

صکوک استصناع، ابزار مالی مناسب برای تأمین مالی پروژه‌ها و بیمانکاران

مهدی طغیانی^۱

امیرعباس آجری آیسک^۲

احمد خسرویانی^۳

چکیده

خلأ حاصل از حذف اوراق قرضه از بازار سرمایه از یک سو و قابلیت عقدهای اسلامی برای طراحی ابزارهای مالی از سوی دیگر، باعث شده انواعی از ابزارهای مالی اسلامی به عنوان صکوک از سوی کارشناسان مالی اسلامی پیشنهاد شود، گرچه همه آنها معیارهای لازم فقهی و اقتصادی ندارند، اما برخی در عین رعایت ضوابط شرعی، قابلیت‌های بالای عملیاتی و توجیه اقتصادی دارند. این مقاله درصدد است ابزاری که بر اساس قرارداد استصناع طراحی شده است را تبیین کند. اوراق استصناع (سفارش ساخت) را می‌توان اوراق بهاداری دانست که ناشر بر اساس قرارداد سفارش ساخت منتشر می‌کند. در اوراق سفارش ساخت در قبال ساخت یک دارایی یا طرح مشخصی در آینده، مبلغی به سازنده (بیمانکار) پرداخت می‌شود. اوراق استصناع را می‌توان به صورت با نام و بی‌نام و همچنین قابل معامله و غیر قابل معامله منتشر کرد. مدت قرارداد سفارش ساخت مشخص است و سفارش دهنده می‌تواند سود دارندگان اوراق را در ابتدای دوره، انتهای دوره، با سررسیدهای ماهانه، فصلی یا سالانه پرداخت کند. از آنجا که این اوراق بیانگر مالکیت مشاع فرد در یک دارایی پایه است، می‌توان آن را در بازار ثانویه و به قیمتی که توسط عوامل بازار تعیین می‌شود، معامله کرد. بدین گونه در صورتی که به هر دلیل، سرمایه‌گذاران (خریدار اوراق) نیاز به پول نقد داشته باشند، می‌توانند همه یا بخشی از این اوراق را در بازارهای ثانویه یا توسط بانک‌های عامل مورد معامله قرار دهند و با فروش همراه تنزیل آن اوراق، به مبالغ مورد نظر دست یابند.

انتشار صکوک استصناع علاوه بر رشد اقتصادی، موجب گسترش و توسعه بازارهای مالی اسلامی می‌شود و زمینه کارآمدی بیشتر آن را فراهم می‌سازد و همچنین سرمایه‌گذاری و تأمین مالی پروژه‌های بخش خصوصی و دولتی را آسان‌تر می‌کند.

واژگان کلیدی: استصناع، اوراق استصناع، وکالت، بازار اولیه، بازار ثانویه، سیاست پولی، سیاست مالی

طبقه بندی JEL: G31, G32

toghyani@isu.ac.ir

۱. استادیار گروه اقتصاد دانشگاه اصفهان

۲. دانشجوی کارشناسی ارشد اقتصاد اسلامی دانشگاه اصفهان

۳. دانشجوی کارشناسی ارشد اقتصاد اسلامی دانشگاه اصفهان

مقدمه

بعد از اجرای موفق ایده بانکداری بدون ربا در خیلی از کشورهای اسلامی، اندیشه وران مسلمان به فکر طراحی ابزارهای مالی اسلامی افتادند و برای این منظور، مطالعات گسترده‌ای روی عقود شرعی و قابلیت آنها برای ابزارسازی صورت گرفت تا بتوان با استفاده از آنها، ابزارهای مالی مناسب جهت جایگزینی ابزارهایی چون اوراق قرضه که بر قرض با بهره و ربا مبتنی است، طراحی کرد (پژوهشکده پولی و بانکی، ۱۳۸۵).

اندیشه‌وران مسلمان در این عرصه نیز کامیاب بوده و توانسته‌اند با رعایت ضوابط و مقررات شرعی، متناسب با نیازهای واقعی جوامع اسلامی، انواعی از ابزارهای مالی طراحی کنند (صابری-هارون، ۱۹۹۹).

این ابزارها که برخی در حد اندیشه و ایده است، به سه گروه عمده تقسیم می‌شوند:

گروه نخست، ابزارهای مالی غیرانتفاعی، که بر اساس قراردادهای خیرخواهانه چون قرض‌الحسنه و وقف طراحی شده‌اند؛

گروه دوم، ابزارهای مالی انتفاعی با نرخهای سود انتظاری، که بر اساس قراردادهای مشارکتی چون شرکت، مضاربه، مزارعه و مساقات طراحی شده‌اند؛

گروه سوم، ابزارهای مالی انتفاعی با نرخهای سود معین، که بر اساس قراردادهایی چون مباحه، خرید دین، اجاره و استصناع طراحی شده‌اند.

پیشینه و ادبیات موضوع

از آنجا که طراحی صکوک استصناع و خرید و فروش آن در بازار بورس مبتنی بر شریعت بیع دین است، کاربرد این ابزار بنا بر دیدگاه مشهور فقهای امامیه و علمای شافعی و مالکی بلامانع است.

نظریه‌پرداز (۱۳۸۴) در مقاله «اوراق بهادار استصناع ابزاری برای سیاست پولی» ضمن تبیین عقد استصناع و ماهیت آن از نظر فقهی، به تصحیح آن پرداخته و صکوک استصناع را به عنوان جایگزینی برای اوراق قرضه معرفی می‌کند و چگونگی به کارگیری آن را توسط بانک مرکزی در چارچوب عملیات بانکی بدون ربا جهت اعمال سیاست‌های مناسب اقتصادی تبیین می‌نماید. در این مقاله بیان می‌شود که این ابزار، علاوه بر سیاست پولی، می‌تواند ابزاری برای سیاست مالی برای دولت باشد. همچنین در مقاله دیگری تحت عنوان «عملیات بازار باز از طریق اوراق استصناع (مشکلات و راه‌حل‌ها)»، صکوک استصناع را ابزاری برای سیاست پولی معرفی نموده و چگونگی مهار انبساط پولی اولیه در اثر خرید این اوراق توسط بانک مرکزی و شیوه‌های تأمین مالی خرید این اوراق می‌پردازد تا از این طریق بتوان خلأ اوراق قرضه و عملیات بازار باز (OMO) را

تا حدودی پر کرد.

موسویان (۱۳۸۶) نیز در مقاله «اوراق بهادار استصناع، مکمل بازار سرمایه ایران» ضمن بررسی فقهی و حقیقی قرارداد استصناع، کارکرد این اوراق را به عنوان ابزاری برای تأمین مالی طرح‌های اقتصادی مورد بررسی قرار داده است، که در این مقاله به طور مفصل‌تر به موضوع پرداخته می‌شود.

کمیحانی و نظریور (۱۳۸۶) در مقاله «تأمین مالی طرح‌های اقتصادی از طریق اوراق استصناع» ضمن تبیین ویژگی‌های استصناع به عنوان یک ابزار مالی و بررسی چگونگی شکل‌گیری این اوراق در بازار بورس به معرفی اقسام صکوک استصناع پرداخته و پس از بررسی ریسک‌های اعتباری، تورمی و ساختاری، در مورد این اوراق به درجه‌بندی ریسک انواع صکوک استصناع می‌پردازد.

اوراق بهادار استصناع

تعریف استصناع

استصناع در لغت به معنای سفارش ساخت چیزی است. واژه استصناع در لغت از باب استفعال از مادر «صنع» بوده و به معنای طلب و سفارش ساخت چیزی است. در استعمال عرفی، استصناع عبارت است از اینکه کسی با تولید کننده‌ای قرارداد ببندد که چیز مشخصی را در زمان معینی برایش بسازد. در این حال، قراردادی میان این دو به امضا می‌رسد که تولید کننده تعداد مورد توافق را برای وی بسازد و قیمت آن را دریافت دارد. از این رو استصناع در اصطلاح فقهی و حقوقی به قراردادی اطلاق می‌شود که به موجب آن یکی از طرفین قرارداد، در مقابل مبلغی معین، ساخت و تحویل چیز مشخصی را در زمان معین نسبت به طرف دیگر به عهده می‌گیرد (سروش، ۱۳۹۰).

برخی از تعاریف دیگر

- **بانی:** شرکت دولتی، مؤسسات اعتباری و شهرداری‌ها می‌باشند که صکوک استصناع جهت تأمین مالی آنها منتشر می‌گردد.
- **مؤسسه اعتباری:** بانک یا مؤسسه اعتباری غیر بانکی است که به موجب قانون یا با مجوز بانک مرکزی تأسیس شده و تحت نظارت بانک مرکزی می‌باشد.
- **عامل:** مؤسسه اعتباری است که به پیشنهاد بانی و با تأیید بانک مرکزی انتخاب می‌گردد.
- **ناشر:** شخص حقوقی است که به منظور انتشار صکوک استصناع موضوع این دستورالعمل، و منحصرأ تا سررسید اوراق، توسط عامل تأسیس می‌شود.
- **کارگزار:** بانک یا مؤسسه مالی صاحب صلاحیت و فعال در بازارهای بین‌المللی به تأیید

- بانک مرکزی است که در صورت عرضه بین‌المللی اوراق، از طرف ناشر انتخاب می‌شود تا نسبت به کلیه امور مربوط به کارگزاری اوراق از انتشار تا تسویه اقدام نماید.
- **سرمایه‌گذار (سفارش دهنده):** خریدار صکوک استصناع است که با ناشر صلح می‌کند تا وی با سازنده، قرارداد استصناع منعقد نماید.
 - **دارایی:** هر نوع مال منقول یا غیر منقول است که با مشخصات تعیین شده در قرارداد استصناع ساخته خواهد شد.
 - **سازنده:** شخص حقوقی است که بر اساس قرارداد استصناع، اقدام به ساخت دارایی موضوع قرارداد استصناع می‌نماید.
 - **ضامن:** شخص حقوقی صاحب صلاحیت و فعال در بازارهای مالی است که با تأیید بانک مرکزی انتخاب شده و پرداخت مبالغ اجاره بها و حسب مورد بهای خرید دارایی توسط بانی به ناشر را تضمین می‌نماید.
 - **ناظر پروژه:** شخصی حقوقی است که در طول اجرای پروژه وظیفه نظارت بر حسن انجام آن را بر عهده دارد.

ارکان عقد استصناع

برای تحقق عقد استصناع در نظر گرفتن پنج رکن زیر لازم است:

۱. **سفارش دهنده (مستصنع):** کسی که ساخت کالای معین یا احداث طرح مشخصی را به دیگری (صانع، پیمانکار) سفارش می‌دهد.
۲. **سفارش پذیر (صانع یا پیمانکار):** کسی که می‌پذیرد کالای خاصی را بسازد یا طرحی خاص را با ویژگی‌های مشخص به طرف مقابل در زمان مشخص تحویل دهد. سفارش دهنده و گیرنده می‌توانند حقیقی یا حقوقی باشند.
۳. **ایجاب و قبول:** این قرارداد نظیر همه قراردادهای دیگر می‌تواند با لفظ، نوشتار یا عملی حاکی از اراده و رضایت طرفین قرارداد منعقد شود.
۴. **موضوع قرارداد:** کالا یا طرحی است که با ویژگی‌ها و شرایط مشخص که در متن عقد بیان شده و یا اینکه سفارش ساخت، مبتنی بر آن شرایط بوده است، به توافق طرفین بینجامد.
۵. **مبلغ قرارداد:** مبلغی که لازم است به سازنده کالا یا پیمانکار طرح در قبال انجام کار در زمان‌بندی مشخص توسط سفارش‌دهنده پرداخت شود (نظرپور، ۱۳۷۷).

ارکان انتشار صکوک استصناع:

بانی؛ عامل؛ ناشر؛ سرمایه‌گذار؛ سازنده؛ ضامن؛

بررسی فقهی عقد استصناع

عقد استصناع اگرچه شباهت‌هایی با عقد بیع، سلم، اجاره، جعاله یا مطلق وعده و مواعده دارد، و از آنجا که در این معامله سفارش پذیر متعهد است با مواد اولیه‌ای که خود تهیه می‌کند طرح را تکمیل کرده، آنگاه تحویل دهد؛ یعنی به واسطه این معامله «عمل» و «عین» هر دو بر ذمه او می‌آید و به ازای آن سفارش دهنده متعهد می‌شود بخشی از مبالغ را در ابتدا و بخشی را بسته به توافق در زمان‌های دیگر به سفارش پذیر بپردازد، تفاوت ماهوی با سایر عقود دارد و در واقع، می‌تواند به عنوان یک عقد مستقل قلمداد گردد.

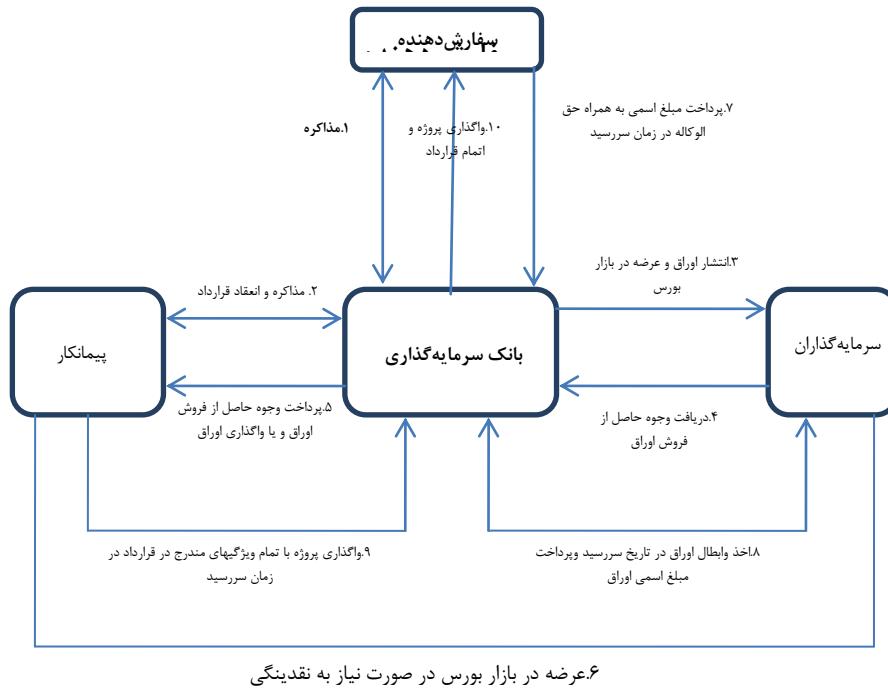
از آنجا که ماهیت و شروط این قرارداد مخالفتی با کتاب و سنت ندارد و صدق عقد بر این قرارداد نیز بلا مانع است، می‌تواند مشمول عموم دلیل «اوفو بالعقود» باشد (آیتی و آل بویه، ۱۳۸۹).

صکوک استصناع به دو صورت زیر شکل می‌گیرد

صورت اول: استصناع مستقیم

سفارش دهنده می‌تواند سفارش ساخت طرح‌ها و پروژه‌های کوچک و بزرگ یا حتی تکمیل طرح‌های موجود را به پیمانکار بدهد و در مقابل به جای پرداخت همه یا بخشی از مبلغ به صورت نقدی، به آنان صکوک استصناع با سررسید مشخص که طرح در آن سررسید به اتمام می‌رسد یا در حال اتمام است - مثلاً ۲ ساله، ۳ ساله یا ۵ ساله و یا تلفیقی از آنها - به تناسب قرارداد بدهند. طبعاً قیمت اسمی این اوراق به تناسب زمان سررسید بیشتر از قیمت پرداخت نقدی طرح‌ها خواهد بود. خریداران اوراق در صورت نگهداری آن تا تاریخ سررسید می‌توانند به قیمت اسمی اوراق دست یابند و در صورت فروش پیش از موعد، به نسبت زمان باقی‌مانده تا سررسید مبلغ اسمی اوراق تنزیل خواهد شد (نظر پور و خزائی، ۱۳۸۹).

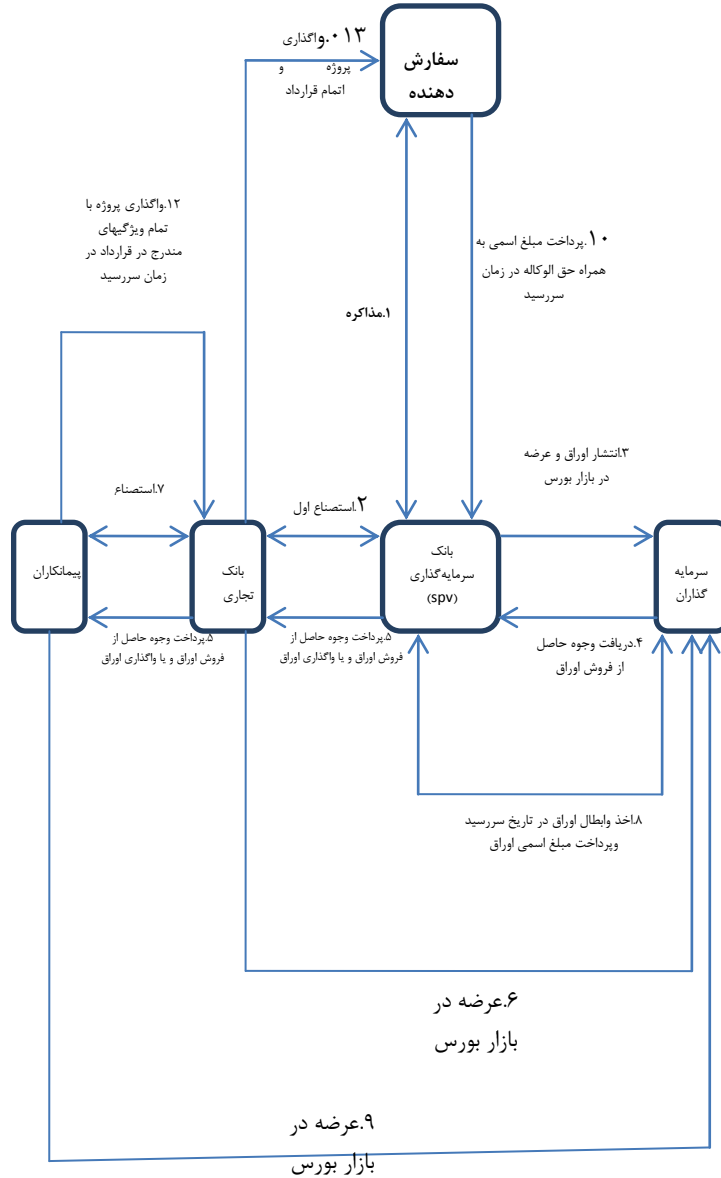
نمودار (۱): فرایند عملیاتی انتشار صکوک استصناع مستقیم



صورت دوم: استصناع غیر مستقیم

زمانی که طرحی که توسط صکوک استصناع تأمین مالی می‌شود، کوچک باشد و یا طرح بزرگی به طرح‌های کوچک تبدیل شود، سفارش دهندگان می‌توانند با یک بانک معتبر قرارداد استصناع ببندند و وجوه حاصل از عرضه صکوک در بازار بورس را تحویل بانک نمایند و یا در صورت تمایل بانک، صکوک استصناع را به بانک ارائه دهند. بانک اکنون به عنوان واسطه با پیمانکار وارد قرارداد می‌شود و قرارداد استصناع دیگری با پیمانکاران جزء منعقد می‌نماید و بخشی از مبلغ (و یا در صورت تمایل پیمانکاران صکوک استصناع) را هنگام قرارداد و بخش دیگری را به صورت اقساطی و متناسب با پیشرفت کار تحویل آنان می‌نماید (نظر پور و خزائی، ۱۳۸۹).

نمودار (۲): فرایند انتشار صکوک استصناع غیرمستقیم



اوراق صکوک استصناع مورد تأیید بانک مرکزی کشور

بر اساس ماده (۴) قانون مزبور، عامل به موجب قرارداد عاملیت خود با بانی موظف به تأسیس

ناشر با تأیید بانک مرکزی است و انتشار صکوک استصناع، صرفاً توسط ناشر در بازارهای مالی با مجوز بانک مرکزی مجاز می‌باشد (ماده ۳).

بر اساس ماده (۵) عامل وظیفه عرضه اولیه صکوک از سوی ناشر استصناع و پرداخت اجاره‌بها در سررسیدهای معین و بازپرداخت مبلغ صکوک به سرمایه‌گذاران در سررسید نهایی صکوک را از طریق ناشر و به پشتوانه اخذ وثایق از بانی بر عهده دارد.

برای کاهش ریسک نکول بانی نیاز به ضامن است که بر اساس ماده (۶)، ضامن وظیفه تضمین پرداخت مبلغ اجاره‌بها و حسب مورد بهای خرید دارایی، از بانی به ناشر و از دارندگان صکوک را بر عهده دارد و صرفاً از میان مؤسسات اعتباری تحت نظارت بانک مرکزی، بیمه‌ها، شرکت‌های تأمین سرمایه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و نهادهای عمومی غیر دولتی انتخاب خواهد شد. ضامن توسط بانی معرفی و با تأیید بانک مرکزی تعیین می‌شود.

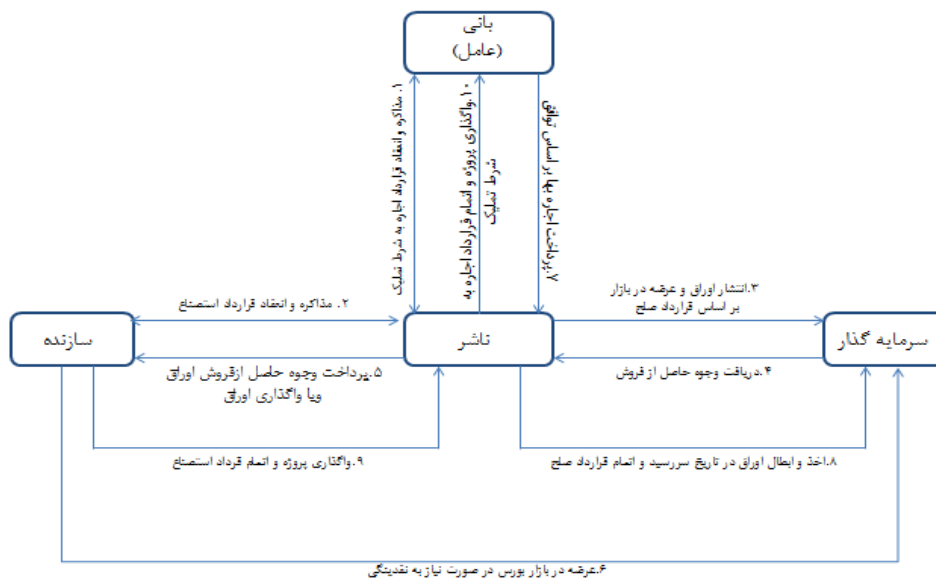
برای از بین بردن ریسک به وجود آمده از ناشر، بر اساس ماده (۷)، ناشر وجوه ناشی از انتشار و عرضه صکوک استصناع را صرفاً در حسابی که قبلاً به بانک مرکزی معرفی کرده است، واریز می‌نماید. با خاتمه عرضه صکوک استصناع ناشر موظف به ارائه گزارش آن شامل: مبلغ عرضه، میزان فروش و ترکیب خریداران به بانک مرکزی می‌باشد. ناشر با مجوز بانک مرکزی امکان تصرف در حساب مذکور را خواهد داشت.

ناظر پروژه در طول دوره اوراق بر پیشرفت و کیفیت ساخت دارایی طبق شرایط مندرج در قرارداد بین بانی و ناشر نظارت می‌نماید.

البته بر اساس تبصره ماده (۹)، صکوک استصناع در صورت پذیرش از سوی سازمان بورس و اوراق بهادار قابل معامله در بورس و فرا بورس می‌باشند.

برای کاهش ریسک از بین رفتن دارایی بر اساس ماده (۱۱) عامل مکلف شده ترتیبی اتخاذ نماید تا دارایی در طول دوره قرارداد استصناع و به میزان پیشرفت ساخت از سوی سازنده بیمه شود.

فرایند انتشار صکوک در سیستم بانکی کشور



اقسام صکوک استصناع

اوراق بهادار استصناع به چهار صورت زیر قابل انتشار است:

الف) صکوک عادی استصناع؛

ب) صکوک استصناع قابل تبدیل به اوراق سهام؛

ج) صکوک استصناع توأم با اوراق حق اختیار معامله؛

د) صکوک استصناع تبدیل پذیر معکوس.

افرادی که صکوک نوع الف را خریداری می‌کنند بسته به زمان سررسید و فاصله بین زمان خرید و سررسید، صکوک را کمتر از مبلغ اسمی آن خریداری می‌کنند و در صورت انتظار تا زمان سررسید تنها می‌توانند از ناشر قیمت اسمی را دریافت نمایند.

دارندگان صکوک نوع ب، علاوه بر اینکه می‌توانند تا تاریخ سررسید اوراق منتظر بمانند و قیمت اسمی اوراق را دریافت نمایند، حق تبدیل این اوراق را در زمان سررسید و با نرخ تبدیل معین به سهام شرکت بانی و یا سایر اوراق منتشر شده از سوی آن شرکت و یا حتی دارایی‌های مربوطه را دارا می‌باشند. البته طبق قانون و یا قرارداد، هنگام تبدیل اوراق سهام و یا دارایی، هزینه انتقال و همچنین بهای حق تقدم می‌تواند بر عهده دارنده این اوراق باشد.

در صکوک نوع ج، دارنده صکوک دارای حق تحصیل سهم یا سایر دارایی‌های تجاری می‌باشد. این حقوق در قالب برگه حق اختیار معامله به دارنده صکوک داده می‌شود و به طور جداگانه قابل معامله می‌باشد. اساساً ماهیت این اوراق بدین صورت است که شخص سرمایه گذار که انتظار افزایش سهام خاصی را در آینده دارد، می‌تواند اختیار خرید سهام را خریداری کند و چنانچه انتظار کاهش قیمت سهام خاصی را داشته باشد، می‌تواند اختیار فروش سهام را خریداری نماید. اختیار خرید یا فروش سهام به ترتیب مذکور با پرداخت مبلغی به عنوان هزینه انتخاب به دست می‌آید (حاجیان، ۱۳۷۷). اوراق حق معامله طبق قرارداد ممکن است تبدیل به سهام گردد و به طور نقدی نیز قابل تسویه باشد.

در صکوک استصناع نوع د، حق خرید سهام در اختیار دارنده این اوراق قرار نمی‌گیرد؛ بلکه ناشر اوراق مخیر است در زمان سررسید به جای پرداخت مبلغ اسمی اوراق، تعداد از پیش تعیین شده‌ای از سهام را تحویل دارنده آن نماید. انتخاب ناشر بین پرداخت نقدی یا تحویل تعدادی سهام، به عملکرد سهام و در نتیجه نوسانات قیمت در زمان سررسید بستگی دارد.

مشاهده می‌شود که هر یک از اقسام صکوک استصناع دارای ویژگی خاصی بوده که هر کدام به نوبه خود می‌توانند مورد توجه گروه خاصی از فعالان بازارهای مالی قرار گیرد و سهمی از پرتفوی سرمایه گذاری آنها را به خود اختصاص دهند؛ لیکن با توجه به ماهیت صکوک استصناع و بازدهی ثابت این اوراق، انتظار می‌رود بیشتر مورد توجه طیف‌های ریسک‌گریز سرمایه‌گذاران قرار گرفته و نقدینگی آنها را جذب فعالیت مولد نماید (کمیحانی و نظریور، ۱۳۸۶).

جدول (۱): راهکارهایی برای پوشش ریسک مربوط به صکوک استصناع

انواع ریسک	روش‌های پوشش
۱- ریسک بازار اولیه	
عدم قبول پروژه توسط پیمانکار	قرارداد صلح، ضمانت نامه بانکی، وجه التزام
عدم قبول پروژه پس از اتمام توسط بانی	قرارداد صلح، ضمانت نامه بانکی، وجه التزام، تبدیل عقد استصناع به جماله
سوءاستفاده واسط از وجوه دریافتی	افتتاح حساب مشترک بین واسط و امین
عدم تمایل برای خرید اوراق توسط نهادهای واسطه‌ای	الحاق اختیار فروش به وسیله قرارداد صلح
عدم تعدیل	انتشار اوراق بر سررسید کوتاه مدت برای هر مرحله از طرح
۲- ریسک بازار ثانویه	
الف) ریسک سیستماتیک	
تورم (قدرت خرید)	تا حد امکان در پیش بینی‌های نرخ تورم دقت به عمل آید، انتشار اوراق با سررسید کوتاه مدت برای هر مرحله از طرح
نوسان نرخ ارز	هچینگ ارزی، سوآپ ارزی
سیاسی	بیمه (برای زمانی که امکان مصادره وجود دارد)
ب) ریسک غیر سیستماتیک	
اعتباری (عدم پرداخت)	ضمانت وزارت امور اقتصادی و دارایی و مجوز رسمی سازمان بورس، ضامن (بیمه)، توجه به رتبه اعتباری بانی
عدم نقدشوندگی	واگذاری اختیار فروش
نرخ بازده (هزینه فرصت سرمایه گذاری)	تقسیم طرح به فازهای مختلف و پذیره نویسی برای هر فاز
سرمایه‌گذاری مجدد	واگذاری اختیار خرید
قانونی	ضمانت وزارت امور اقتصادی و دارایی و مجوز رسمی سازمان بورس

مبنای حقوقی عقد استصناع در قوانین ایران

در توجیه ماهیت حقوقی قرارداد استصناع در حقوق ایران، اصل آزادی قراردادی منعکس در ماده (۱۰) قانون مدنی بسیار کارساز است؛ زیرا با تحلیل موارد مشخص شد که قرارداد استصناع با توجه به شکل و نحوه انعقاد و ارتکازات عرفی حاکم بر آن و صراحت تعریف ماهیت حقوقی مندرج در قانون مدنی در قالب عقود معین، قابل توجیه نیست و شرایط موجود در قرارداد استصناع، قرارداد مزبور را به عقدی مختلط تبدیل می‌کند که از جهتی شبیه بیع و از جهتی دیگر شبیه اجاره یا جماله یا وکالت است و توجیه آن در قالب ضمان بالامر نیز احتیاج به توسعه در مفاد ضمان بالامر دارد که علاوه بر دشواری آن از نظر قانون نیز سببی برای مالکیت شیء ساخته برای سازنده شناخته نمی‌شود و از اسباب تملیک مزبور در ماده (۱۴۰) قانون مدنی منصرف است. تفسیر قرارداد استصناع بر اساس عقود مختلط نیز متضمن این

مطلب است که این عقود یا تجزیه ناپذیرند که شامل عقودی است که مجموع چند عمل حقوقی که در عرف استقلال ویژه دارند با از دست دادن استقلال خود با یک قصد انشاء، واقع می‌شوند که در این عقود باید آنچه واقع شده است را مستقل از اجزای آن شمرد، مثلاً عقد حواله حاوی دو عمل حقوقی، انتقال دین و طلب است و چون عرف و قانون برای آن وجودی مستقل لحاظ می‌کند، به طور کامل نمی‌تواند تابع قواعد اجزای خود یعنی انتقال دین و طلب باشد، یا تجزیه‌پذیر می‌باشد که اجزای تشکیل دهنده ماهیت خود را حفظ می‌کنند مثلاً شخصی خانه‌اش را می‌فروشد به علاوه مدت یک ماه برای تعمیر خانه به کار بنایی گمارده می‌شود که در اینجا، عقود تشکیل دهنده ماهیت حقوقی خود را حفظ کرده‌اند.

در مجموع قرارداد استصناع به عنوان عقدی معین، جز با ماده (۱۰) قانون مدنی قابل توجه نیست و از این جهت شبیه عقود مختلط تجزیه‌ناپذیر است (منصوری، ۱۳۸۹).

دستور العمل اجرایی انتشار صکوک استصناع در سیستم بانکی ایران

بر اساس ماده ۱۲ این دستورالعمل صکوک استصناع متضمن سه قرارداد می‌باشد که به شرح زیر است:

۱. **قرارداد صلح بین ناشر و سرمایه‌گذار:** با واگذاری صکوک استصناع، سرمایه‌گذاران منافع خودشان را به ناشر مصالحه می‌کنند تا به عنوان کارگزار آنان، به مصرف وجوه حاصل از سرمایه‌گذاری صکوک استصناع صرفاً جهت ساخت دارایی و اجاره آن به بانی اقدام نمایند.

تبصره: مالک صکوک استصناع نمی‌تواند تقاضای تقسیم دارایی نماید.

۲. **قرارداد استصناع بین ناشر و سازنده:** ناشر به عنوان کارگزار سرمایه‌گذاران (سفارش دهندگان) با سازنده قرارداد استصناع منعقد می‌کند و به موجب آن سازنده متعهد می‌شود در قبال دریافت مبلغ قرارداد و طبق شرایط مندرج در آن، دارایی را در دوره زمانی معین به ناشر تحویل دهد. ناشر بر اساس قرارداد ساخت، وجوه را به حساب معرفی شده از سوی سازنده واریز می‌نماید.
۳. **قرارداد اجاره به شرط تملیک بین بانی و ناشر:** ناشر ضمن انعقاد قرارداد وکالت (واگذاری صکوک به سرمایه‌گذاران)، مکلف به انعقاد قرارداد اجاره به شرط تملیک با بانی خواهد بود. مبلغ اجاره‌بها و سررسید پرداخت آن طبق توافق طرفین و با تأیید بانک مرکزی تعیین می‌گردد. بانی موظف است بخشی از اجاره‌بها را طبق شرایط مندرج در قرارداد در دوره ساخت به عنوان پیش‌اجاره و بخش دیگر را بعد از تحویل کالا، به حساب‌های معرفی شده واریز نماید. با اتمام دوره اجاره به شرط تملیک و بعد از پرداخت آخرین اجاره‌بها، ناشر مکلف به تملیک کالای ساخته شده به بانی و تسویه صکوک استصناع با سرمایه‌گذاران خواهد بود.

دستورالعمل اجرایی انتشار صکوک استصناع (ریالی) در سیستم بانکی، (۱۳۹۱).
 بر اساس این دستورالعمل، این اوراق از نظر فقهی بدون هیچ گونه مشکل شرعی می‌باشد.
 البته باید توجه داشت که قصد واقعی هر دو طرف (ناشر و سرمایه‌گذار) مصالحه باشد و لازم
 است هنگام انعقاد قرارداد به این امر التفات داشته باشند نه اینکه فقط با تغییر نام قرارداد،
 سعی بر شرعی کردن آن داشته باشیم.

در بین فقها این قاعده مشهور است که **العقود تابعه للقصود**. بر اساس این قاعده به صرف
 تغییر نام، ماهیت عقد تغییر نخواهد کرد (معصومی‌نیا، ۱۳۸۹).

عقد بین ناشر و سرمایه‌گذار عقد صلح می‌باشد و همچنین مشکلی در مشروعیت اوراق
 استصناع (از طریق عقد صلح که عقدی لازم و فارغ از ضوابط خاص عقود معین است) وجود
 ندارد و می‌تواند آن را در بازار ثانویه بفروش رساند.

بررسی اقتصادی اوراق استصناع

ابزارهای مالی زمانی می‌توانند در بازار مالی نقش آفرین بوده و برای خود جای باز کنند که از
 جهت معیارهای اقتصاد خرد و کلان قابل توجیه باشند. معیارهای اقتصاد خرد از این جهت لازم
 است که خریداران اوراق، تمایل به خرید داشته باشند تا در بازار، تقاضا برای اوراق شکل گیرد، و
 معیارهای اقتصاد کلان نیز از این جهت لازم است که دولت و نهادهای وابسته به دولت متناسب
 با مصالح جامعه از ابزارها حمایت کنند. در این قسمت اوراق استصناع را از جهت مهمترین
 معیارهای اقتصاد خرد یعنی؛ تناسب با هدف‌ها و انگیزه‌های مشتریان، میزان نقدشوندگی اوراق،
 درجه کارآیی و مهمترین معیارهای اقتصاد کلان یعنی؛ اثرگذاری روی رشد و توسعه اقتصادی و
 عدالت توزیعی، قابلیت برای سیاست مالی و پولی بررسی می‌کنیم:

۱. اوراق استصناع از صنف ابزارهای مالی انتفاعی با نرخ سود معین هستند و میزان سود آنها
 نیز به عامل‌های فراوانی چون مقدار تولید و هزینه‌های تولید و هزینه‌های ناشی از حوادث
 غیرمترقبه بستگی دارد و در نتیجه، این اوراق برای افراد ریسک‌گریز مناسب است؛
 ۲. با توجه به بازار ثانوی اوراق استصناع، این اوراق قدرت نقدشوندگی به نسبت بالایی
 خواهند داشت، و به جهت ثابت بودن سود آنها، درج نقدینگی این اوراق بیشتر از اوراق بهادار با
 بازدهی متغیر و بیشتر از اوراق سهام خواهد بود.

۳. در صورت وجود مؤسسه‌های متعدد و متنوع ناشر اوراق استصناع و تشکیل بازار اولی و
 ثانوی فعال، انتظار می‌رود این اوراق به سمت کارآیی بالاتر حرکت کنند؛

۴. با توجه به ماهیت و قلمرو اوراق استصناع، گسترش این اوراق باعث گسترش سرمایه
 گذاری در بخش صنعت و معدن و حتی کشاورزی شده، اشتغال و رشد تولید در این بخش‌ها را

به ارمغان می‌آورد؛

۵. اوراق استصناع از چند جهت به عدالت اقتصادی در سطح جامعه کمک می‌کنند، اولاً باعث افزایش اشتغال و بهره‌وری در بخش صنعت و معدن می‌شوند که به طور معمول مرتبط با بخش متوسط جامعه است، ثانیاً ماهیت توزیعی قرارداد استصناع باعث توزیع ریسک فعالیت بخش صنعت بین پیمانکار و صاحبان اوراق می‌شود که در بلندمدت باعث عادلانه شدن درآمدها می‌شود؛

۶. دولت می‌تواند مالکیت بخشی از طرح‌ها و پروژه‌های خود را از راه اوراق استصناع به مردم واگذارد؛ سپس آن اراضی را از راه قرارداد استصناع در اختیار پیمانکاران بگذارد. این ابزارها وسیله خیلی مناسبی برای دولت در برنامه ریزهای استراتژیک است. برای مثال، وزارت صنعت و معدن با سرمایه‌گذاری اولیه می‌تواند پروژه‌های قابل توجهی را با کاربری مشخص آماده کرده و از راه اوراق استصناع مالکیت آنها را به دارندگان وجه‌ها واگذارد، آنگاه پروژه‌ها را از راه قرارداد استصناع در اختیار پیمانکاران بگذارد. از این راه وزارت صنعت و معدن یا هر مؤسسه وابسته به دولت می‌تواند برنامه‌های خود را با منابع بخش خصوصی و با مدیریت و تصدی بخش خصوصی پیش ببرد.

۷. بانک مرکزی می‌تواند در مواقع نیاز به سیاست پولی انبساطی، بخشی از اوراق استصناع را از بازار ثانوی خریداری و حجم پول جامعه را افزایش دهد؛ همان‌طور که می‌تواند در صورت نیاز به سیاست انقباضی پولی، با فروش اوراق استصناع، نقدینگی جامعه را کنترل کند. در مجموع می‌توان گفت اوراق استصناع از جهت‌های فقهی، معیارهای اقتصاد خرد و کلان، ابزار بسیار خوبی برای تجهیز سرمایه‌های نقدی و هدایت آنها به سمت فعالیت‌های مفید و مولد هستند و می‌توانند در بازارهای سرمایه کشورهای اسلامی به ویژه ایران که با کمبود ابزارهای مالی متنوع روبه‌رو است، به کار گرفته شوند (موسویان، ۱۳۸۶).

جمع‌بندی و پیشنهادها

۱. قرارداد استصناع از نظر فقهی بر اساس نظر اکثر فقها جزو قراردادهای مشروع و از جهت قانونی مستند به قوانین مدنی و عادی ایران است، در نتیجه برای طراحی اوراق بهادار بر اساس آن نیازی به تأسیس احکام فقهی و حقوقی جدید نیست؛
۲. در اوراق استصناع، مؤسسه مالی ناشر اوراق در جایگاه وکیل صاحبان اوراق، وجه‌های نقدی آنان را به سرمایه‌گذاری در طرح‌ها اختصاص می‌دهد، سپس آنها را از طرف صاحبان اوراق به پیمانکاران با قرارداد استصناع واگذارده، در پایان قرارداد سهم آنان را دریافت می‌کند و با فروش آنها بخشی از درآمد حاصله را به صورت حق الوکاله برمی‌دارد و باقیمانده را به عنوان سود

- به صاحبان اوراق می‌پردازد. روشن است که قرارداد حقوقی وکالت نیز از قراردادهای مشروع و قانونی است و از این جهت نیز نیازمند تأسیس احکام فقهی و حقوقی جدید نخواهیم بود؛
۳. صاحبان اوراق استصناع درآمدهای ثابت خواهند داشت، بنابراین اوراق مزبور جزو اوراق بهادار انتفاعی با نرخ بازدهی ثابت خواهد بود و برای افراد ریسک‌گریز ابزار مالی مناسبی است؛
۴. با توجه به انتفاعی بودن اوراق استصناع، انتظار می‌رود در صورت وجود نهادهای قانونی و حمایت دولت، برای این اوراق بازار ثانوی شکل گیرد و قدرت نقد شوندگی پیدا کنند و به نظر می‌رسد با توجه به نرخ سود آنها، درجه نقدشوندگی شان بیشتر از اوراق سهام عادی و ممتاز و سپرده‌های بانکی باشد؛
۵. در صورت وجود بازار فعال و شفاف برای اوراق و حضور انواع گوناگون اوراق دولتی و خصوصی اوراق با سررسیدهای متنوع، انتظار می‌رود در اثر رقابت، این اوراق به سمت کارایی بالاتر حرکت کنند؛
۶. با توجه به اینکه اوراق استصناع می‌تواند ابزار مناسبی برای جذب نقدینگی در دست مردم و هدایت آنها به سمت طرح‌های عمرانی و تولیدی باشند، این اوراق به رشد اقتصادی کمک می‌کنند؛ البته به شرط اینکه طرح مورد نظر از جهت اقتصادی تأیید شود؛
۷. دولت می‌تواند از راه قرارداد بلند مدت استصناع، روی نرخ‌های بازدهی و سود سرمایه اثر گذارد و آنها را به سمت نرخ‌های تعادلی (ارزش افزوده واقعی سرمایه)، سوق دهد و در بلندمدت به عدالت توزیعی درآمدها در سطح جامعه کمک کند؛
۸. با استفاده از اوراق استصناع، وزارت صنعت و معدن و وزارت کشاورزی و شرکت‌های دولتی و خصوصی فعال در عرصه صنعت و معدن و کشاورزی می‌توانند کسری بودجه خود را برای طرح‌های عمرانی تأمین کنند و از آنجا که سررسید این اوراق به طور عمده پس از اتمام و بهره برداری از طرح است و مشخص بودن نرخ سود، سرمایه‌گذاری از این راه یا اصلاً اثر تورمی نخواهد داشت یا خیلی ملایم خواهد بود و بنابراین، در مقایسه با روش‌های دیگر تأمین کسری بودجه، مانند استقراض از بانک مرکزی، خیلی بهتر است؛
۹. اوراق استصناع جایگزین مناسبی برای اوراق قرضه در اجرای سیاست پولی از راه عملیات بازار باز شمرده می‌شوند. البته باید توجه داشت که نخستین بار که بانک مرکزی می‌خواهد وارد بازار این اوراق شود، برای خرید این اوراق به اجبار به اعمال سیاست انبساط پولی روی می‌آورد؛
۱۰. عقد استصناع در عرصه‌های گوناگون تأمین مالی پروژه‌های کوچک و بزرگ، جهت انتقال خطوط نفت و گاز کاربرد فراوان دارد و با بررسی‌های دقیق تجربیات کشورهای گوناگون، می‌باید به قانونی و عملیاتی کردن این اوراق در کشور همت گمارد.
۱۱. گسترش زمینه‌های انتشار استصناع، سرمایه‌گذاری و تأمین مالی پروژه‌های بخش

خصوصی و دولتی را آسان تر کرده، زیرا فروش این اوراق به مردم، شرایط جذب نقدینگی مردم را جهت هدایت به سرمایه‌گذاری گسترده بیشتر کرده و قطره‌های سرمایه مردمی می‌تواند منابع مالی مورد نیاز مؤسسات مالی و سرمایه‌گذاری را تأمین نماید.

۱۲. با توجه به اینکه گرایش بیشتر نهادهای پولی کشور به سمت بازده ثابت است و همان‌گونه که آمار منتشر شده در گزارش‌های اقتصادی و ترازنامه‌های بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران (۱۳۹۱: ۱۲۱) نشان می‌دهد، بیشترین حجم معاملات بانک‌ها مربوط به عقود با بازده ثابت است و حتی در بسیاری از موارد عملکرد بانک‌ها حکایت از تبدیل عملیاتی عقود با بازده متغیر به عقود با بازده ثابت دارد، ورود اوراق استصناع که بازده ثابتی دارد، می‌تواند با ساختار عملیاتی و اجرایی حاکم بر کشور تطبیق کرده، جایگاه ویژه‌ای داشته باشد و در واقع در عرصه بانکداری تا حدود بسیاری از اسم‌های بی‌مسما و عقود با عملکرد متفاوت از واقعیت، فاصله گرفته و به نظر می‌رسد واقعی کردن عقود، رسالتی عظیم برای معتقدان و کارگزاران بانکداری اسلامی تلقی شده، تصویر کارکرد قانون عملیات بانکی بدون ربا در صورت ورود این عقد به مجموعه عقود، بهتر از گذشته به نمایش گذارد و در عین حال شبهه ربوی بودن را از برخی معاملات بزدايد.

۱۳. انتشار صکوک استصناع علاوه بر رشد اقتصادی، موجب گسترش و توسعه بازارهای مالی اسلامی می‌شود و زمینه کارآمدی بیشتر آن را فراهم می‌سازد. اگر صکوک استصناع در کنار سایر اوراق بهادار منتشر شود، متناسب با ویژگی‌های خود می‌تواند طیف وسیعی از فعالان بازار سرمایه را جذب و بازار سرمایه و بورس اوراق بهادار را متنوع نماید و بر غنای آن بیفزاید.

منابع و مأخذ

- آیتی، محمدرضا و علی آل‌بویه، (۱۳۸۹) بررسی فقهی قرارداد استصناع در بازار بورس؛ پژوهش‌نامه فقه و حقوق اسلامی، سال سوم، شماره پنجم، بهار و تابستان؛
- جعفرپور، جمشید (۱۳۸۷) بیع استصناع؛ مجله متین، تهران: تابستان و پاییز، شماره ۳ و ۴؛
- حلبیان، حسین (۱۳۸۶) استصناع؛ مجله گفتمان حقوقی؛
- دستورالعمل اجرایی انتشار صکوک استصناع (ریالی) در سیستم بانکی، (۱۳۹۱)؛
- سروش، ابودر و محسن صادقی، (۱۳۸۷) مدیریت ریسک اوراق بهادار اجاره (صکوک اجاره)؛ مجله علمی - پژوهشی اقتصاد اسلامی، تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، ش. ۲۲؛
- صالح‌آبادی، علی (۱۳۸۵) بازارهای مالی اسلامی؛ تهران: دانشگاه امام صادق (ع)؛
- کمیجانی، اکبر و محمدنقی نظرپور، (۱۳۸۶) تأمین مالی طرح‌های اقتصادی از طریق اوراق استصناع؛ مجموعه مقالات کنفرانس بین‌المللی تأمین مالی اسلامی، تهران: مرکز مطالعات

- تکنولوژی دانشگاه صنعتی شریف؛
- کمیجانی، اکبر و محمدنقی نظریور، (۱۳۸۶) تقاضا و عرضه اوراق استصناع به منزله ابزار پولی؛ مجموعه مقالات اسلامی، تهران: مرکز مطالعات هجدهمین همایش بانکداری اسلامی، تهران: مؤسسه بانکداری اسلامی؛
 - کمیجانی، اکبر و نظریور، محمدنقی (۱۳۸۷) چگونگی کاربرد عقد استصناع در قانون عملیات بانکی بدون ربا؛ مجله علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، شماره ۳۰، تابستان.
 - معصومی‌نیا، غلامعلی (۱۳۸۹) ابزارهای مشتقه (بررسی فقهی و اقتصادی)؛ تهران: سازمان انتشارات پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، چاپ دوم؛
 - منصوری، سعید (۱۳۹۰) بررسی ماهیت قرارداد استصناع در حقوق ایران؛ فصلنامه حقوق، مجله حقوق و علوم سیاسی، دوره ۴۱، شماره ۲، تابستان؛
 - موسویان، سید عباس (۱۳۸۶) اوراق بهادار استصناع مکمل بازار سرمایه؛ دو فصلنامه علمی - پژوهشی جستارهای اقتصادی، شماره ۸؛
 - مومن قمی، محمد (۱۳۷۶) استصناع، قرارداد ساخت؛ قم: مجله فقه اهل بیت (ع)، شماره ۱۱-۱۲؛
 - نظریور، محمدنقی (۱۳۷۷) استقلال و عدم استقلال عقد استصناع؛ مجله فقه اهل بیت، شماره ۶۶-۶۷؛
 - نظریور، محمدنقی و ایوب خزائی، (۱۳۸۹) پوشش ریسک صکوک استصناع در بازار بورس اوراق بهادار؛ مجله سیاست اقتصادی، ج ۶، شماره ۲؛
 - نظریور، محمدنقی (۱۳۸۴) اوراق بهادار استصناع (سفارش ساخت) ابزاری برای سیاست پولی؛ فصلنامه علمی - پژوهشی اقتصاد اسلامی، تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، شماره ۲۰؛
 - نظر پور، محمدنقی (۱۳۸۵) عملیات بازار باز از طریق اوراق استصناع؛ فصلنامه علمی - پژوهشی اقتصاد اسلامی، تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، شماره ۲۲؛
 - هاشمی شاهرودی، سید محمود (۱۳۸۷) استصناع؛ قم: مجله فقه اهل بیت (ع)، شماره ۱۹-۲؛