



انتشار اوراق اجاره بر بستر فن آوری نوین دیجیتالی بلاک چین

رسول معصومی^۱

محمد ابراهیمی گردشگر^۲

چکیده

عدم تقارن اطلاعات در بازار سرمایه سبب غیر شفاف شدن روند معاملات شده و پیامدهای نامطلوبی را به دنبال خواهد داشت. فن آوری بلاک چین به صورت عام، نخستین بار توسط هابر و استورتینا در سال ۱۹۹۱ بیان شده است. هدف این پژوهش انتشار اوراق اجاره بر بستر فن آوری نوین دیجیتالی بلاک چین بود. روش تحقیق حاضر از این جهت که نتایج مورد انتظار آن را می توان در راستای پیاده سازی و اجرای بازار صکوک به خدمت گرفت از حیث هدف از نوع کاربردی می باشد. همچنین از آنجا که روابط بین متغیرها به صورت همزمان بررسی می شود، از نوع همبستگی بود. یکی از نوآوری هایی که در سالهای اخیر در نحوه انتشار صکوک انجام گرفته است، انتشار آن بر بستر بلاک چین است. اعمال تحریم های مالی و اقتصادی بر ضد جمهوری اسلامی ایران، بالا رفتن نرخ ارز، تورم بالا موجب شد درآمدهای دولت کاهش یافته و برای تسویه بدهی خود با مشکل جدی مواجه شود. یکی از راه های تأمین مالی دولت از طریق بازار سرمایه و انتشار اوراق بهادار از جمله اوراق اجاره دولتی است. انتشار این اوراق با مدل های متعارف اوراق اجاره که از سوی شرکتها انجام می شود برای دولت مقدر نیست چون مستلزم فروش دارائی دولت به نهاد واسط است که با موانع قانونی مواجه است. بنابراین؛ باید به دنبال طراحی مدل های جدیدی برای اوراق اجاره بود. این مقاله با استفاده از روش توصیفی- تحلیلی نشان می دهد که می توان با استفاده از انتشار اوراق اجاره بر بستر فن آوری نوین دیجیتالی بلاک چین راهکاری جدید برای تسویه دیون دولت از طریق بازار سرمایه در ایران ارائه نمود.

واژگان کلیدی: بلاک چین، تأمین مالی، اوراق اجاره، گزارشگری یکپارچه مالی، عدم تقارن اطلاعات.

مقدمه

در دهه ۱۹۷۰ میلادی سه دانشمند به نام‌های مایکل اسپنس، جرج اکرلوف و جوزف استیلتیز (برندگان جایزه نوبل اقتصاد در سال ۲۰۰۱) در زمینه اقتصاد اطلاعات، نظریه ای را پایه گذاری کردند که به نظریه عدم تقارن اطلاعات موسوم شد. اکرلوف نشان داد که عدم تقارن اطلاعات می تواند موجب افزایش گزینش مغایردر بازارها شود که این امر قبل از وقوع معامله برای افراد به وجود می آید. اسپنس خاطر نشان می کند که واسطه های مطلع می توانند با انتقال اطلاعات محرمانه خود به واسطه های کم اطلاع، درآمد بازار خود را بیشتر کنند. اکرلوف نوعی بازار را به تصویر می کشد که در آن فروشنده نسبت به خریدار اطلاعات بیشتری را در اختیار دارد. البته حسابداران برای کاهش مشکل گزینش مغایر، سیاست افشای کامل را پذیرفته اند تا میزان اطلاعات در اختیار عموم افزایش یابد. افزایش به گزارشگری مالی تحت وب منجر به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، افزایش دقت پیش بینی مدیران می شود. این به آن معناست که می توان در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، به منظور کاهش عدم تقارن اطلاعاتی توجه بیشتری به گزارشگری مالی تحت وب کرد (معصومی و محمدی اوات، ۱۴۰۰). البته راه حل هایی در راستای حل این چالش ها موجود است که بهترین آن ایجاد شفافیت اطلاعاتی از طریق پیاده سازی ابزارهای نوین الکترونیکی در نظام استاندارد حسابداری مالی ایران می باشد. بلاک چین بستری است که با برخورداری از شاخصه های منحصر به فرد و ابزارهایی نوین، امکان ایجاد شفافیت حداکثری را فراهم نموده و موجبات رفع این پدیده را ایجاد می نماید. در سال ۱۴۰۱ دکتر رسول معصومی، محمد ابراهیمی گردشی انتشار بیمه نامه مالکیت صنعتی با استفاده از فن آوری نوین دیجیتالی بلاک چین راهکاری جهت توسعه و افزایش کارایی شرکت های بیمه در ایران ارائه دادند. در مقاله دیگری انتشار صکوک با استفاده از فن آوری نوین دیجیتالی بلاک چین راهکاری جهت توسعه و افزایش کارایی بازار صکوک در ایران انجام گرفت. انتشار صکوک مبتنی بر فن آوری بلاک چین یک مفهوم جدید محسوب می شود. در فرایند انتشار صکوک به عنوان یک ابزار مالی، فن آوری بلاک چین از طریق قراردادهای هوشمند برای اجرای فرآیندها، به شیوه ای شفاف و قابل اعتماد مورد استفاده قرار می گیرد انتشار اوراق بهادار اسلامی گامی مهم در راستای توسعه بازار سرمایه اسلامی در جمهوری اسلامی ایران و نقطه عطفی در استقرار آن محسوب می گردد. از آغاز انتشار صکوک در بازار سرمایه تاکنون، انواع متنوعی از این اوراق شامل اوراق مشارکت، اجاره، مباحه، سلف موازی استاندارد و سفارش ساخت به مرحله انتشار رسیده است. مقایسه آمار انتشار صکوک در ایران و جهان نشاندهنده این است که ایران فاصله زیادی با آمار انتشار صکوک جهانی داشته و لازم است ضمن آسیب شناسی جدی بازار صکوک در ایران، راهکارهای عملیاتی لازم جهت توسعه روزافزون این بازار ارائه گردد. پس از بحران مالی بین المللی، نیاز به توسعه بازارهای اوراق بهادار داخلی به طور فزاینده ای توجه سیاست گذاران نهادی و ملی را به خود جلب کرده است. این امر موجب شده تا توصیه های سیاستی در این زمینه منتشر شود. در این زمینه می توان به ابتکارهای مشترک سازمان همکاری های آسیا-اقیانوسیه در مورد توسعه بازار اوراق قرضه داخلی اشاره نمود. موضوع اوراق بدهی دولتی با بازار اوراق بهادار دولتی مرتبط است. توسعه بازار اوراق بهادار دولتی یک وظیفه پیچیده است که به توسعه نظام بازار و مالی هر کشور وابسته است. برای بسیاری از دولتها، این امر چالشهای زیادی دارد. برای مثال، برخی دولتها برای تأمین منابع مالی متکی به تعدادی بانکهای داخلی هستند که موجب رقابت اندک و بالا رفتن هزینه های مبادلات می شود. به علاوه، افزایش مؤسسات دولتی ناشر اوراق بهادار می تواند بازار اوراق بهادار دولتی ملی را خرد کند. همچنین، نبود زیرساخت بازار مناسب می تواند موجب اقدامات خاصی برای توسعه نابهنگام بازار اوراق بهادار دولتی شود. تعداد کم سرمایه گذاران نهادی، نرخ های پس اندازهای داخلی پائین، و نبود جذابیت برای سرمایه گذاران بین المللی می تواند گروه سرمایه گذاران بسیار همگن کوچک را در پی داشته باشد که در تناقض با اصل عدم تجانس در بازار کاراً می باشد. به علاوه، عدم ثبات اقتصادی، کسری بودجه بالا، افزایش ناگهانی عرضه پول، و نرخ مبادله ارز

کاهنده اغلب می تواند اعتماد سرمایه گذار را کم کرده و ریسکهای توسعه بازار اوراق بهادار دولتی را افزایش دهد. در نتیجه انتشار اوراق قرضه دولتی و توسعه بازار آن به ویژه در کشورهای در حال توسعه یک نیاز جدی است که باید به آن توجه شود و فرآیندهای جاری در بازارهای سرمایه اسلامی مانند انتشار اوراق اجاره روی دارایی طلبکاران را می توان با کمک این فن آوری ارتقاء داد و بستر بلاک چین راهکاری نوین در توسعه بازار اوراق بهادار اسلامی به همراه می آورد.

مبانی نظری تحقیق:

پدیده عدم تقارن اطلاعات بر اقتصاد، بازار بورس اوراق بهادار تهران دارای دو نتیجه بسیار مهم می باشد یکی پدیده انتخاب منفی و دیگری مخاطرات اخلاقی می باشد که به تفصیل مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت (دکتر رسول معصومی و محمد ابراهیمی گردش، ۱۴۰۱). در حال حاضر در ایران یکی از چالش های دولت، بدهی هائی است که به بخش خصوصی و نظام بانکی دارد. میزان بدهی های دولت به بخش خصوصی و شبکه بانکی و نسبتی که با تولید ناخالص داخلی دارد یکی از شاخصهای مهم برای اندازه گیری توان و موفقیت دولتها در اجرای سیاستهای بهینه اقتصادی است. در واقع هرچند هم اکنون اکثر دولتها در جهان بدهکار هستند و از نظر اقتصادی این بدهی موضوع منفی تلقی نمی شود، اما موضوع مهم خوش حساب یا بدحسابی دولت بدهکار است که در موعد مقرر بدهی های خود را به طلبکاران بپردازد. در صورتی که تسویه این بدهیها به تعویق بیفتد و دولت بدحساب توانایی پرداخت آن را نداشته باشد، تنها طلبکاران دولت نیستند که از این مسأله آسیب می بینند بلکه اقتصاد ملی نیز لطمه می بیند. هرچه میزان و حجم این بدهی های معوق بیشتر باشد آسیب آن بر اقتصاد نیز سنگین تر خواهد بود. در این میان صاحب نظران اقتصادی معتقدند که تعیین تکلیف بدهی های دولت و پرداخت آن به ویژه به پیمانکاران، شاه کلید عبور از رکود فعلی اقتصاد ایران است. انباشته شدن بدهی های دولت باعث شده است تا ضمن کاهش توان پیمانکاران و بانک ها، امکان شروع پروژه های جدید که به توسعه اشتغال زایی و رشد تولید ناخالص داخلی منجر می شود، وجود نداشته باشد. با توجه به حجم سنگین بدهی های دولت و انباشته شدن آن طی سالهای گذشته دولت باید برنامه دقیق و مدونی برای پرداخت آن تدوین کند. زمانی ضرورت تسویه بدهی های دولت بیشتر احساس می شود که دولت قصد دارد با اجرای بسته های ضد رکود، اقتصاد ایران را برای همیشه از رکودی که گرفتار آن است، رها کند. براساس آمارها نسبت بدهی دولت به تولید ناخالص داخلی پائین است، اما موضوع مهم شناسایی و به جریان انداختن این میزان بدهی، براساس یک ابزار مالی است. در سالهای گذشته به دلیل نبود بازار متشکل برای تسویه بدهی های دولت، اکثر بدهی های دولت به صورت زنجیره ای به نظام بانکی و در ادامه به بانک مرکزی منتقل می شد. این روند دو پدیده در اقتصاد به همراه داشت؛ قفل شدن منابع بانکی به دلیل انجام نشدن تعهدات دولت، و رشد پایه پولی به دلیل استقراض دولت از بانک مرکزی که این دو پیامد زمینه ساز رکود تورمی در کشور شده است. بنابراین به اعتقاد کارشناسان، تشکیل بازار بدهی در ایران می تواند زمینه خروج غیرتورمی از رکود را فراهم آورد. با توجه به ممنوعیت ربا در اسلام، امکان انتشار اوراق قرضه در ایران وجود ندارد از این رو، اندیشمندان اسلامی راه کارهای جایگزین ارائه نموده اند. یکی از ابزارهای مالی جایگزین اوراق قرضه در مالی اسلامی، اوراق اجاره است که برای تأمین مالی دولتها و شرکتهای از آن استفاده می شود. دولتها نیز برای تأمین کسری بودجه خود و یا تسویه دیون خود می توانند با انتشار اوراق اجاره و کسب نقدینگی، کسری بودجه خود را تأمین و دیون خود را تسویه نمایند. در این پژوهش، با توجه به محدودیت های دولت در انتقال دارائیهای خود جهت انتشار اوراق اجاره و نیز آمادگی طلبکاران دولت برای در اختیار نهادن دارائی خود به دولت جهت انتشار اوراق اجاره، دو مدل جدید جهت انتشار اوراق اجاره دولتی ارائه می شود.

پیشینه پژوهش:

صندوق بین المللی پول و بانک جهانی (۲۰۰۱) در کتاب «توسعه بازار اوراق قرضه دولتی» وضعیت بازار اوراق قرضه دولتی را در کشورهای مختلف بررسی و راهکارهای توسعه آن را مورد بررسی قرار داده است. مؤسسه بازار مالی اسلامی بین المللی (۲۰۱۶) در گزارشی جامع با عنوان «مطالعه جامع بازار صکوک جهانی» وضعیت انتشار صکوک را در سطح ملی و جهانی در کشورهای مختلف بررسی نموده است و در بخشی از گزارش به مدل های انتشار اوراق اجاره دولتی جهت تأمین مالی دولت اشاره نموده است.

روش تحقیق: روش تحقیق حاضر از این جهت که نتایج مورد انتظار آن را می توان در راستای پیاده سازی و اجرای بازار صکوک به خدمت گرفت از حیث هدف از نوع کاربردی می باشد. همچنین از آنجا که روابط بین متغیرها به صورت همزمان بررسی می شود، از نوع همبستگی است.

تحلیل داده ها و یافته ها:

اوراق بهادار اسلامی (صکوک):

صکوک جمع (صک) است. (صک) در حقیقت معادل عربی کلمه (چک) است. کلمه (چک) در حقیقت فارسی بوده و به همین صورت به زبان انگلیسی و با اندکی تغییر به زبان عربی رفته است. صکوک در معنای تخصصی خود عموماً به ابزارهای مالی اسلامی گفته می شود که مبتنی بر یک دارایی فیزیکی (عینی) و غیرفیزیکی (دینی) منتشر می شوند. بنابراین دارندگان اوراق، در حقیقت مالکانِ دارایی محسوب می شوند. طراحی اوراق مبتنی بر یک دارایی غیرفیزیکی تحت تأثیر ممنوعیت خرید و فروش دین در فقه اهل سنت است. با توجه به اینکه بزرگان فقه شیعه، خرید و فروش دین را صحیح می دانند بنابراین از این دیدگاه می توان اوراق بهادار اسلامی (صکوک) را نه تنها مبتنی بر دارایی فیزیکی بلکه مبتنی بر دارایی غیرفیزیکی (دین) نیز طراحی نمود.

انواع اوراق بهادار اسلامی (صکوک):

اوراق بهادار اسلامی یا صکوک را می توان به صورتهای مختلف دسته بندی کرد. بر اساس تقسیم بندی مبتنی بر هدف سرمایه گذار از انتشار اوراق، انواع اوراق بهادار اسلامی عبارتند از:

- ✓ اوراق بهادار غیرانتفاعی مانند اوراق قرض الحسنه.
- ✓ اوراق بهادار انتفاعی به منظور تأمین مالی شامل: الف. اوراق تأمین مالی با درآمد ثابت مانند اوراق مرابحه ب. اوراق تأمین مالی با درآمد متغیر مانند اوراق مشارکت مصون از تورم ج. اوراق تأمین مالی قابل تبدیل مانند اوراق اجاره، مرابحه و مشارکت قابل تبدیل به سهام
- ✓ اوراق بهادار انتفاعی به منظور تأمین نقدینگی مانند اوراق اجاره.
- ✓ اوراق بهادار انتفاعی به منظور تبدیل دارایی ها به اوراق بهادار مانند اوراق رهنی.

اوراق مشارکت:

بر اساس قانون، اوراق مشارکت، اوراق بهادار با نام یا بی نامی است که به قیمت اسمی مشخص برای مدت معین منتشر می شود و به سرمایه گذارانی که قصد مشارکت در اجرای طرح های موضوع انتشار اوراق را دارند، واگذار می گردد (قانون اوراق مشارکت، ۱۳۷۶). بر اساس بنده الف، ب و ج تبصره ۶ قانون بودجه ۱۳۹۴ این اوراق قابل واگذاری به پیمانکاران، مشاوران و تأمین کنندگان تجهیزات همان طرح ها در سقف مطالبات معوق طرح با تأیید رئیس دستگاه

اجرائی، ذیحساب ذی‌ربط و سازمان مدیریت و برنامه ریزی کشور است. بر این اساس دولت در سال ۱۳۹۴، اجازه انتشار ۱۵۰ هزار میلیارد تومان اوراق مشارکت را داشته است.

اوراق اجاره:

اوراق بهادار با نام قابل نقل و انتقالی است که نشان دهنده مالکیت مشاع دارنده آن در دارایی مبنای انتشار اوراق اجاره است. انواع قراردادهای اجاره مورد قبول در انتشار اوراق اجاره عبارت است از: اجاره به شرط تملیک، و اجاره با اختیار فروش دارایی در سررسید اجاره با قیمت معین،

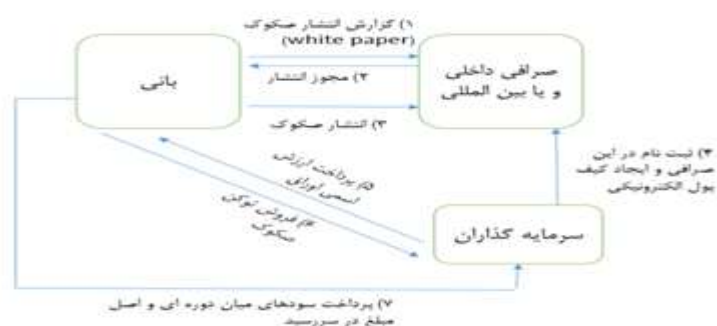
با انتشار اوراق اجاره، رابطه وکیل و موکل میان ناشر و خریداران اوراق اجاره برقرار می‌گردد. ناشر به وکالت از طرف خریداران ملزم به مصرف وجوه حاصل از فروش اوراق اجاره جهت خرید دارایی موضوع انتشار و اجاره آن به بانی می‌باشد. تملیک اوراق اجاره به منزله قبول وکالت ناشر بوده و وکالت ناشر تا سررسید و تسویه نهایی اوراق اجاره غیرقابل عزل، نافذ و معتبر است. پرداختهای مرتبط با اوراق اجاره به دو صورت است: پرداخت کامل مبلغ اجاره بها در مواعد پرداخت تا سررسید نهایی، و یا پرداخت بخشی از اجاره بها در مواعد پرداخت تا سررسید نهایی و تسویه مابقی منافع اوراق اجاره در سررسید نهایی. البته منافع نهایی ناشی از مدیریت وجوه اجاره‌بها تا سررسید نهایی، در سررسید اوراق اجاره محاسبه و به دارندگان اوراق اجاره پرداخت خواهد شد. یکی از چالش‌های پیش روی دولت جمهوری اسلامی ایران تسویه مطالبات قطعی اشخاص حقیقی و حقوقی خصوصی، تعاونی و نهادهای عمومی غیردولتی از دولت و شرکت‌های دولتی است. از این رو، بر اساس بند ب ماده (۲) قانون رفع موانع تولید رقابت‌پذیر و ارتقای نظام مالی کشور، به دولت اجازه داده شده جهت تسویه مطالبات قطعی اشخاص حقیقی و حقوقی خصوصی و تعاونی از دولت و شرکت‌های دولتی «اوراق اجاره» منتشر نماید. از اینرو طبق قانون بودجه سال ۱۳۹۴، به دولت اجازه انتشار ۱۰ هزار میلیارد تومان اوراق اجاره داده شده است. در همین راستا بازار سرمایه از طریق تبدیل بدهی‌های دولت به اوراق بهادار می‌تواند نقش کلیدی در تسویه بدهی‌های دولت داشته باشد.

انتشار صکوک بر بستر فن آوری نوین دیجیتالی بلاک چین:

انتشار صکوک بر بستر بلاک چین در غالب توکن (اوراق بهادار الکترونیک که به مثابه گواهی سرمایه‌گذاری الکترونیک است) صورت گرفته و این توکن‌ها نشان دهنده مالکیت سرمایه‌گذاران بر دارایی پایه و حق دریافت سود نقدی است. فرآیند انتشار صکوک بر بستر بلاک چین مراحل زیر را شامل می‌شود:

- ✓ احراز هویت سرمایه‌گذاران به صورت الکترونیکی؛
- ✓ رتبه‌بندی صکوک بر اساس ارزیابی ناشر و دارایی پایه انتشار صکوک از طریق روش‌های ارزش‌گذاری خودکار
- ✓ مطابقت و ارزیابی شرعی، توسط یک فرآیند بررسی خودکار مبتنی بر هوش مصنوعی انجام می‌شود. به این معنا که با انتشار صکوک بر بستر قرارداد هوشمند و همچنین ثبت تمامی تراکنش‌ها در زنجیره بلوکی، مطابقت صکوک با موازین شرعی و هم‌چنین نظارت بر آن ساده‌تر می‌شود. در قرارداد‌های هوشمند مبتنی بر ساختار بلاک چین معاملات دارایی پایه شامل جایگزینی، حذف و یا تغییر می‌تواند در آن واحد رصد شود.
- ✓ تخصیص سودهای دوره‌ای از طریق قراردادهای هوشمند انجام می‌شود.

بلاک چین این امکان را دارد که نهادهای نظارتی را نیز در فرآیند انتشار صکوک دخیل کند. به غیر از نظارت بر فعالیت سکوهایی که انتشار صکوک از طریق آنها صورت می‌گیرد و مجوز دادن به آنها، نهادهای نظارتی برای رصد و نظارت بر معاملات، می‌توانند از فن آوری نوین دیجیتالی بلاک چین استفاده کنند. در شکل (۱)، نحوه انتشار صکوک بر بستر بلاک چین نمایش داده شده است.



شکل ۱- نحوه انتشار صکوک بر بستر فن آوری نوین دیجیتالی بلاک چین

تجربه انتشار صکوک بر بستر فن آوری نوین دیجیتالی بلاک چین: (دکتر رسول معصومی و محمد ابراهیمی گردشی، ۱۴۰۱).

نقش بلاک چین در بهبود انتشار و تسهیل در انجام معاملات صکوک: (دکتر رسول معصومی و محمد ابراهیمی گردشی، ۱۴۰۱).

مزیت بلاک چین در جذب سرمایه های با منشأ خارجی: (دکتر رسول معصومی و محمد ابراهیمی گردشی، ۱۴۰۱).

مزایا برای بانیان صکوک در ایران: (دکتر رسول معصومی و محمد ابراهیمی گردشی، ۱۴۰۱).

انتشار صکوک دولتی ملی در قلمروهای قانونی جدید:

آفریقا یکی از بازیگران جدید در بازار صکوک است از زمانی که سودان و گامبیا شروع کردند نیازهای تأمین مالی داخلی خود را از طریق صکوک انجام دهند. سودان به لحاظ ارزش با تقریباً ۹۵ درصد ارزش انتشار کل صکوک پیشرو است. گامبا نیز ناشر منظمی در انتشار صکوک بوده است. نیجریه نیز با انتشار دو صکوک حاکمیتی داخلی در اکتبر ۲۰۱۳ وارد بازار شده است. یکی از این دو صکوک بر مبنای مدل اجاره و دیگری مشارکت بوده است. مجموع مبلغ این دو اوراق ۱۳۳ میلیون دلار آمریکا بوده است. در گذشته، در سالهای ۲۰۱۴ یا ۲۰۱۵، صکوک حاکمیتی داخلی در دو کشور آفریقای سنگال و ساحل عاج منتشر شده که نشان دهنده تنوع جغرافیایی بازار صکوک است. جدول زیر دارای اطلاعاتی در این زمینه است.

جدول ۱- انتشار اوراق اجاره و مشارکت در دو کشور ساحل عاج و سنگال

ناشر حاکمیتی	تاریخ انتشار	مبلغ به میلیون دلار	مدت اوراق	نوع ارز اوراق	ساختار
ساحل عاج	ژانویه ۲۰۱۵	۲۱۵	۵ سال	فرانک سی اف ای	اجاره
سنگال	جولای ۲۰۱۴	۱۶۸	۴ سال	فرانک سی اف ای	اجاره

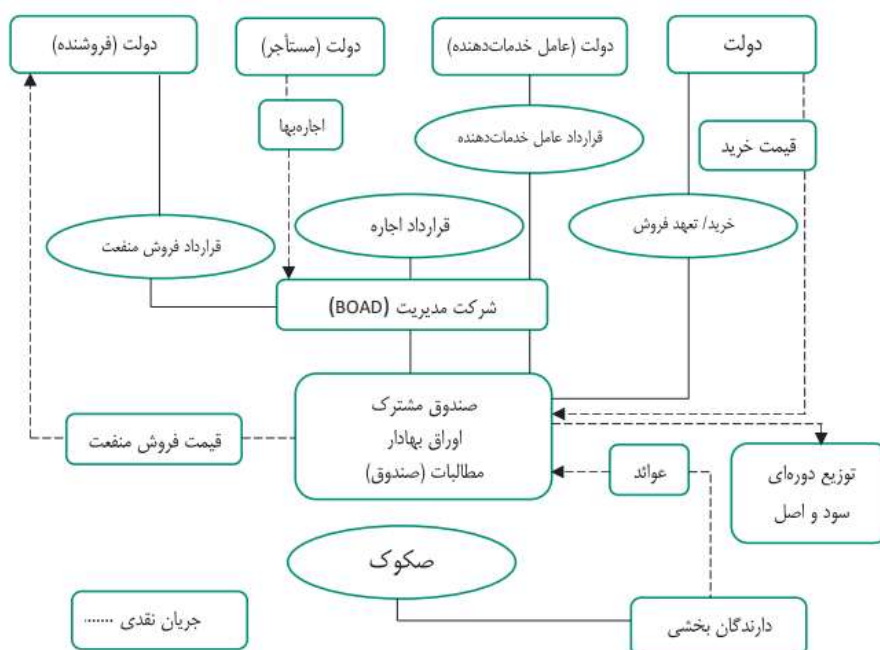
دو کشور غرب آفریقا یعنی سنگال و ساحل عاج که از اعضای اتحادیه پولی و اقتصادی آفریقای غربی شامل بنین، برکینافاسو، مالی، نیجر، و توگو هستند. هدف اولیه دو کشور سنگال و ساحل عاج از انتشار صکوک تأمین مالی زیرساخت ها و پروژه های توسعه ای بوده است. اولین صکوک مهم منتشره توسط کشورهای غرب آفریقا در سال ۲۰۱۴ با ۱۰۰ میلیارد فرانک سی اف ای مربوط به دولت سنگال است. این اوراق که از نوع اجاره و بر مبنای اجاره دارایی های دولت بوده است، دارای سررسید ۴ ساله و نرخ سود آن ۶/۲۵٪ بوده است. همچنین، ۱۵۰ میلیارد فرانک سی اف ای منتشره توسط دولت ساحل عاج، بخشی از برنامه ۳۰۰ میلیارد فرانکی شرکت اسلامی توسعه بخش خصوصی است تا در دو مرحله مساوی منتشر شود. اولین مرحله این برنامه سررسید ۵ ساله و نرخ سود ۵/۷٪ داشت. ۵۶٪ صکوک ساحل عاج به سرمایه گذاران غرب آفریقا، ۳۸٪ آن به سرمایه گذاران خاورمیانه و ۶٪ آن به سرمایه گذاران شمال آفریقا

اختصاص داشت. رشد انتشار صکوک از کشورهای غرب آفریقا و نیز بخش دیگر قاره آفریقا نشان دهنده فعال بودن نظام مالی اسلامی در همه بخشهای دنیا و اشتیاق و اعتماد در حال رشد به امکان تأمین مالی از طریق صکوک است.

ساختار صکوک و جریانهای نقدی:

صکوک اجاره نوعی اوراق اسلامی است که بر اساس آن سرمایه گذاران اوراق دارائی های را خریداری و به ناشر اجاره می دهند. در این صکوک منافع تقسیم نشده/ مالکیت/ مزیت دارائی از سوی امین به نمایندگی از سوی سرمایه گذاران حفظ می شود. در مورد انتشار صکوک سنگال، دارائی های اختصاص یافته برای انتشار صکوک سه مجموعه ساختمانی متعلق دولت است که در امیدنامه به آنها اشاره شده است.

شکل زیر به طور خلاصه ساختار و جریان های نقدی اصلی اوراق اجاره دولت سنگال را نشان می دهد:



شکل ۲- ساختار و جریان های نقدی اصلی اوراق اجاره دولت سنگال

توضیح مدل: ارکان

۱. ناشر یا واسط یعنی دولت سنگال صکوک FCTC، که همچنین بر اساس قرارداد اجاره مستأجر نیز می باشد.
۲. شرکت مدیریت (BOAD TITRISATION) که جریانهای نقدی مربوط به قرارداد اجاره را مدیریت می کند.
۳. دولت سنگال به عنوان فروشنده یا مستأجر و نیز بدهکار.

جریان مبادلات:

۱. دولت سنگال از طریق وزارت مالی به عنوان فروشنده منفعت (دارائی های صکوک) را برای ۹۹ سال می فروشد. این دارائی های مشخص به طور روشن و دقیق در امیدنامه با واسط (FCTC) طبق قرارداد فروش ذکر می شوند.

۲. بر اساس قرارداد اجاره، شرکت مدیریت دارائی های صکوک را به دولت اجاره می دهد. مستأجر اجاره بهای دوره ای معادل پرداختهای دوره ای ذکر شده در امیدنامه را پرداخت می کند.
۳. بر اساس تعهد خرید، دولت متعهد است دارائی صکوک را بر اساس قیمت اعمال قرارداد اختیار فروش شرکت مدیریت از وی خریداری نماید.
۴. بر اساس تعهد فروش نیز شرکت مدیریت دارائی به دولت تعهد می دهد که کلیه حقوق، اصل دارائی و منافع دارائی های مبنای انتشار صکوک را در سررسید بر اساس قیمت مشخصی به دولت بفروشد و انتقال دهد.
۵. بر اساس قرارداد ضمانت، دولت تضمین می دهد که پرداخت های قرارداد اجاره و تعهد خرید را انجام دهد .

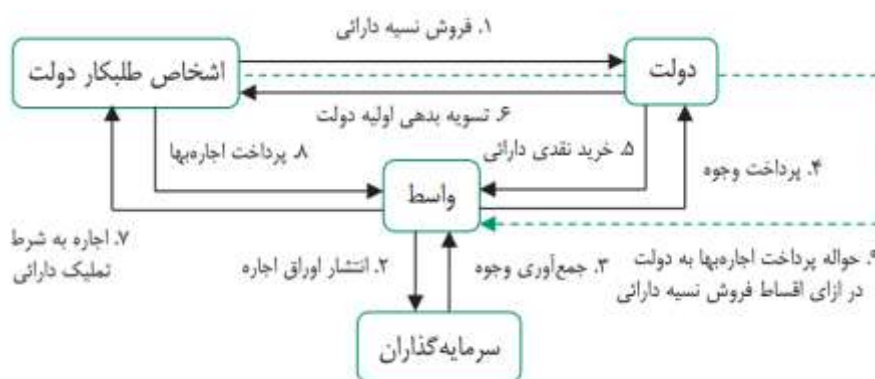
اوراق اجاره دولتی در ایران:

اوراق اجاره دولتی در ایران یکی از چالش های پیش روی دولت جمهوری اسلامی ایران تسویه مطالبات قطعی اشخاص حقیقی و حقوقی خصوصی، تعاونی و نهادهای عمومی غیردولتی از دولت و شرکت های دولتی است. از این رو، بر اساس بند ب ماده (۲) قانون رفع موانع تولید رقابت پذیر و ارتقای نظام مالی کشور، به دولت اجازه داده شده جهت تسویه مطالبات قطعی اشخاص حقیقی و حقوقی خصوصی و تعاونی از دولت و شرکت های دولتی « اوراق اجاره » منتشر نماید. تأمین مالی از طریق انتشار اوراق اجاره مستلزم فروش دارائی از سوی بانی (دولت) می باشد که این امر برای دولت مقدور نیست بنابراین استفاده از مدل رایج انتشار اوراق اجاره برای تأمین مالی دولت ممکن نیست و باید مدل جدیدی را طراحی نمود. در این مدل اشخاص طلبکار از دولت می توانند برای گرفتن طلب خود، دارائی هایشان را جهت انتشار اوراق اجاره به دولت واگذار کنند تا بر اساس این دارائیهما اوراق اجاره منتشر و طلب این اشخاص از دولت، تسویه شود.

مدلهای عملیاتی اوراق :

اوراق اجاره روی دارائی طلبکاران را در قالب دو مدل می توان منتشر کرد:

مدل اوراق اجاره مبتنی بر فروش نسبی اقساطی دارائی اشخاص طلبکار به دولت:



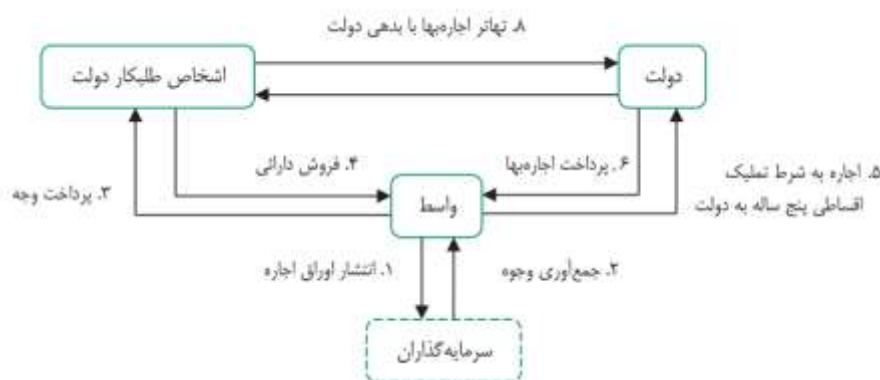
شکل ۳ مدل اوراق اجاره مبتنی بر فروش نسبی اقساطی دارائی اشخاص طلبکار به دولت

روابط میان ارکان در این مدل به صورت ذیل است:

۱. شخص طلبکار از دولت دارائی خود را به صورت نسبی اقساطی مدت دار مثلاً ۵ ساله به دولت می فروشد.

۲. دولت مالک دارائی شده و می تواند بر اساس آن، اوراق اجاره منتشر کند. بدین منظور واسط را انتخاب و وی اوراق اجاره منتشر می کند.
۳. پس از عرضه اوراق اجاره، واسط وجوه آن را جمع آوری می کند.
۴. واسط با پرداخت بهای دارائی
۵. آن را به وکالت از سرمایه گذاران به صورت نقدی از دولت خریداری می کند.
۶. دولت با وجوه حاصل از فروش دارائی، بدهی قبلی خود به شخص طلبکار را تسویه می کند.
۷. واسط به وکالت از سرمایه گذاران دارائی را به شخص طلبکار اجاره به شرط تملیک مثلاً ۵ ساله می دهد
۸. و در ازای آن اجاره بها دریافت و به سرمایه گذاران پرداخت می کند.
۹. شخص طلبکار از دولت بابت فروش اقساطی نسبه دارائی طلب دارد بنابراین واسط را به دولت حواله می دهد تا معادل اجاره بها را به جای طلبکار از دولت دریافت کند.

مدل اوراق اجاره مبتنی بر اجاره به شرط تملیک دارائی اشخاص طلبکار دولت:



شکل ۴ مدل اوراق اجاره مبتنی بر اجاره به شرط تملیک دارائی اشخاص طلبکار دولت

روابط میان ارکان در این مدل به صورت ذیل است:

۱. واسط اوراق اجاره منتشر کرده
۲. و وجوه آن را جمع آوری می کند.
۳. واسط به وکالت از سرمایه گذاران دارائی شخص طلبکار دولت را خریداری کرده
۴. و وجه آن را می پردازد.
۵. واسط به وکالت از سرمایه گذاران، دارائی را به صورت اجاره به شرط تملیک مثلاً پنج ساله
۶. با اجاره بهای فصلی به دولت اجاره می دهد.
۷. دولت دارائی را که خود اجاره کرده مجدداً به صورت اجاره به شرط تملیک مثلاً پنج ساله با شرط دریافت کل اجاره بها به صورت نقد به شخص طلبکار اجاره می دهد.
۸. مبلغ اجاره بهای نقدی که شخص طلبکار باید به دولت بابت اجاره بپردازد با طلب این شخص از دولت تهاتر می شود.

بحث و نتیجه گیری

فن آوری نوین دیجیتالی بلاک چین تغییرات نوآورانه ای را در واسطه گری مالی، از جمله در بازار سرمایه اسلامی و صکوک، ممکن کرده است. انباشت بدهی دولت به پیمانکاران، شرکتهای دولتی، نهادهای عمومی غیردولتی و بانک مرکزی یکی از چالش های اصلی دولت در شرایط فعلی است. راهکارهای متداول برای تسویه بدهی ها مانند استقراض از بانک مرکزی علاوه بر اینکه دارای اشکالاتی است، پاسخگوی حجم انبوه بدهی های دولت نیست بنابراین باید به دنبال راهکارهای جدید بود. از جمله این راهکارها می توان به تأمین مالی دولت از طریق بازار سرمایه اشاره نمود. ابزارهای مختلفی برای تأمین مالی دولت از طریق بازار سرمایه وجود دارد که یکی از این ابزارها اوراق اجاره دولتی است. اولین پشتوانه حقوقی اوراق اجاره، قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید در راستای تسهیل اجرای سیاستهای کلی اصل چهل و چهارم قانون اساسی مصوب ۱۳۸۸/۰۹/۲۵ در ۸ ماده و هفت تبصره توسط مجلس شورای اسلامی می باشد. در راستای اجرای ماده ۱۱ قانون مذکور به پیشنهاد سازمان بورس و اوراق بهادار، دستورالعمل فعالیتهای نهادهای واسط در ۹ ماده و یک تبصره، در تاریخ ۱۳۸۹/۰۵/۱۱ به تصویب شورای عالی بورس و اوراق بهادار رسید. دومین پشتوانه حقوقی اوراق اجاره، دستورالعمل انتشار اوراق اجاره مصوب ۱۳۸۹/۰۵/۱۱، اصلاحیه مصوب ۱۳۹۰/۰۸/۲۳ و ۱۳۹۴/۰۳/۱۱ توسط شورای عالی بورس و اوراق بهادار می باشد، که شامل تعاریف واژه های بکاررفته، توضیح ارکان انتشار اوراق اجاره، تبیین شرایط داری، شرایط اوراق اجاره و شرایط صدور مجوز در قالب ۳۵ ماده می باشد. به غیر از موارد فوق، مواد ۸۳، ۹۷ و ۱۲۴ قانون برنامه پنجم توسعه کشور نیز کلیاتی در خصوص اوراق صکوک دارد که جزئیات آنها در بعضی مواد قوانین بودجه سالانه کشورمان، بروز و ظهور می کند. اعمال تحریم های مالی و اقتصادی برضد جمهوری اسلامی ایران، بالا رفتن نرخ ارز، تورم بالا موجب شد درآمدهای دولت کاهش یافته و برای تسویه بدهی خود با مشکل جدی مواجه شود. یکی از راه های تأمین مالی دولت از طریق بازار سرمایه و انتشار اوراق بهادار از جمله اوراق اجاره دولتی است. انتشار این اوراق با مدل های متعارف اوراق اجاره که از سوی شرکتها انجام می شود برای دولت مقدر نیست چون مستلزم فروش دارائی دولت به نهاد واسط است که با موانع قانونی مواجه است. بنابراین؛ باید به دنبال طراحی مدل های جدیدی برای اوراق اجاره بود. مزیت های اوراق اجاره دولتی به شرح ذیل است:

۱. مهمترین اهداف کاربردی انتشار اوراق اجاره بر بستر فن آوری نوین دیجیتالی بلاک چین، مانند هر ابزار مالی قابل قبول دیگر در اقتصاد، تأمین مالی و قابلیت اجرای سیاست پولی بانک مرکزی است و این امور برخاسته از ویژگی های ذاتی عقد اجاره (که همانها در اوراق اجاره وجود دارند) می باشد.
۲. مزیت اقتصادی اوراق اجاره بر بستر فن آوری نوین دیجیتالی بلاک چین این است که با برخورداری از یک پشتوانه قوی و حقیقی (دارائی مبنای انتشار اوراق اجاره) منتشر می شوند و خریداران اوراق، در حقیقت با خرید اوراق، مالک سهم مشاعی از دارائی می شوند. به خاطر همین مشخصه، ریسک این اوراق، پایین می باشد. از طرف دیگر بانی نیاز به نقدینگی دارد و با فروش این دارائی، نقدینگی مورد نیاز خود را بدست می آورد و حتی در نوع دوم اوراق اجاره، ضمن این که بانی، دارائی را می فروشد؛ با اجاره آنها، دوباره از وجود دارائی منتفع می شود.
۳. یکی دیگر از مزایا و صفات اوراق اجاره، الزام به پرداخت اجاره بها (سود معین) است. هم در اوراق قرضه و هم در اوراق اجاره، پرداخت سود معین وجود دارد؛ اما به جهت اختلاف در مبانی حقوقی، پرداخت اجاره بها در اوراق اجاره، آن را به یکی از باصرفه ترین و شرعی ترین معاملات، تبدیل می کند؛ در حالی که پرداخت سود در اوراق قرضه، آن را به معامله ربوی، (دارائی ریسک بالا) به خاطر عدم پشتوانه دارائی و مطرود از نظر اسلام تبدیل می کند.

این مقاله با استفاده از روش توصیفی-تحلیلی نشان می دهد که می توان با استفاده از انتشار اوراق اجاره بر بستر فن آوری نوین دیجیتالی بلاک چین راهکاری جدید برای تسویه دیون دولت از طریق بازار سرمایه در ایران ارائه نمود.

پیشنهادهای:

۱. اوراق قرضه به عنوان ابزار سنتی سیاست پولی، ماهیت ربوی دارد. فلذا استفاده از ابزارهای جایگزین مثل اوراق اجاره ضروری است و اوراق اجاره، اوراق بهاداری است که دارنده آن مالک بخشی از دارائی است که بر اساس عقد اجاره به او واگذار می شود.
۲. برای فراگیری و عام پسندشدن انواع اوراق، بویژه اوراق اجاره، تصویب و کشف عوامل ارتقای انگیزه های ورود در خرید و فروش اوراق اجاره مثل تصویب انواع معافیت های مالیاتی و ... مؤثر و کارساز می باشد.
۳. برای فراگیرشدن انتشار و کاربرد اوراق اجاره در سطح تمامی استانها و بخش های کشور، ادارات برنامه و بودجه استانها، می توانند بعضی مشکلات مالی و پولی حوزه کاری خودشان را از طریق اوراق اجاره سروسامان بدهند.
۴. از آنجایی که ابزارهای مالی اسلامی با بازدهی ثابت، با روحیه غالب سرمایه گذاران جامعه، سازگاری بیشتری دارد، فلذا باید این امر مورد اقبال تصمیم گیران و کارشناسان بانک مرکزی و سازمان بورس و اوراق بهادار، قرار بگیرد.
۵. برای جذابیت و کاربرد بیشتر اوراق اجاره، باید فرایند طولانی انتشار اوراق اجاره، مورد تجدیدنظرخواهی واقع بشود و این کار از طریق انتشار اوراق اجاره بر بستر فن آوری نوین دیجیتالی بلاک چین امکان پذیر خواهد بود.
۶. ادغام نهادهای موازی در مراحل تصمیم گیری و انتشار ابزارهای مالی اسلامی در ایران، برای استفاده بیشتر از ظرفیت های مالی و پولی این ابزارها، مورد تأکید است.
۷. استمرار و تداوم بیشتر در انتشار اوراق اجاره بر بستر فن آوری نوین دیجیتالی بلاک چین ، برای موفقیت هرچه بیشتر سیاست پولی، ضروری می باشد.

منابع

- آیین نامه اجرایی انتشار اوراق مشارکت شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار مصوب هیئت دولت، ۱۳۸۴
توحیدی، محمد (۱۳۹۳). بررسی فقهی انتشار اوراق اجاره و مرابحه چند طبقه اعتباری. تحقیقات مالی اسلامی، ۴(۱)، ۱۳۵-۱۶۸.
توحیدی، محمد(۱۳۹۲). سازوکارهای ارتقای رتبه اعتباری اوراق بهادار در تأمین مالی ساختاریافته، مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی، سازمان بورس و اوراق بهادار، سازمان بورس و اوراق بهادار، دستورالعمل انتشار اوراق اجاره، مصوب ۱۳۸۹/۵/۱۱، اصلاحیه مصوب ۱۳۹۰/۸/۲۳ و ۹۴/۳/۱۱
سازمان بورس و اوراق بهادار، دستورالعمل انتشار اوراق سفارش ساخت، مصوب ۱۳۹۲/۹/۲
سازمان بورس و اوراق بهادار، دستورالعمل انتشار اوراق مرابحه، مصوب ۱۳۹۰/۹/۲۶ قانون مدنی جمهوری اسلامی ایران
معصومی، رسول؛ محمدی اوات، سید حسن؛ (۱۴۰۰) بررسی تاثیر گزارشگری مالی تحت وب بر عدم تقارن اطلاعاتی. فصلنامه مدیریت منابع در نیروی انتظامی، ۹(۱)، ۲۹۷-۳۲۰.
معصومی، رسول؛ ابراهیمی گردشی، محمد(۱۴۰۱). فن آوری نوین دیجیتالی بلاک چین و عدم تقارن اطلاعات. نشریه علمی رویکردهای پژوهشی نوین مدیریت و حسابداری، ۶(۲۳)، ۶۹۷-۷۱۵.
معصومی، رسول؛ ابراهیمی گردشی، محمد(۱۴۰۱) کاربرد فن آوری نوین دیجیتالی بلاک چین برای حل چالش های حاصل از عدم تقارن اطلاعات در شرکت های بیمه. هفتمین همایش بین المللی و دهمین همایش ملی مدیریت و حسابداری ایران، همدان، اسفند ۱۴۰۱

معصومی، رسول؛ ابراهیمی گردشی، محمد؛ (۱۴۰۱) بلاک چین در بازار صکوک. فصلنامه علمی تخصصی پژوهش های کاربردی در مدیریت و علوم انسانی، ۳(۹)، ۱۱۰-۱۲۲.