جامعه مدرسین حوزه علمیه قم، ۱۳۸۲.

معصومی‌نیا، علی: *ابزارهای مشتقه*؛ تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، ۱۳۸۷.

موسویان، سیدعباس: *ابزارهای مالی اسلامی (سکوک)*؛ تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، ۱۳۸۶.

موسوی خمینی، سیدروح‌الله: *تحریر الوسیله*؛ قم: مؤسسه دارالعلم.

موسوی خویی، سیدابوالقاسم: *منهاج الصالحین*؛ قم: مدینه العلم، ۱۴۱۰ق.

میرمعزی، سیدحسین: *بورس‌بازی از نگاه فقه*: فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، ش ۹، بهار ۱۳۸۲.

نجفی، محمدحسن: *جواهر الکلام فی شرح شرائع الإسلام*؛ هفتم، بیروت: دار إحياء التراث العربی، بی‌تا.

نوری، میرزااحسین: *مستدرک الوسائل*؛ ج ۱۷، قم: مؤسسه آل‌البیت لاحیاء التراث، ۱۴۰۹ق.

یزدی، سیدمحمدکاظم: *العروة الوثقی*؛ قم: مؤسسه نشر اسلامی، ۱۴۲۰ق.

ب. انگلیسی

- 1- <http://www.financeinislam.com>.
- 2- <http://www.Menafn.com>.
- 3- <http://www.womengateway.com>
- 4- Shariq, Nisar, Islamic Bonds (Sukuk): *Its Introduction and Application*.