

# اولین همایش سالانه بازار سرمایه

حمایت از سرمایه‌گذاری و مشارکت مردمی در اقتصاد

۱۹ مهر ۱۴۰۲



## باز طراحی اوراق و کالت مبتنی بر فقه امامیه در بازار سرمایه جمهوری اسلامی ایران

میلاذ عیسایی (دانشجوی کارشناسی ارشد معارف اسلامی و مدیریت مالی، دانشگاه امام صادق (ع))

محمد مهدی فریدونی (دانشجوی دکتری مهندسی مالی دانشگاه امام صادق (ع))



# عقد و کالت و تعاریف

وکالت به معنی تفویض و واگذار کردن کاری به یک فرد و اعتماد کردن به وی است

با توجه به تعریف اکثریت فقهای امامیه، وکالت عبارت است از؛ "اعطای نمایندگی در تصرف"

برخی دیگر وکالت را در اصطلاح به معنای "نیابت دادن ویژه" می‌دانند

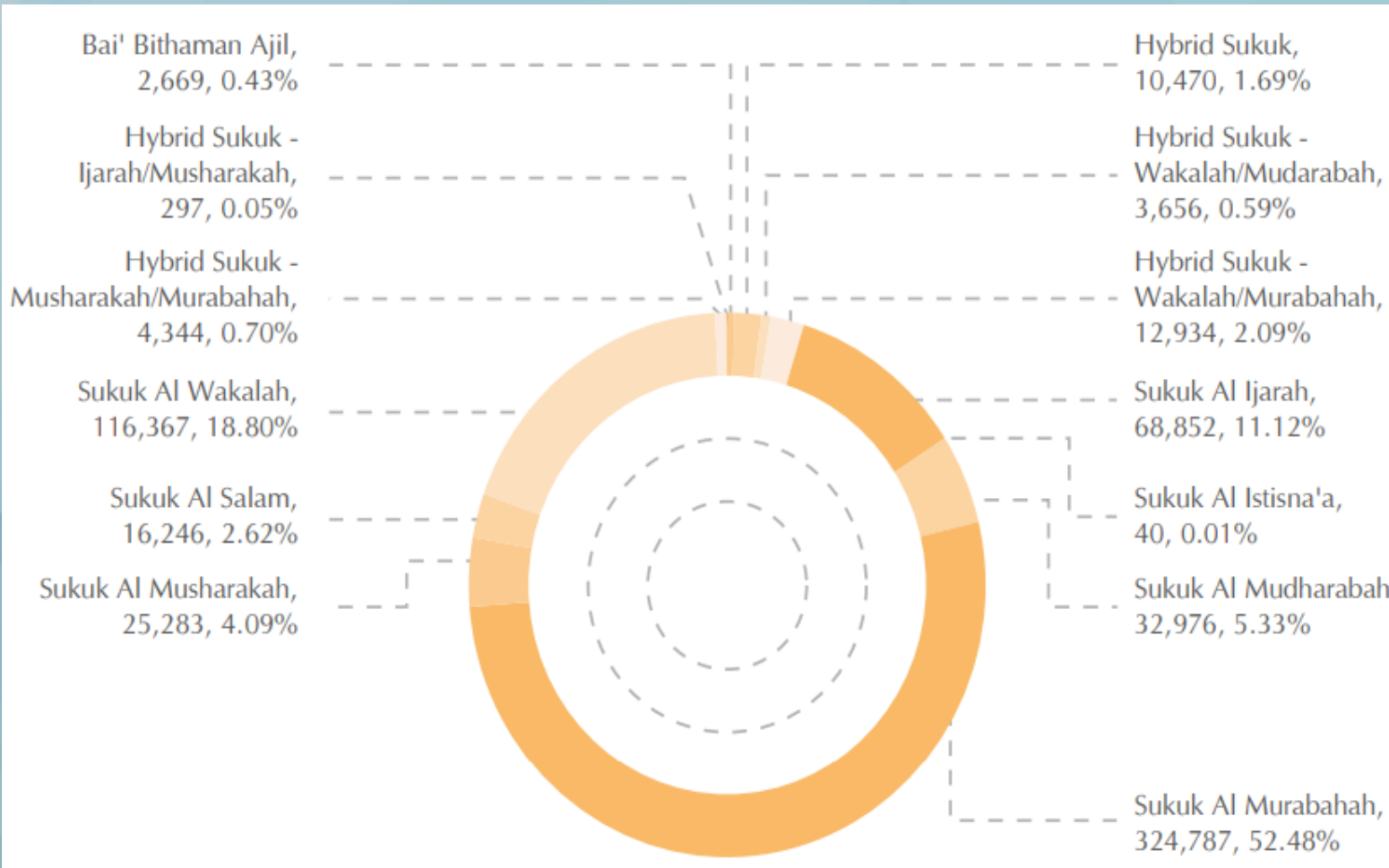
AAOIFI : «عملی که طی آن، یک طرف، طرف دیگری را از طرف خود مأمور به انجام کاری کرده و به او تفویض اختیار می‌دهد

وکالت عقدی است که به موجب آن یکی از طرفین طرف دیگر را برای انجام امری نایب خود می‌نماید



# انتشار اوراق و کالت در جهان

سهام انتشار هریک از اوراق بهادار اسلامی در تأمین مالی از سال ۲۰۰۱ تا ۲۰۲۲ با سررسید کوتاه مدت



منبع

IIFM-International Islamic

Financial Market - 2023

اولین اوراق پر کاربرد

اوراق مرابحه - ۵۲٪

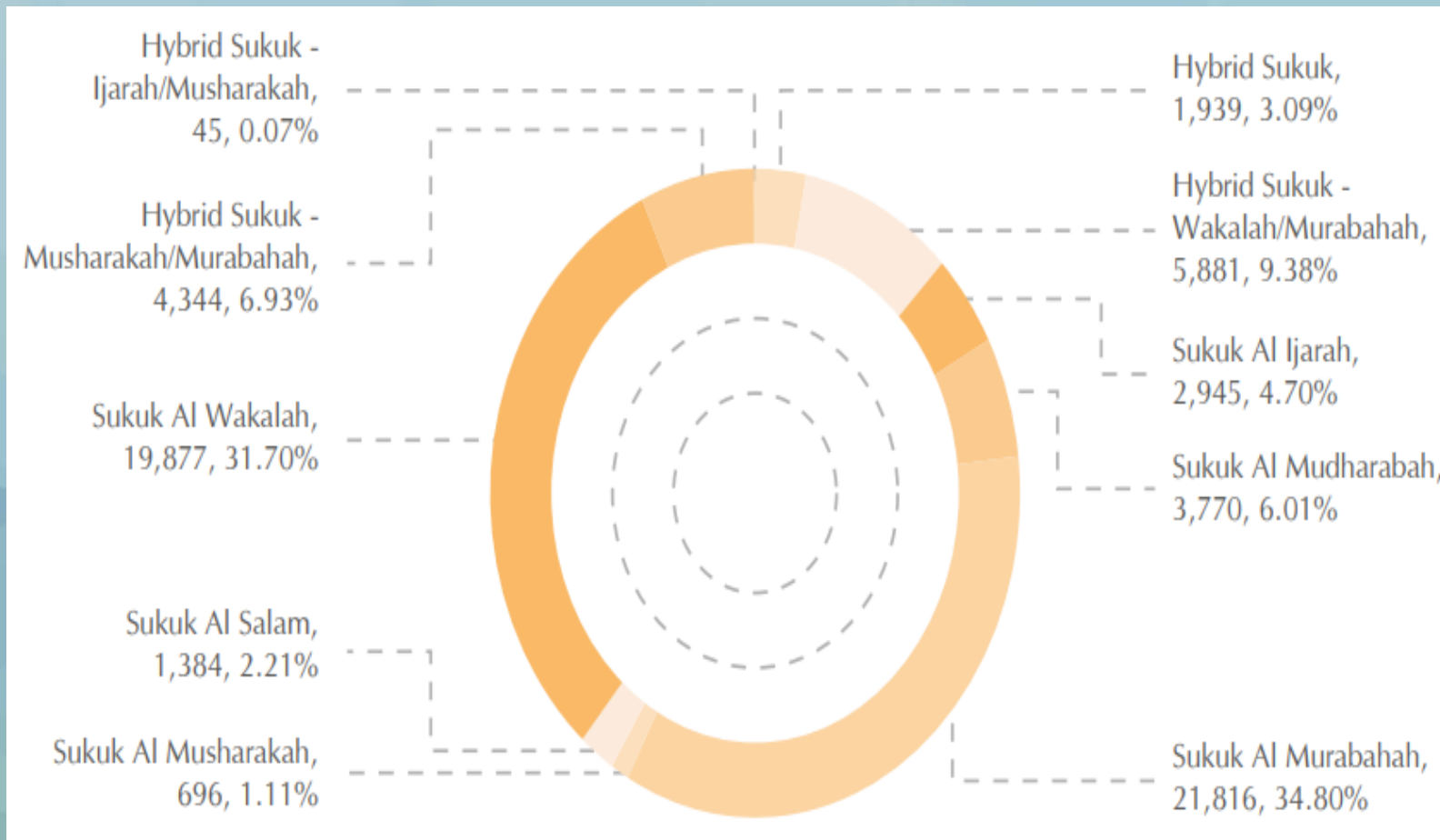
دومین اوراق پر کاربرد

اوراق وکالت - ۱۹٪



# انتشار اوراق و کالت در جهان

سهم انتشار هریک از اوراق بهادار اسلامی در تأمین مالی در سال ۲۰۲۲ با سررسید کوتاه مدت



منبع

IIFM-International Islamic  
Financial Market - 2023

اولین اوراق پر کاربرد

اوراق مرابحه - ۳۵٪

دومین اوراق پر کاربرد

اوراق وکالت - ۳۲٪



# دلایل اقبال نسبت به اوراق و کالت

امکان تخصیص سود مازاد  
(مابه‌التفاوت سود قطعی و  
علی‌الحساب) به وکیل به  
عنوان کارمزد تشویقی

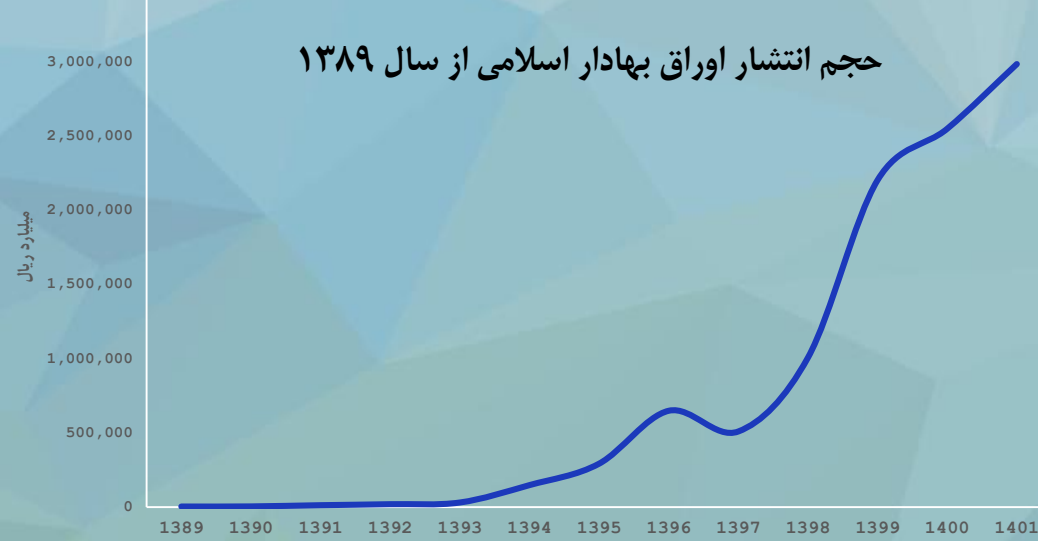
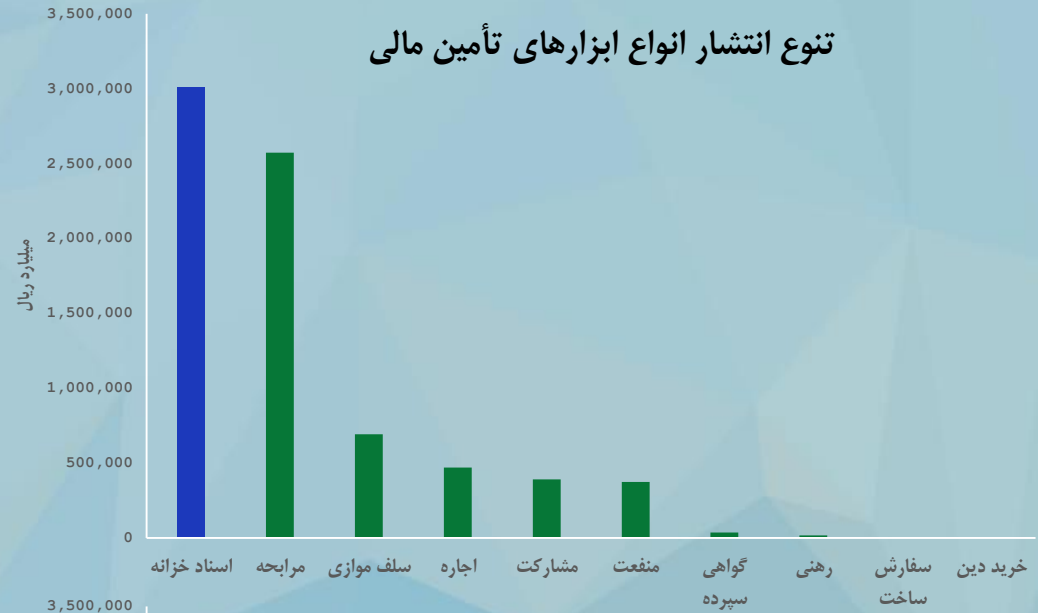
امکان تشکیل استخری  
از دارایی‌های مولد و  
غیرمولد و انتشار اوراق  
وکالت مبتنی بر آن

کنترل بیشتر بر  
جریان‌ات نقد حاصل از  
انتشار اوراق توسط  
بانی و داشتن اختیار  
لازم در تصمیم‌گیری  
استفاده از منابع و  
خلق ارزش

وجود حق الوکاله با نرخ  
جذاب برای کارکرد وکیل  
و امکان پرداخت آن پیش  
از انجام موضوع وکالت



# لزوم توجه به سایر ابزارهای تأمین مالی اسلامی



افزایش عمق بازار سرمایه  
با توجه به انتشار انواع  
اوراق بهادار اسلامی در  
سالهای اخیر

فرصت مناسب  
جهت استفاده از  
ابزارهای جدید

وجود ابزارهای تأمین مالی  
محدود و امکان معرفی انواع  
اوراق بهادار اسلامی جدید و  
جذاب

تأمین مالی دولت  
از بازار سرمایه



# روش پژوهش

مطالعه کتابخانه ای  
مقالات، گزارش ها  
و قوانین و مقررات  
مربوط به اوراق  
و کالت

استخراج مولفه های  
مهم در طراحی  
اوراق و کالت

مصاحبه نیمه ساختار  
یافته با خبرگان فقهی  
و اجرایی در بازار  
سرمایه

تحلیل مضمون  
مصاحبه های انجام  
شده

اصلاح بندهای  
دستورالعمل اوراق  
و کالت

ارزیابی بندهای  
اصلاح شده توسط  
خبرگان حقوقی و  
اصلاح بندها



# مشخصات جمعیت شناختی خبرگان

سمت و شغل	دسته بندی خبرگان	
رئیس کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار	۱	خبرگان فقهی
عضو کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار	۲	
عضو کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار	۳	
عضو کارگروه فرعی کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار	۴	
مدیر حقوقی سابق سازمان بورس و اوراق بهادار	۵	
رئیس اداره نظارت بر انتشار و ثبت اوراق بهادار بدهی سازمان بورس	۱	خبرگان اجرایی
معاون تأمین مالی تأمین سرمایه کیمیا	۲	
معاون تأمین مالی تأمین سرمایه نوین	۳	
کارشناس ارشد تأمین مالی تأمین سرمایه تمدن	۴	
کارشناس مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس	۵	
رئیس اداره مطالعات راهبردی بازار سرمایه سازمان بورس	۱	خبرگان حقوقی
کارشناس اداره مطالعات راهبردی بازار سرمایه سازمان بورس	۲	
کارشناس ارشد حقوقی شرکت فرابورس ایران	۳	
کارشناس ارشد اداره مطالعات مالی اسلامی سازمان بورس	۴	





# وضع موجود درباره اوراق وکالت

دستورالع مل انتشار اوراق وکالت

تصویب هیئت مدیره : 1397  
تصویب دستورالعمل : 1398

بازنگری در دستورالعمل : 1401

شامل 6 بخش اصلی به شرح  
1) تعاریف 2) ارکان انتشار  
اوراق وکالت 3) موضوع وکالت  
4) شرایط اوراق وکالت  
5) شرایط صدور مجوز 6) سایر

اوراق بهادار با نام قابل نقل و انتقالی است که نشان دهنده مالکیت مشاع دارنده آن در داراییها، کالاها، خدمات، پروژه معین یا حقوق و منافع ناشی از انجام فعالیتهاي اقتصادی مشخص است و بر مبنای قرارداد وکالت منتشر می شود.

ارکان شامل: بانی، نهاد واسط، ضامن، امین، عامل فروش، عامل پرداخت، بازارگردان و متعهد پذیرهنویس

\* کارمزد وکیل در اوراق وکالت  
\*\* نحوه محاسبه سود اوراق وکالت  
\*\*\* انواع قراردادها و موضوع وکالت

\* زیرمجموعه های یک شرکت پروژه محور  
\*\* زیرمجموعه های یک شرکت هلدینگ  
\*\*\* سرمایه گذاری و بنگاه های اقتصادی توسط یک شرکت تأمین سرمایه

بانی (مدیر سرمایه گذاری) بعد از جمع آوری وجوه می تواند به وکالت از طرف صاحبان اوراق قراردادهایی نظیر مشارکت، استصناع، اجاره، سلف، مرابحه، خرید دین و منفعت را با زیرمجموعه های خود یا بنگاه های اقتصادی منعقد نماید

جلسات : 162 تا 176  
تاریخ : 1396، 1397 و 1400  
تصویب مصوبه کمیته : 1397

مصوبه کمیته فقهی سازمان بورس



# مؤلفه‌های مستخرج مطالعات کتابخانه‌ای

سازوکار استفاده از ویژگی هموارسازی نرخ سود

امکان استفاده از دارایی‌های مبنای انتشار

توجه به نصاب درصد غلبه در استخر دارایی مبنا

امکان جایگزینی قراردادها و دارایی‌های مبنای انتشار

امکان تأسیس حساب ذخیره سود

سازوکار محاسبه و تخصیص سود مازاد  
به وکیل به عنوان کارمزد تشویقی

امکان سرمایه‌گذاری مستقیم توسط وکیل



ISB  
ISLAMIC FINANCIAL  
SERVICES BOARD



AAOIFI  
ACCOUNTING AND AUDITING ORGANIZATION  
FOR ISLAMIC FINANCIAL INSTITUTIONS



Suruhanjaya Sekuriti  
Securities Commission  
Malaysia

بازخرید اوراق و دارایی‌های مبنای انتشار

ضمانت اصل سرمایه دارندگان اوراق و کالت

ضمانت سود دارندگان اوراق و کالت

امکان تعیین نماینده فرعی در اوراق و کالت

امکان استفاده از ویژگی تبدیل اوراق به سهام بانی

تأسیس نهاد واسط زیر نظر بانی



# تطبيق وضع موجود با استانداردها

کمیته فقهی و دستورالعمل انتشار اوراق وکالت جمهوری اسلامی ایران	IFSB	AAIOFI	کمیسیون شریعت مالزی	خلاصه مؤلفه‌های مستخرج از منابع کتابخانه‌ای و وضعیت موجود	
				تراکیب دارایی مبنای انتشار	تراکیب دارایی مبنای انتشار
قراردادهای مجاز جهت استفاده در اوراق وکالت اشاره شده است: نظیر قرارداد اجاره، مرابحه، سلف، مشارکت، منفعت و سایر دارایی‌های مبنای انتشار اشاره نشده است.	انواع دارایی‌های شرعی و مجاز مطابق قانون کشورهای اسلامی و بسته به فعالیت‌های ناشر می‌تواند موردنظر قرار گرفته و مینا باشد	ترکیب دارایی‌هایی از عین و دین مشتمل بر مواردی مانند؛ زمین، ساختمان، ماشین‌آلات، تجهیزات، سهام شرکت دارای فعالیت مطابق شریعت و مطالبات و منافع آتی کالاها و خدمات	ترکیب دارایی‌هایی از عین و دین مشتمل بر مواردی مانند؛ زمین، ساختمان، ماشین‌آلات، تجهیزات، سهام شرکت‌های دارای فعالیت مطابق شریعت و مطالبات و منافع آتی کالاها و خدمات	تراکیب دارایی مبنای انتشار	تراکیب دارایی مبنای انتشار
درصد و یا تعیین نسبت غلبه استفاده از قراردادها در اسناد مذکور اشاره نشده است	-	۳۳٪ یا ۵۱٪	۳۳٪	درصد دارایی‌های عینی	درصد دارایی‌های عینی
در رابط با امکان جایگزینی و تغییر دارایی‌ها در استخر دارایی مبنای انتشار، نحوه عملکرد و نکات مربوط به آن، نظری ارائه نشده است	امکان تعویض قراردادهای اجاره، مرابحه و سایر وجود دارد	با حفظ و درنظر داشتن ارزش جایگزینی، امکان تعویض دارایی‌ها وجود دارد	امکان جایگزینی دارایی مبنای انتشار به‌شرط حفظ ارزش دارایی‌های پیش از جایگزینی وجود دارد	امکان جایگزینی دارایی مبنای انتشار	امکان جایگزینی دارایی مبنای انتشار
با توجه به مصوبه اخیر کمیته فقهی درباره رسیدن برگ ETN، وکیل علاوه بر تضمین اصل سرمایه دارندگان این رسیدن، ضمانت می‌کند که چنانچه بازدهی ناشی از سرمایه‌گذاری از مقدار شاخص مینا کمتر باشد، از منابع مالی در اختیار خود، به مقدار بازدهی شاخص مینا به دارندگان اوراق بپردازد	توسط شخص ثالث و در قراردادی جدای از قرارداد وکالت و در چارچوب تبرع تضمین می‌شود. در این حالت شخص ثالث باید رتبه اعتباری بهتری از وکیل داشته باشد	قراردادهای وکالت و ضمانت در یک قرارداد و در یک‌زمان نمی‌تواند ترکیب شوند (یعنی یک‌طرف هم به‌عنوان وکیل و هم به‌عنوان ضامن باشد)؛ این سازمان استفاده از یک قرارداد مستقل به‌منظور تضمین اصل و سود اوراق را جایز دانسته و بیان کرده است که تضمین اصل و سود از جانب شخص ثالث و در قرارداد دیگر قابل ارائه است.	شورای شریعت کمیسیون اوراق بهادار مالزی در خصوص ارائه اصل شرعی برای ضمانت در ساختار اوراق وکالت، استفاده از قرارداد کفالت را مجاز دانسته است	سود اوراق وکالت	سود اوراق وکالت
سازوکار مناسبی جهت هموارسازی نرخ سود اوراق وکالت و نحوه استفاده ارائه نشده است	-	امکان استفاده از حساب ذخیره سود برای تأمین نقدینگی در حالت کسری وجود دارد	پیشنهاد پیش‌پرداخت سود به دارندگان اوراق به‌عنوان قرض، از طرف بانی اوراق ارائه شده است. این مبلغ به‌عنوان پیش‌پرداخت در موعد سررسید اوراق، محاسبه و تعهدات بانی بایستی انجام شود.	اصل سرمایه دارندگان اوراق	اصل سرمایه دارندگان اوراق
				سازوکار تأمین نقدینگی و هموارسازی نرخ سود اوراق	سازوکار تأمین نقدینگی و هموارسازی نرخ سود اوراق



# تطبيق وضع موجود با استانداردها

خلاصه مؤلفه‌های مستخرج از منابع کتابخانه‌ای و وضعیت موجود	کمیسیون شریعت مالزی	AAIOFI	IFSB	کمیته فقهی و دستورالعمل انتشار اوراق وکالت جمهوری اسلامی ایران
کارکرد نهاد واسط	نهاد واسط به‌وسیله ناشر تأسیس شده و وظیفه انتشار اوراق را بر عهده داشته و منابع حاصل از انتشار اوراق را در اختیار ناشر قرار می‌دهد	شرکت نهاد واسط توسط بانی ایجاد می‌شود و جدا از ترازنامه بانی است. نهاد واسط را می‌توان برای اهداف مختلفی مانند اوراق بهادار، تأمین مالی پروژه و مدیریت ریسک استفاده کرد	یک نهاد حقوقی که برای هدف خاصی مانند نگهداری دارایی یا بدهی یا انجام معاملات خاص ایجاد شده، این شرکت معمولاً توسط یک بانی ایجاد می‌شود و جدا از ترازنامه بانی است. واسط را می‌توان برای اهداف مختلفی مانند اوراق بهادار، تأمین مالی پروژه و مدیریت ریسک استفاده کرد	نهاد واسط طبق تعریف بند (د) ماده ۱ قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید، یکی از نهادهای مالی موضوع قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران است که می‌تواند با انجام معاملات موضوع عقود اسلامی نسبت به تأمین مالی از طریق انتشار اوراق بهادار اقدام نماید
	کارمزد معمولی	پرداخت کارمزد وکیل به‌صورت ثابت و یا درصدی از مبلغ کل انتشار اوراق مجاز می‌باشد	کارمزد وکیل به‌صورت ثابت و یا به‌صورت درصدی از مبلغ سرمایه‌گذاری باشد و نیز می‌تواند به یک شاخص مهم و شناخته‌شده مرتبط شده و در این حالت باید کف و سقف مشخص داشته باشد.	وکیل مستحق دریافت حق الوکاله ثابت از قبل توافق شده صرف‌نظر از اینکه سود واقعی کمتر، مساوی یا بیشتر از هر سود مورد انتظار باشد.
		کارمزد تشویقی	دارندگان اوراق وکالت، مطابق قاعده تنازل، از دریافت سود مازاد خود به نفع وکیل چشم‌پوشی کرده و آن را به‌عنوان کارمزد تشویقی برای وکیل در امر مدیریت سرمایه در نظر می‌گیرند.	از حساب اندوخته کنار بگذارد. سرمایه‌گذاران از مازاد بازده مورد انتظار خود برای تخصیص به وکیل صرف‌نظر می‌کنند، در شریعت بر اساس مفهوم هبه مجاز شمرده شده است.
سایر نکات مهم کارمزد وکیل نظیر تعیین وکیل فرعی، ترک کار و ...	مدت‌زمان انجام کار توسط وکیل بایستی در قرارداد ذکر شده باشد و اجرت وکیل نیز از جمله مهم‌ترین شرایط قابل توجه است که در قرارداد مجزا باید تعیین گردد. وکیل می‌تواند در انجام کار خود از سایر ارکان در زمینه‌های مختلف استفاده کند	وکیل در اوراق وکالت قادر است یک نماینده فرعی را جهت مدیریت سرمایه‌گذاری تعیین کند. در صورت توافق طرفین برای فسخ برای مدت معین، در قرارداد جایز است که حق یکی از طرفین در فسخ یک‌طرفه قرارداد در شرایط خاص قیدشده و کارمزد وکیل نیز متناسب با کاهش عمر و مدت‌زمان قرارداد، کاهش یابد.	دستمزد وکیل می‌تواند بر اساس عملکرد وی تعیین شده و با توجه به کیفیت انجام و مدیریت سرمایه‌گذاری تعدیل شود.	کمیته فقهی سازمان بورس نیز با روش‌های مذکور برای محاسبه کارمزد وکیل موافقت نموده و در مصوبه نیز به آن‌ها اشاره کرده است.
امکان سرمایه‌گذاری مستقیم	امکان سرمایه‌گذاری مستقیم وجود دارد	سرمایه‌گذاری در کسب‌وکارهای شرعی مجاز است	باتوجه به موضوع فعالیت، در فعالیتهای اقتصادی شرعی امکان سرمایه‌گذاری مستقیم وجود دارد	دستورالعمل انتشار اوراق وکالت به امکان سرمایه‌گذاری مستقیم وکیل اشاره‌ای نداشته است
امکان تبدیل صکوک وکالت به سهام	امکان تبدیل اوراق وکالت به سهام وجود دارد	تبدیل اوراق وکالت به سهام با لحاظ ارزش امکان‌پذیر است	با رعایت نسبت تعدیل و شرایط قرارداد مجاز است	دستورالعمل انتشار اوراق این مورد را اشاره نکرده
جریمه و غرامت	عبارت است از جریمه‌ای (غرامتی) که در مواقع دیرکرد پرداخت مطالبات یا دیون طلبکار بایستی به‌طرف مقابل پرداخت شده و مبلغ آن نیز به‌صورت توافقی میان طرفین قرارداد منعقد می‌شود؛	-	در صورت اثبات سوءنیت یا تفریط وکیل در مدیریت دارایی این امکان وجود خواهد داشت که غرامت پرداخته، جبران کند. جبران بایستی در قالب قرارداد تبرع مقرر شود	جرائم و غرامت مشخصی بابت فعالیت‌های وکیل یا بانی در دستورالعمل انتشار اوراق وکالت و مصوبه کمیته فقهی اشاره نشده است.
بازخرید اوراق وکالت در سررسید	بازخرید اوراق وکالت در سررسید با توجه به ارزش متصفانه و یا ارزش اسمی اولیه و مطابق توافق اولیه و اعمال اختیار از جانب متعهد بازخرید اوراق وکالت امکان‌پذیر است.	مضارب (مدیر سرمایه‌گذاری)، شریک یا وکیل (نماینده) اجازه ایفای تعهدات متعهد و بازخرید دارایی‌ها از دارندگان اوراق را ندارند؛ اما این تعهد می‌تواند از جانب شخصی غیر این موارد مذکور ارائه و انجام شود. انجام فرایند تعهد خرید بر اساس ارزش خالص دارایی‌ها، ارزش بازار، ارزش متصفانه یا قیمتی توافقی در زمان خرید واقعی آن‌ها مجاز است.	تعهد خرید دارایی‌های مبنای اوراق وکالت توسط مدیر، شریک یا وکیل، از دارندگان اوراق وکالت، بر اساس ارزش خالص دارایی‌ها، ارزش بازار یا ارزش متصفانه یا قیمتی که در زمان خرید توافق می‌شود، به ارزش اسمی یا خالص، جایز است.	کمیته فقهی سازمان بورس درباره بازخرید اوراق وکالت در سررسید به مبلغ اسمی و یا ارزش روز دارایی‌های مبنای انتشار اظهارنظری نکرده است.

کارمزد وکیل



# تحلیل مضامین مستخرج از منابع اطلاعاتی

## مؤلفه‌های مهم در بازطراحی اوراق وکالت از منظر خبرگان

### الزامات و مؤلفه‌های قانونی

### الزامات و مؤلفه‌های اجرائی

### الزامات و مؤلفه‌های فقهی

- |   |  |  |
|---|--|--|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ اصلاح محاسبه مالیات مضاعف و هماهنگی با سازمان امور مالیاتی</li> <li>▪ تعیین رکن ناظر شرعی و ناظر ریسک</li> <li>▪ تعیین سقف و نظارت بر کارمزد ارکان نظارتی در اوراق وکالت</li> <li>▪ کاهش فواصل زمانی گزارش امین درباره عملکرد بانی</li> <li>▪ امکان تبدیل اوراق وکالت به سهام شرکت بانی</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ نحوه تشکیل سبد سرمایه‌گذاری توسط وکیل و گزارشگری آن</li> <li>✓ امکان سرمایه‌گذاری مستقیم وکیل</li> <li>✓ جریمه عدم رعایت زمان‌بندی ارائه گزارش بانی به ارکان نظارتی</li> <li>✓ ایجاد حساب ذخیره سود</li> <li>✓ تبیین ترتیب ارائه و تسلیم انواع قراردادها به سازمان بورس</li> <li>✓ امکان جایگزینی دارایی‌ها در استخر دارایی‌های مبنای انتشار</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>❖ تبیین فقهی امکان بازخرید دارایی‌های مبنای انتشار در سررسید</li> <li>❖ امکان ضمانت اصل سرمایه دارندگان اوراق</li> <li>❖ امکان ضمانت سود دارندگان اوراق از نظر فقهی</li> <li>❖ امکان سنجی فقهی تخصیص سود مازاد به وکیل</li> </ul> |
|---|--|--|



# الزامات و مؤلفه‌های قانونی

❖ سازمان امور مالیاتی، هزینه مالی ناشی از انتشار اوراق وکالت را برای بانی به عنوان یکی هزینه قابل قبول مالیاتی می‌پذیرد. اما هزینه مالی تأمین مالی برای شرکتی زیر مجموعه که در از طرف بانی (وکیل) مبالغ به او تخصیص داده می‌شود، مورد قبول سازمان امور مالیاتی نیست. این موضوع موجب عدم بهره‌مندی شرکت زیرمجموعه از سپر مالیاتی خواهد شد. این موضوع به نوبه خود باعث کاهش جذابیت این اوراق برای بانیان خواهد شد.

اصلاح محاسبه مالیات مضاعف و هماهنگی با سازمان امور مالیاتی

❖ هزینه‌های انتشار اوراق وکالت به سبب وجود رکن امین و لزوم ارائه گزارش‌های ادواری این رکن، از سایر اوراق دیگر بیشتر خواهد بود. از این رو مدیریت و کاهش هزینه‌های انتشار اوراق وکالت زمانی اهمیت بیشتر می‌یابد. همچنین چنانچه ارکان دیگری مانند ناظر ریسک و ناظر شرعی نیز اضافه شوند، نرخ تأمین مالی افزایش خواهد یافت و جذابیت انتشار اوراق وکالت را برای متقاضیان آن کاهش می‌یابد. استفاده از قراردادهای بلندمدت همکاری با رکن امین، استفاده از تخفیف قراردادی و همچنین تعیین کارمزد ارکان نظارتی اوراق مطابق عملکرد هر کدام از ارکان، ضمن اخذ موافقت شورای عالی بورس و ارائه ابلاغیه و آیین‌نامه اجرایی از طرف سازمان بورس و اوراق بهادار؛ می‌تواند راهکارهای موردنظر تلقی شوند.

تعیین سقف و نظارت بر کارمزد ارکان نظارتی در اوراق وکالت

❖ با توجه به طولانی بودن (۶ ماه یک‌بار) مدت ارائه گزارش اظهارنظر امین نسبت به سود ایجاد و عملکرد بانی، ریسک‌هایی بر این مورد مترتب خواهد شد؛ از جمله آن که، ممکن است در این مدت‌زمان، بانی نسبت به مصرف منابع در مسیرهایی به‌غیر از موارد اشاره شده در گزارش توجیهی اقدام کند. با توجه به شرایط خاص اوراق وکالت نسبت به سایر اوراق از لحاظ وجود ریسک‌های مختلف، مدت‌زمان مدنظر در دستورالعمل انتشار اوراق وکالت، طولانی‌مدت بوده و نیاز است، امین در فواصل زمانی کمتری در رابطه با عملکرد بانی گزارش تهیه کند.

کاهش فواصل زمانی گزارش امین درباره عملکرد بانی

❖ اوراق وکالت منتشره در سایر کشورهای اسلامی قابلیت تبدیل به سهام شرکت بانی را دارند. این اختیار موجب افزایش جذابیت این ابزار می‌شود. با توجه به وجود مصوبه شورای عالی بورس درباره امکان تبدیل اوراق اجاره به سهام شرکت بانی (شورای عالی بورس، ۱۳۹۰؛ هیئت مدیره سازمان بورس، ۱۳۹۰) و همچنین آیین‌نامه اجرایی قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت (هیأت وزیران، ۱۳۹۸)، امکان تبدیل اوراق به سهام شرکت بانی فراهم شده است.

افزایش جذابیت اوراق وکالت از طریق اعمال اختیار تبدیل به سهام بانی



# الزامات و مؤلفه‌های قانونی

- ❖ (۱) ریسک کژگزینی: ریسک کژگزینی مشکلی است که به دلیل وجود عدم تقارن اطلاعاتی قبل از معامله وجود می‌آید. در بازارهای مالی ریسک کژگزینی هنگامی به وجود می‌آید که قرض گیرنده‌ای که احتمال نکول بالایی دارد، تلاش زیادی برای اخذ وام کرده و وام به وی تخصیص یابد. در تخصیص منابع توسط وکیل در اوراق وکالت این ریسک مشهود خواهد بود.
- ❖ (۲) ریسک کژمنشی: ریسک پس از انجام معامله رخ می‌دهد و هنگامی است که تأمین مالی شونده در فعالیت‌هایی وارد شود که از نگاه تأمین مالی کننده به دلیل کاهش احتمال بازپرداخت، مطلوب نیست (به عنوان مثال در پروژه‌های پرریسک و با بازده بالا وارد می‌شود).

ریسک  
-  
شرعی

تعیین رکن  
ناظر شرعی و  
ناظر ریسک

ریسک شرعی یکی از دیگر از ریسک‌های مرتبط با اوراق وکالت است. در این اوراق وکیل پس از جمع‌آوری وجوه، قراردادهای جداگانه‌ای با تأمین مالی شونده منعقد می‌کند و مطابق قراردادهای مشخص که در دستورالعمل انتشار اوراق وکالت اشاره شده است؛ باید منابع را به آن شرکت‌ها تخصیص دهد؛ امر نظارت بر نحوه انعقاد قرارداد با شرکت‌های تابعه (از نظر رعایت مباحث شرعی و حقوقی قرارداد) و سنجش ریسک شرکت‌های زیرمجموعه (از نظر محاسبه نیاز تأمین مالی شرکت با مبلغ مورد درخواست و همچنین ارزیابی اقتصادی و مالی طرح توسعه و نرخ بازده داخلی طرح) اهمیت بالایی دارد. با توجه به مصوبه کمیته فقهی درباره اوراق وکالت، مشخص است که سازوکاری جهت انجام نظارت شرعی بر صحت قراردادهای ثانویه، جایگزینی قراردادهای و جابه‌جایی دارایی‌های مبنای انتشار، پیش‌بینی نشده است. این در حالی است که مطابق مطالعات تطبیقی صورت پذیرفته در کشورهای اسلامی و همچنین مصاحبه‌های انجام شده با خبرگان بازار سرمایه، لزوم اجرای نظارت شرعی بر صحت قراردادهای و جایگزینی دارایی‌های مبنای انتشار و قراردادهای ثانویه توسط ناظر شرعی که متشکل از اعضای کمیته فقهی و مدیر حقوقی سازمان بورس باشند؛ احراز گردید.



# الزامات و مؤلفه‌های فقهی

تبیین فقهی امکان باخرید  
دارایی‌های مبنای انتشار در  
سررسید به مبلغ اسمی یا  
ارزش روز

از نظر فقهی امکان باخرید  
دارایی‌های مبنای انتشار به قیمت  
اسمی و یا ارزش روز وجود دارد و  
به منظور انجام آن نیاز به استفاده  
از اختیار معامله است.

امکان ضمانت اصل سرمایه  
دارندگان اوراق وکالت از نظر  
فقهی

نظر کمیته فقهی درباره امکان  
ضمانت اصل سرمایه دارندگان  
اوراق وکالت ارائه نشده و به نوعی  
این مورد مسکوت مانده است.

امکان ضمانت سود دارندگان  
اوراق وکالت از نظر فقهی

\*\* هبه کردن کسری سود توسط  
بانی به دارندگان اوراق  
\*\* تضمین سود توسط شخص  
ثالث

امکان سنجی فقهی تخصیص  
سود مازاد به عنوان کارمزد  
تشویقی وکیل

از منظر فقهی، دارندگان اوراق  
وکالت می‌توانند سود مازاد بر سود  
علی‌الحساب اوراق وکالت را با  
وکیل صلح نمایند.





# الزامات و مؤلفه‌های اجرایی

از آنجا که در اوراق وکالت بانی بایستی گزارش‌های عملکرد دوره‌ای را به صورت ادواری در اختیار امین و سایر ارکان نظارتی قرار دهد، لذا می‌توان سازوکاری در نظر گرفت که مطابق آن، در صورت تأخیر در ارائه گزارش از سوی بانی، جریمه‌هایی نظیر کاهش سود تشویقی و کارمزد تشویقی برای این رکن وضع شود.

جریمه عدم رعایت  
زمان‌بندی ارائه گزارش  
بانی به ارکان نظارتی

دستورالعمل ضمن توضیح شفاف در خصوص ترتیب و اولویت‌های مهم درباره ارائه انواع قراردادهای مهم به سازمان بورس، باید مشخص کند که بانی پیش از عقد قرارداد وکالت چطور بایستی قراردادهای مبادله‌ای و مشارکتی منعقد را تسلیم آن سازمان نماید و آیا امکان عقد قراردادهای مذکور پس از انتشار اوراق وجود دارد؟

تبیین ترتیب ارائه و تسلیم  
انواع قراردادها به سازمان  
بورس و اوراق بهادار

وکیل (مدیر سرمایه‌گذاری)، در کشورهای اسلامی امکان سرمایه‌گذاری مستقیم در کسب‌وکارهای مطابق با شریعت را داشته و از این جهت محدودیتی بابت تخصیص منابع به غیر را ندارد. دستورالعمل انعقاد قراردادهای ثانویه را لحاظ نموده و تخصیص منابع را از طریق عقد قرارداد ضروری دانسته.

امکان انجام  
سرمایه‌گذاری  
مستقیم وکیل

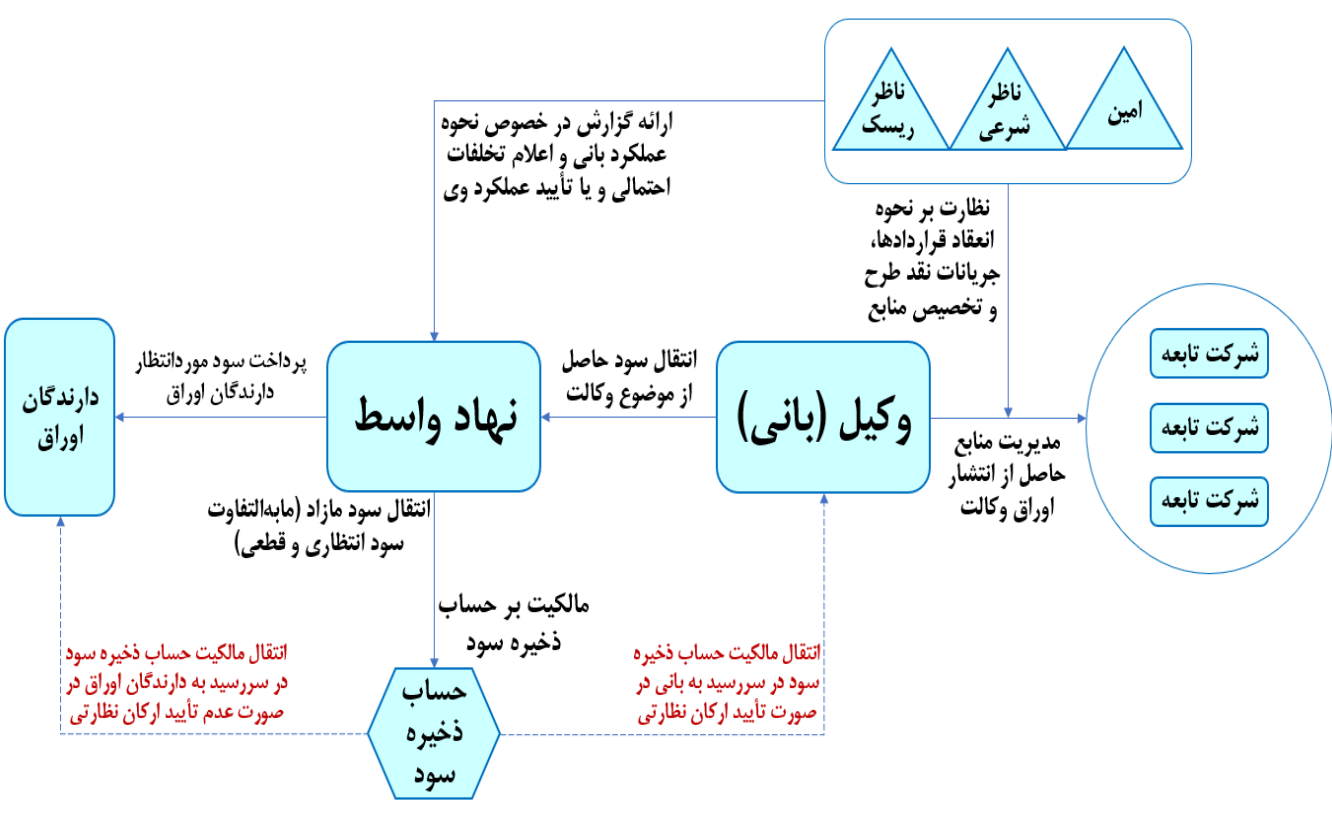
ویژگی امکان جایگزینی دارایی‌های مبنای انتشار و یا جابجایی قراردادها، یکی از موارد قابل توجه در خصوص اوراق وکالت در کشورهای اسلامی است؛ بنابراین ایجاد سازوکارهای لازم جهت انجام جایگزینی دارایی‌ها و یا قراردادهای مبنای انتشار با رعایت و حفظ الزامات فقهی و قانونی، باعث افزایش جذابیت اوراق وکالت می‌شود.

امکان جایگزینی دارایی‌ها  
در استخر دارایی‌های  
مبنای انتشار



# الزامات و مؤلفه‌های اجرایی

حساب ذخیره سود، عبارت است از حسابی که در آن تمامی سودهای مازاد (مابه التفاوت سود واقعی و سود علی الحساب) نزد نهاد واسط جمع گردیده و در اختیار و کنترل این نهاد می‌باشد. مالکیت این حساب تا سررسید اوراق در اختیار نهاد واسط بوده و پس از سررسید شدن اوراق، مالکیت آن تغییر می‌یابد. چنانچه رکن وکیل (بانی) در امر مدیریت دارایی‌های مبنای انتشار و گزارش‌دهی منظم به ارکان نظارتی اعم از امین، ناظر شرعی و ناظر ریسک به طور مطلوب عمل نماید و عملکرد وی مورد تأیید ارکان نظارتی باشد، در این صورت مالکیت حساب ذخیره سود به رکن وکیل (بانی) تعلق خواهد داشت و در غیر این صورت مالکیت حساب ذخیره سود به دارندگان اوراق می‌رسد.



افزایش انگیزه وکیل

کاربردهای حساب ذخیره سود

تضمین و هموارسازی سود علی الحساب دوره‌ای



# الزامات و مؤلفه‌های اجرایی

متن دستورالعمل پیشنهادی	محل اعمال دستورالعمل پیشنهادی		
	بخش دستورالعمل	ماده / تبصره	نوع اصلاحیه
موضوع وکالت خاص: در این نوع اوراق وکالت، محدوده فعالیت بانی از پیش تعیین شده و فعالیت‌های اقتصادی بانی و انعقاد قراردادهای مربوطه محدود به یک یا چند حوزه خاص است.	بخش یک تعاریف	ماده ۱	اصلاحیه و اضافه
موضوع وکالت عام: در این نوع اوراق وکالت، محدوده فعالیت بانی منحصر به حوزه خاصی نبوده و فعالیت‌های اقتصادی بانی و انعقاد قراردادهای مربوطه محدودیتی ندارد.			اصلاحیه و اضافه
ناظر شرعی: متشکل از اعضای کمیته فقهی و مدیر حقوقی سازمان بورس و اوراق بهادار است که نسبت به صحت شرعی قراردادهای منعقد و جایگزینی دارایی و قراردادهای موضوع انتشار اوراق وکالت، نظارت، رسیدگی و اظهارنظر می‌نماید.			اصلاحیه و اضافه
ناظر ریسک: مشاور عرضه در امر طراحی و انتشار اوراق وکالت است که با بانی قرارداد دارد. مشاور عرضه یکی از شرکت‌های دارای مجوز رسمی فعالیت از سازمان بورس بوده و نسبت به ریسک سرمایه‌گذاری‌های بانی و تخصیص منابع نظارت و اظهارنظر می‌کند.			اصلاحیه و اضافه
ناظر شرعی باید به‌منظور حفظ منافع دارندگان اوراق وکالت و حصول اطمینان از صحت شرعی قراردادهای منعقد، رعایت حداقل درصد غلبه دارایی‌های عینی و جایگزینی قراردادهای دارایی‌ها در مواقع خاص، اظهارنظر خود را در مواعید مقرر ارائه نماید.	بخش دو ارکان انتشار اوراق وکالت	ماده ۷	اضافه
ناظر ریسک باید به‌منظور حفظ منافع دارندگان اوراق وکالت و حصول اطمینان از عدم وجود ریسک حاصل از سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز بانی و صحت تخصیص منابع متناسب با نیاز سرمایه‌ای هر پروژه یا طرح توسعه، اظهارنظر خود را در مواعید مقرر ارائه نماید.			اضافه
سقف کارمزد امین و ناظر ریسک مطابق با مصوبه سازمان بورس و اوراق بهادار تعیین می‌شود.			اضافه
در صورتی بانی تماماً از قراردادهای اجاره، مرابحه، استصناع، جعاله و خرید دین در انعقاد قراردادهای موضوع وکالت استفاده کند؛ در این صورت به سبب ایجاد سود معین حاصل از قراردادهای مذکور، وجود رکن امین در ساختار انتشار الزامی نیست.			اصلاحیه و اضافه
در صورتی که بانی ضمن عقد قراردادهای موضوع وکالت، یک یا چند مورد از قراردادهای مشارکت، مضاربه، سلف و منفعت را بکار گیرد، در این صورت به سبب ایجاد سود غیر معین حاصل از قراردادهای مذکور، وجود رکن امین الزامی است.	بخش سه موضوع وکالت	ماده ۱۱	اصلاحیه و اضافه
بانی می‌تواند به‌منظور انتشار اوراق وکالت، اقدام به تشکیل استخری از دارایی‌های عینی و دینی (املاک، مستغلات، ماشین‌آلات، تجهیزات، سهام، مطالبات، منافع آتی محصولات و خدمات) مبتنی بر عقود شرعی، صحیح، مشخص و رعایت حداقل درصد نصاب غلبه دارایی‌های عینی بر دینی مطابق مصوبه کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار، نماید.			اضافه
بانی می‌تواند با هماهنگی ناظر شرعی، اقدام به جایگزینی دارایی‌ها و قراردادهای موضوع وکالت نماید. شرط لازم و کافی جهت انجام این جایگزینی اولاً اخذ تأییدیه ناظر شرعی بوده و دوماً دارایی موردنظر جهت جایگزینی بایستی دارای ارزشی معادل ارزش دارایی موجود در استخر دارایی مبنای انتشار باشد و از گزارش کارشناس رسمی دادگستری درباره ویژگی‌های آن بیش از ۶ ماه نگذشته باشد.	ماده ۱۲	اضافه	اضافه
بانی موظف است قراردادهای مورد اشاره در گزارش توجیهی انتشار اوراق و بیانیه ثبت اعم از اجاره، مرابحه، سلف، خرید دین، استصناع، جعاله، مشارکت، منفعت و مضاربه را حداکثر ظرف ۶ ماه پس از انتشار اوراق وکالت به ناظر شرعی و شرکت سپرده‌گذاری مرکزی تسلیم کند.			اضافه
بانی می‌تواند در کسب‌وکارهای مطابق با شریعت و قوانین و مقررات جمهوری اسلامی ایران و با رعایت صرفه و صلاح و ضمن ارائه کلیه مدارک و مستندات گزارش توجیهی به ناظر شرعی و ناظر ریسک، سرمایه‌گذاری مستقیم انجام دهد.	ماده ۱۵	اضافه	اصلاحیه و اضافه
چنانچه عملکرد بانی در دوره عمر اوراق وکالت منتشره، کاملاً منطبق با استانداردهای موردنظر رکن امین، ناظر شرعی و ناظر ریسک بوده و این امر به تأیید هریک از نهادهای مذکور برسد و همچنین بانی هیچ‌گونه تخلفی درباره موضوع دستورالعمل انتشار اوراق وکالت نداشته باشد؛ آنگاه "حساب ذخیره سود" تماماً به وی اختصاص می‌یابد. در غیر این صورت و احراز تخلف وی، مبلغ حساب ذخیره سود به دارندگان اوراق تعلق خواهد داشت.			اضافه
بانی موظف است مابه‌التفاوت سود قطعی و علی‌الحساب هر دوره یک‌ساله را در حسابی با عنوان "حساب ذخیره سود" که تحت کنترل و نظارت نهاد واسط است، منتقل کند. در مواقعی که سود واقعی در یک دوره کمتر از سود علی‌الحساب باشد؛ حساب ذخیره سود با تأیید رکن امین و به‌منظور هموارسازی و جبران نرخ سود علی‌الحساب، مورد استفاده قرار می‌گیرد.	بخش چهار شرایط اوراق وکالت	ماده ۱۸	اضافه
در صورت پرداخت سود علی‌الحساب، بانی موظف است گزارش در خصوص عملکرد درباره موضوع وکالت را در مقاطع سه‌ماهه به همراه اظهارنظر ارکان نظارتی، حداکثر دو ماه بعد از مواعید سه‌ماهه به سازمان ارائه و به عموم افشا نماید.			اصلاحیه
بانی موظف است تمامی گزارش‌های مورد اشاره در این دستورالعمل را در موعد مقرر به ارکان نظارتی (امین، ناظر شرعی و ناظر ریسک) ارائه کند؛ در غیر این صورت موضوع تخصیص حساب ذخیره سود به وی کان‌لم‌یکن تلقی خواهد شد.			ماده ۲۰
اوراق وکالتی که توسط ناشر منتشر شده؛ می‌تواند در سررسید نهایی به سهام بانی (یا شرکت زیرمجموعه آن) تبدیل گردد.	ماده ۲۱	اضافه	اضافه



بِسْمِ اللّٰهِ الرَّحْمٰنِ الرَّحِیْمِ

... ایشان از متخصصان فقه اقتصادی و صاحب نظر  
در بانکداری اسلامی و دیگر مسائل مالی فقه بودند  
و فقدان ایشان ضایعه است.

عموصا

سیدعلی خامنه ای  
۲۰ مرداد ۱۳۹۹

آیین بزرگداشت فقیه اقتصاد استاد

سید عباس موسویان

