

## صکوک ابزار نوآورانه مالی-اسلامی، شرح کاملی بر صکوک

شراره سادات جمال<sup>۱</sup>، علی لعل بار<sup>۲</sup>

<sup>۱</sup> دانشجوی دکتری مهندسی مالی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد اراک (نویسنده مسئول)

<sup>۲</sup> استادیار و عضو هیئت علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد اراک

### چکیده

استفاده از فرآیندهای اوراق بهادارسازی یکی از کارآمدترین ابزارهای مالی جهت تاب آوری اقتصاد به شمار می آید. اوراق بهادارسازی خلق و انتشار اوراق بدهی، یا اوراق قرضه ای است که پرداخت های اصل و بهره آن از محل جریان نقدی مجموعه مجزایی از دارایی ها صورت می گیرد. صکوک یکی از این فرآیندها است. در این مقاله سعی شده است تا شرح مبسوطی بر صکوک، انواع آن و نحوه انتشار آنها نوشته شود. همچنین زیرساختهای لازم جهت انتشار آنها و سازوکار مالیاتی آنها مورد بررسی بیشتر قرار گرفته است. در انتها به مقایسه جایگاه و میزان انتشار آن در جهان بویژه میان کشورهای اسلامی، پرداختیم.

**واژه های کلیدی:** فرآیند اوراق بهادار سازی، اوراق قرضه، اوراق مشارکت، صکوک

## ۱. مقدمه

در سال های اخیر جهت تحقق اقتصادی مقاوم و تاب آور در بازار سرمایه، می بایست تسهیل فضای کسب و کار و توانمند ساختن بنگاه هایی که در اثر نااطمینانی های ناشی از تحریم، تلاطم های ارزی و افزایش بهای تمام شده کالا و خدمات، در برابر تکانه های اقتصادی آسیب پذیری بالایی داشتند، موردتوجه قرار می گرفت. در این راستا بازار سرمایه نقش پررنگ تری در تامین منابع مالی بر عهده گرفت تا بتواند برای رفع بزرگ ترین مشکل فضای کسب و کار یعنی تامین منابع مالی گام های موثری بردارد. ازاین رو توسعه بازار بدهی و تنوع ابزارهای تامین مالی در دستور کار بازار سرمایه قرار گرفت. (مومن زاده، ۱۳۹۷)

استفاده از فرآیندهای اوراق بهادارسازی یکی از کارآمدترین ابزارهای مالی در توسعه بازار بدهی و تنوع ابزارهای تامین مالی به شمار می آید.

اوراق بهادارسازی خلق و انتشار اوراق بدهی، یا اوراق قرضه ای است که پرداخت های اصل و بهره آن از محل جریان نقدی مجموعه مجزایی از دارایی ها صورت می گیرد. فرایند اوراق بهادارسازی سرمایه گذاران را قادر می سازد تا مدیریت ریسک خود را بهبودبخشند، به بازده های ریسک تعدیل شده بهتری دست یابند و به نقدینگی بیشتری دسترسی داشته باشند. (زندیه و زندیه، ۱۳۹۳)

در میان ابزارهای معرفی شده به بازار سرمایه صکوک نقش پررنگی چه در زمینه مبانی و چه در زمینه عملیاتی از خود نشان داده است. از اینرو دراین مقاله سعی شده است تا با تشریح کامل این ابزار راهی جهت تاب آورتر نمودن بازار سرمایه معرفی نماییم.

## ۲. معرفی صکوک

فرهنگ "المنجد" واژه "صک" (جمع آن أَصْک، صُکوک و صِکاک) را کتاب، نامه و رسید دریافت پول و... ترجمه کرده است. دایره المعارف "قاموس عام لکل فن و مطلب" در این رابطه چنین بیان می کند: "صک به معنای سند و سفته (سفته) است و معرب واژه چک در فارسی است. اعراب این واژه را توسعه دادند و آن را بر کلیه ی انواع حوالجات و تعهدات به کار بردند. آن ها این واژه را بر کتاب به صورت عام و بر سند اقرار به مال به صورت خاص اطلاق کردند. در عرف عرب این واژه، حواله، انواع سفته، سند و هر آنچه که تعهد یا اقراری از آن ایفاد شود را شامل می شود. واژه های صک الوکاله به معنای وکالت نامه و صک الکفاله به معنای کفالت نامه نیز در زبان عربی رواج یافته است." (صادقی، ۱۳۸۷، ۱۵۸).

استاندارد شرعی شماره ی ۱۷ سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی، صکوک را این گونه تعریف کرده است: گواهی هایی با ارزش اسمی یکسان که پس از اتمام عملیات پذیرهنویسی، بیانگر پرداخت مبلغ اسمی مندرج در آن توسط خریدار به ناشر است و دارنده آن مالک یک یا مجموعه ای از دارایی ها، منافع حاصل از دارایی و یا ذینفع یک پروژه یا یک فعالیت سرمایه گذاری خاص می شود.

حق وعباس<sup>۱</sup>، کحف<sup>۲</sup>، الگاری<sup>۳</sup> و زرقا<sup>۴</sup> ایده های اصلی درباره انتشار صکوک را ارائه کردند. همچنین سویلم<sup>۵</sup> و الگامل<sup>۶</sup> به دقت عامل عدم اطمینان را درحوزه نظام مالی اسلامی مورد بررسی قرار داده اند (Arsalan Tariq & Dar, 2007: 204-206).

<sup>۱</sup>Haque & Abbas, 1999

<sup>۲</sup>Kahf, 1997

<sup>۳</sup>Elgari, 1997

صکوک اوراق بهادار اسلامی است که با درگیر کردن یک دارایی مشخص فیزیکی و به میان آوردن قراردادهایی منطبق با قانون بانکداری بدون ربا است.

### ۳. جرایمی صکوک

استفاده از فرآیندهای اوراق بهادارسازی یکی از کارآمدترین ابزارهای مالی به شمار می آید. اوراق بهادارسازی خلق و انتشار اوراق بدهی، یا اوراق قرضه ای است که پرداخت های اصل و بهره آن از محل جریان نقدی مجموعه مجزایی از دارایی ها صورت می گیرد. فرایند اوراق بهادارسازی سرمایه گذاران را قادر می سازد تا مدیریت ریسک خود را بهبود بخشند، به بازدهی های ریسک تعدیل شده بهتری دست یابند و به نقدینگی بیشتری دسترسی داشته باشند. (زندیه و زندیه، ۱۳۹۳)

اوراق قرضه و اوراق مشارکت دو نمونه مشخص از اوراق بهادار می باشند. اوراق قرضه امروزه یکی از ابزارهای مالی بسیار مهم است که امکان حذف آن از بازارهای مالی و پولی یک کشور بسیار سخت و حتی غیر ممکن به نظر می رسد. اوراق قرضه تنها در فرآیند تأمین مالی به کار نمی رود، بلکه خرید و فروش اوراق قرضه دولتی بوسیله بانک مرکزی، از ابزارهای مهم برای اعمال سیاستهای پولی از طریق عملیات بازار باز می باشد. دخالت مقامات بانکی در بازار اوراق قرضه دولتی، به منظور تنظیم پایه پولی متناسب با نیازهای نقدینگی اقتصاد، عملیات بازار باز نامیده می شود.

چون بهره معین، قسمتی از ذات اوراق قرضه می باشد، بنابراین با توجه به قانون ربا در اسلام در واقع امکان استفاده از اوراق قرضه به صورت کامل از بین می رود. حتی در بسیاری از کشورهای دیگر هم که چنین قانونی اعمال نمی شود، برخی از مسلمانان به دلیل اعتقادات دینی استقبالی از اوراق قرضه نمی کنند و بهره اوراق قرضه را برابر با ربا می دانند.

ابزارهای جایگزین اوراق قرضه علاوه بر داشتن همه مزایای اوراق قرضه که باعث استفاده گسترده از آن می شود، باید بتواند این مشکل اساسی و ماهیتی آن را که همان نرخ سود ثابت است، به درستی بر طرف کند، وگرنه نخواهد توانست جایگزین مناسبی برای اوراق قرضه باشد. اولین جایگزینی که برای اوراق قرضه در ایران طراحی شده است اوراق مشارکت می باشد که چندین سال است به شکلهای مختلف مورد استفاده قرار می گیرد. (فطرس و سایرین، ۱۳۹۰)

اوراق مشارکت همان اوراق قرضه است که مطابق قانون بانکداری اسلامی منتشر می شود. ماهیت حقوقی اوراق مشارکت بر پایه عقد مشارکت مدنی قابل تحلیل است. اما یکی از ناکارآمدیهای اوراق مشارکت در مورد شرکتهایی است که احتیاج به تأمین مالی در غیر امور توسعه ای دارند. فرضاً اگر شرکتی احتیاج به نقدینگی برای رفع مشکلات جاری خود داشته باشد نمی تواند از اوراق مشارکت استفاده کند، زیرا در تعریف این اوراق آمده است که این اوراق باید برای تأمین مالی پروژه ای خاص باشند و نمی توانند در امور دیگر مورد استفاده قرار گیرند. در حالیکه بسیاری از مشکلات بنگاههای اقتصادی مربوط به سرمایه در گردش و نقدینگی جاری است.

با توجه به همه مباحث بالا، به نظر می رسد اوراق مشارکت به تنهایی نمی تواند جایگزینی کامل برای اوراق قرضه باشد و باید علاوه بر بررسی و رفع نقایص آن، به دنبال معرفی و استفاده از ابزار جدید مالی بود که بتواند جایگزینی مناسب برای اوراق قرضه باشد.

یکی از جذابیت های اسناد و اوراق قرضه رایج این است که از آن ها به عنوان ابزار مدیریت نقدینگی استفاده می شود ولی بانک های اسلامی نمی توانند از چنین ابزارهای ربوی استفاده کنند.

<sup>۴</sup>Zarqa,1997

<sup>۵</sup>Suwailem –Al,2000

<sup>۶</sup>Gamal-El,2000

اندیشمندان مسلمان با توجه به اهمیت تأمین مالی شرکت‌ها از روش‌های اسلامی، ابتدا به ایجاد نظام بانکداری اسلامی و سپس به فکر طراحی بازار سرمایه اسلامی افتادند. در این میان نقش ابزارهای مالی اسلامی یا صکوک در نظام تأمین مالی اسلامی بسیار برجسته است.

بدین ترتیب طی دو دهه اخیر شاهد شکل‌گیری ساختار ابزارهای مالی صکوک مطابق با شریعت اسلام در کشورهای اسلامی بوده‌ایم تا شرکت‌ها با استفاده از نوآوری‌های موجود در ابزارهای مالی اسلامی ساختاریافته، بتوانند خلأ ناشی از کمبود ابزارهای مالی متداول در بازارهای مالی متعارف را جبران کنند. (زندیه و زندیه، ۱۳۹۴)

#### ۴. تاریخچه

اولین تلاش‌ها برای غلبه بر مسأله نقدینگی که بانک‌های اسلامی با آن مواجه بودند، توسط بانک مرکزی مالزی در ژولای ۱۹۸۳ و پس از آن انجام شد که نخستین بانک اسلامی مالزی بود که از اوراق بهادار دولتی یا اسناد خزانه که بهره پرداخت می‌کردند استفاده نکرد. بنابراین اوراق بی‌بهره با نام گواهی سرمایه‌گذاری دولتی منتشر شد. این گواهی‌ها نشان‌دهنده بدهی بانک اسلامی مالزی به دولت بود. نرخ بهره از پیش تعیین شده‌ای برای این اوراق وجود نداشت، بلکه نرخ بازدهی آن‌ها توسط دولت و به تشخیص آن اعلام می‌شد.

جمهوری اسلامی ایران نیز در سال ۱۹۹۴ میلادی مقررات ناظر بر انتشار اوراق مشارکت را تهیه کرد و شهرداری تهران به عنوان ناشر، اولین اوراق مشارکت را جهت تأمین مالی پروژه بزرگراه شهید نواب صفوی منتشر نمود. بدلیل عدم اطلاع محققان حوزه مطالعات مالی اسلامی از این ابداع، ایده‌ی استفاده از ابزارهای مالی اسلامی را به اوایل سالهای ۱۹۹۷ میلادی یعنی ۳ سال پس از تصویب ضوابط اجرایی انتشار اوراق مشارکت ایران نسبت می‌دهند.

طبق آمار در ایران اولین اوراق اجاره در سال ۱۳۸۹، اولین اوراق مرابحه در سال ۱۳۹۱، اولین اوراق سفارش ساخت در سال ۱۳۹۴ و اولین اوراق رهنی در سال ۱۳۹۵ منتشر شد.

#### ۵. سازو کار صکوک

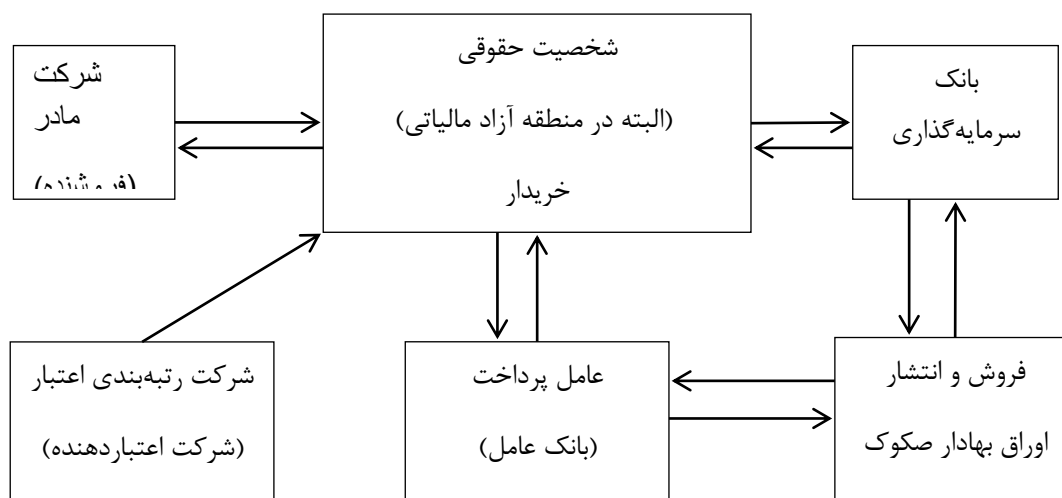
شرکتی که در نظر دارد اوراق بهادار صکوک منتشر کند، ابتدا یک شخصیت حقوقی ایجاد می‌کند و بخشی از داراییهای خود را در آن شخصیت حقوقی قرار می‌دهد. به این ترتیب یک بانک سرمایه‌گذاری با انعقاد قراردادی اقدام به انتشار اوراق صکوک در بازار میکند و پول فروش آن را در اختیار شخصیت حقوقی قرار می‌دهد. این شخصیت حقوقی با افتتاح حسابی در یک بانک نقش حسابدار و خزانه دار را به آن بانک محول میکند که وظیفه دارد سود سرمایه‌گذاری خرید اوراق صکوک را به حساب خریداران اوراق واریز کند. چنانچه انتشار اوراق صکوک بین المللی باشد دارا بودن رتبه اعتبار الزامی است که این رتبه بندی توسط شرکتهایی مانند اس‌اند‌اس لند پی<sup>۶</sup>، مودس<sup>۷</sup>، فیتچ<sup>۸</sup> انجام می‌شود. شخصیت حقوقی ایجاد شده که دارای عمری حداکثر ۷ ساله است حتما باید در منطقه آزاد مالیاتش ثبت شود تا در تبادل اوراق هزینه گزافی برای مالیات پرداخت نکند و سود بیشتری نصیب خریداران اوراق شود.

<sup>۶</sup>S&P

<sup>۷</sup>MOODS

<sup>۸</sup>FITCH

شرکت حقوقی پس از سررسید اوراق صکوک منحل می شود و شرکت مادر یا همان هلدرها اعلام می کنند افراد به جای اینکه اصل پول خود را بگیرند میتوانند دارای سهام شوند. برای آنکه هلدرها در شخصیت حقوقی تاسیس شده به منظور انتشار اوراق صکوک حرفی برای گفتن داشته باشند، یک سهامدار طلایی محسوب میشوند. نکته قابل توجه این است که عامل پرداخت سود خریداران اوراق را می پردازد. به ساده ترین بیان روش کار بدین صورت است که ابتدا بانی توسط واسطه ایجاد یا انتخاب می شود. در ادامه واسطه امین را مشخص نموده و دارایی ارزش گذاری می شود. در مرحله بعد موسسه رتبه بندی اعتباری اوراق صکوک که قرار است رتبه بندی شود را رتبه بندی اعتباری می کند. واسطه شرکت تامین سرمایه را مشخص می کند. سپس واسطه امیدنامه اوراق را تهیه نموده و از طریق شرکت تامین سرمایه اقدام به پذیره نویسی صکوک می نماید. شرکت تامین کننده سرمایه با توجه به نوع دارایی اقدام به انتشار صکوک می کند. در شکل زیر فرایند انتشار صکوک نشان داده شده است:



#### ۱:نمای شماتیک سیستم انتشار اوراق صکوک (کردلویی، ۱۳۹۰)

آنچه از شکل فوق پیداست انتشار اوراق صکوک نیازمند پنج عنصر زیر است:

۱. بانی<sup>۱</sup>: منظور هر شخصیت حقوقی است که به منظور تامین مالی، اقدام به فروش داراییهای خود به واسطه نموده و مجدداً به منظور انتفاع از داراییها اقدام به اجاره آنها از واسطه می نماید. استفاده از لفظ بانی برای این شخص حقوقی از این جا نشأت گرفته است که بانی آغازگر فرآیند عملیاتی انتشار اوراق است. بر اساس ضوابط انتشار اوراق بهادار بانی باید در ایران به ثبت رسیده باشد، حداکثر نسبت بدهی آن ۹۰ درصد بوده و اظهار نظر موسسه حسابرسی معتمد سازمان بورس و اوراق بهادار، در مورد آن به صورت اظهار نظر مردود یا عدم اظهار نظر نباشد. (سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۸۶) بر اساس تبصره ۳ ماده ۶ همین ضوابط حداکثر نسبت بدهی برای بانکها، موسسات مالی و اعتباری که به عنوان بانی عمل می کنند، توسط بانک مرکزی تعیین می شود. (سعیدی و سروش، ۱۳۸۸)

۲. واسطه<sup>۲</sup>: واسطه معمولاً یک شرکت سهامی خاص یا با مسئولیت محدود است که به منظور خاص<sup>۳</sup> (انتشار اوراق) تاسیس می شود. واسطه ممکن است از نظر زمانی به صورت محدود یا نامحدود باشد. این شرکت معمولاً توسط بانی و

<sup>۱</sup>Originator

<sup>۲</sup>Special Purpose Vehicle (SPV).

به منظور کاهش هزینه های تامین مالی تاسیس می شود. البته در کشورهای پیشرفته که میزان اوراق منتشره زیاد است معمولاً چنین شرکت هایی صرفاً به عنوان واسط تاسیس می شوند. وظیفه اصلی واسط انتشار اوراق صکوک می باشد. از نظر حقوقی واسط به عنوان حق العمل کار یا وکیل می تواند اقدام به فعالیت نماید.

شرکت های واسط به جز در فرآیند انتشار اوراق بهادار اسلامی در فرآیند تبدیل دارایی ها به اوراق بهادار<sup>۳</sup> نیز مورد استفاده قرار می گیرند. این فرآیند که در حال حاضر بیشتر با عنوان نوعی تامین مالی ساختار یافته<sup>۴</sup> از آن یاد می شود تاریخچه ای ۲۰۰ ساله در کشورهای دانمارک و آلمان دارد. شکل جدید آن نیز از دهه ۱۹۳۰ در ایالات متحده آمریکا جهت تامین مالی مسکن و فروش وام های رهنی ایجاد شده است. شرکت های واسط برای نخستین بار در آمریکا جهت تسهیل در فرآیند تبدیل دارایی های بانکی (دیون) به اوراق رهنی ایجاد شده اند. به دلیل جلوگیری از ریسک ورشکستگی، شرکتهای واسط تنها می توانند یک فعالیت خاص انجام دهند و از انجام سایر فعالیتها منع شده اند. شخصیت حقوقی این نوع شرکتها معمولاً با مسئولیت محدود و یا شرکت مختلط غیر سهامی<sup>۵</sup> است. (سعیدی و سروش، ۱۳۸۸)

بر اساس ماده ۸ ضوابط ابزار مالی اوراق، این شرکت توسط امین و با مجوز سازمان بورس و اوراق بهادار تاسیس شده و فعالیت می نماید (سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۸۶). کاهش ریسک اعتباری، کاهش ریسک ورشکستگی و افزایش اطمینان سرمایه گذاران از مالکیت مشاع در دارایی از جمله مهمترین دلایل ایجاد واسط می باشند. در واقع وجود واسط سبب کاهش ریسک و افزایش شفافیت اطلاعاتی خواهد شد. در بسیاری از موارد این گونه شرکتها تنها برای انتشار یک نوع اوراق بهادار تاسیس می شوند و پس از پایان سررسید اوراق منحل می شوند. (سروش و صادقی، ۱۳۸۷)

بر اساس قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید در بهمن ماه ۱۳۸۸ شرکتهای واسط (ناشر) مالی دارای سه ویژگی زیر هستند:

- ماده ۱ همان قانون: امکان استفاده از عقود اسلامی برای تامین مالی از طریق انتشار اوراق بهادار
- ماده ۱۱ همان قانون: معافیت واسط از پرداخت هر گونه مالیات بر درآمد مربوط به تامین مالی عمومی
- ماده ۱۲ همان قانون: معاف بودن درآمدهای حاصل از فروش دارایی به نهاد واسط

۳. سرمایه گذاران: منظور صاحبان اوراق می باشد.

۴. امین: منظور نهادی است که حافظ منافع سرمایه گذاران است و وظیفه بررسی وثائق و ضمانتهای لازم جهت انتشار اوراق را بر عهده داشته و بر کل فرآیند صکوک اجاره نظارت کامل دارد.

در ایران این وظیفه بر عهده شرکت مدیریت دارایی مرکزی<sup>۶</sup> می باشد. شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه با توجه به جایگاهی که در بازار سرمایه دارد باید حافظ منافع خریداران اوراق بهادار اسامی (صکوک) بوده و بر تمام

<sup>۳</sup>Special Purpose Vehicle

<sup>۴</sup>Securitization

<sup>۵</sup>Structured Finance

<sup>۶</sup>Limited partnership

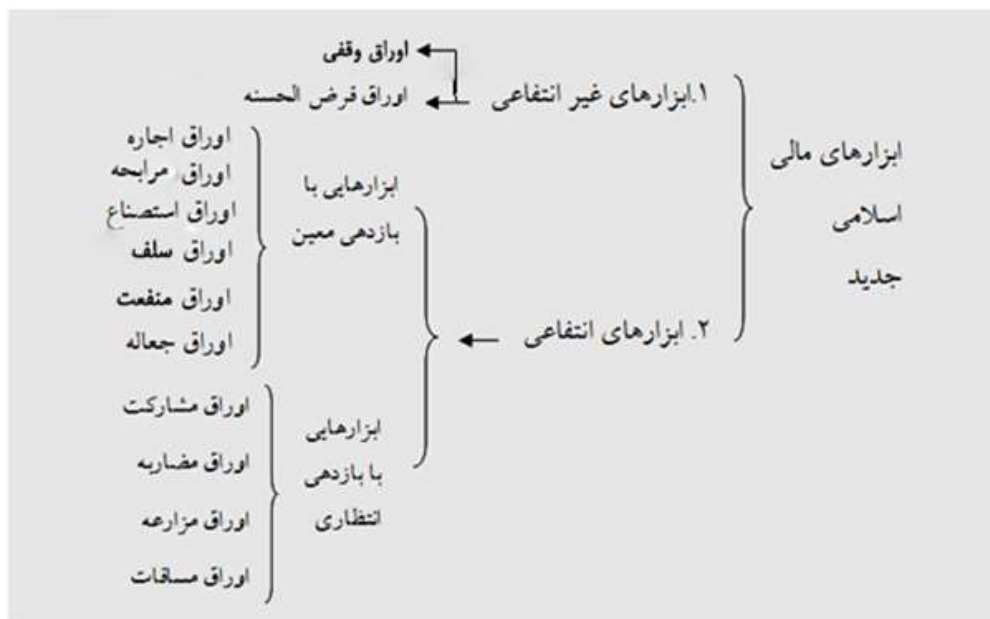
<sup>۱۶</sup> شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه به موجب ماده ۲ دستورالعمل فعالیت نهادهای واسط مصوب ۸۹/۵/۱۱ شورای عالی بورس و اوراق بهادار تاسیس گردیده و موضوع فعالیت آن: تأسیس، اداره و راهبری نهادهای واسط موضوع بند د ماده ۱ قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید به منظور تسهیل اجرای سیاست

مراحل اعم از خرید و اجاره دارایی، فروش و بازخرید اوراق، نحوه بکارگیری سرمایه جذب شده با توجه به ماهیت اوراق، نحوه پرداخت سود اوراق و نحوه عملکرد نهادهای واسطه و ارکان انتشار اوراق نظارت نماید.

۵. موسسه اعتبار دهنده: موسسه ای است که اقدام به رتبه بندی اعتباری صکوک اجاره می نماید.

## ۶. انواع اوراق صکوک

به طور شماتیک ساختار اوراق صکوک به صورت زیر است:



شکل ۲: ساختار اجمالی اوراق بهادار اسلامی (صکوک)

### ۱-۶: دسته اول: ابزارهای مالی غیر انتفاعی

#### الف- اوراق قرض الحسنه

اوراق بهاداری است که بر اساس قرارداد قرض بدون بهره منتشر می شود و به موجب آن قرارداد، ناشر اوراق به میزان ارزش اسمی آنها از دارندگان اوراق استقراض می کند و به همان مقدار به آنان بدهکار است و بایستی در سررسید معین یا عندالمطالبه به آنان بپردازد.

#### ب- اوراق وقفی

اوراق بهادار با نامی است که به قیمت اسمی مشخص برای مدت معین (زمان احداث پروژه) منتشر می شود و به واقفینی که قصد مشارکت در طرح های عام المنفعه را دارند واگذار می گردد. ابزارهای مالی انتفاعی با سود معین و قابل فروش در بازار ثانوی.

تهای کلی اصل چهل و چهارم قانون اساسی بر اساس دستورالعمل فعالیت نهادهای واسطه، مصوب شورای عالی بورس و سایر مقررات مربوطه است. همچنین این شرکت، با رعایت قوانین و مقررات مربوطه می تواند نسبت به سایر فعالیتها اقدام نماید.

## ۲-۶: دسته دوم: ابزارهای مالی انتفاعی

## ۲-۶-۱: ابزارهای مالی انتفاعی با بازدهی معین

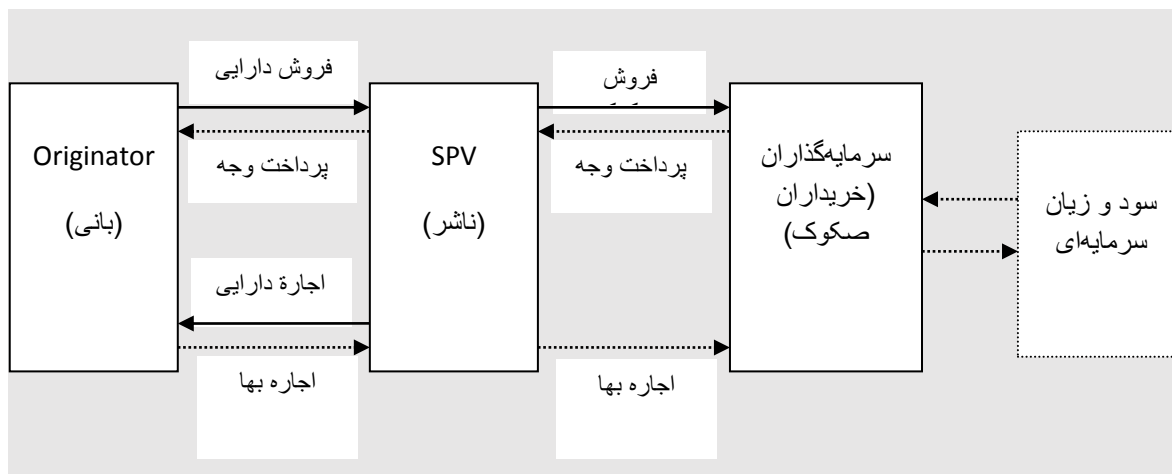
## ۱- اوراق اجاره

اوراق اجاره اوراق بهاداری است که دارنده آن مالک بخشی از دارایی است که براساس قرارداد اجاره واگذار شده است. در بین انواع صکوک، اوراق اجاره یک محصول متمایز به شمار می رود که جایگاه خوبی در بین سرمایه گذاران مسلمان نسبت به سایر اوراق پیدا نموده است و ناشران نیز صکوک اجاره را روش مناسبی برای تجهیز منابع می دانند.

ایده انتشار صکوک اجاره برای نخستین بار توسط منذر قحف در مقاله معروف وی با عنوان استفاده از اوراق اجاره دارایی برای پوشش شکاف بودجه در سال ۱۹۹۷ مطرح شد. با وجود این، انتشار عملی صکوک اجاره برخاسته از دو عامل است. اولین عامل عبارت از تولد ایده ای که در درون مؤلفه های شریعت بوده و آرایه ی قوی باثباتی آن، بود آن چنان که در ادبیات فوق مطرح شده است. عامل دوم، افزایش تبدیل دارایی ها به اوراق بهادار در بازارهای مالی بوده است. ایده ی تبدیل کردن دارایی ها به اوراق بهادار در دهه ی ۱۹۸۰ در تأمین مالی متعارف رایج شد و در دهه ی ۱۹۹۰ در ساختارهای مختلف معاملات مالی توسط بانک های سرمایه گذاری اسلامی در زمینه ی مشارکت ها یا پروژه ها، نه در تأمین مالی اجاره ی ساختاریافته مورد استفاده قرار گرفت. به دلیل چنین تجربه ای، متخصصان مالی در بانک های اسلامی و نیز علمای شریعت تقریباً با ایده ی اوراق بهادار کردن و نیازهای اجرایی آن آشنا بودند. بنابراین ایده ی اوراق اجاره- دارایی و آشنایی با جزییات عملیاتی دارایی های تبدیل شده به اوراق بهادار منجر به توسعه ی صکوک اجاره شد.

## مراحل انتشار

ساختار کلی طراحی و انتشار اوراق صکوک اجاره به شرح زیر است: (مقررات و مستندات انتشار صکوک در بازار سرمایه ۱۳۹۸،



شکل ۳: ساختار کلی طراحی و انتشار اوراق صکوک اجاره

روش کار به این صورت است که ابتدا بانی یکسری از دارایی های خود که برای اجاره مناسب هستند را انتخاب می کند. سپس بانکی یک شرکت با مقصد خاص تأسیس می کند. این شرکت با مقصد خاص از لحاظ قانونی دارای یک شخصیت کاملاً مستقل است. بانی دارایی های منتخب را به صورت یک پرتفوی به شرکت با مقصد خاص می فروشد با این توافق که شرکت با مقصد



خاص پس از خرید دارایی ها مجدداً آنها را در قالب قرارداد اجاره در اختیار بانی قرار دهد. مدت اجاره و همچنین مبلغ اجاره بها با توافق طرفین تعیین می شود.

در مرحله بعد شرکت با مقصد خاص از طریق انتشار اوراق صکوک، دارایی های خود را به اوراق بهادار (صکوک) تبدیل می کند. اوراق صکوک دارای ارزش مساوی هستند و هر یک بیانگر مالکیت مشاع قسمتی از دارایی های مورد اجاره می باشند. به عبارت دیگر سرمایه گذارانی که اقدام به خرید اوراق صکوک می نمایند به نسبت میزان ارزش اوراق خود در مالکیت آن دارایی ها به صورت مشاع شریک می شوند.

بانی به موجب قرارداد اجاره باید مبلغ اجاره بها را طبق شرایطی که در قرارداد ذکر شده در اختیار شرکت با مقصد خاص قرار دهد. شرکت با مقصد خاص نیز باید اجاره بها را بین دارندگان صکوک تقسیم کند. البته فرآیند دریافت و پرداخت وجوه معمولاً توسط یک مؤسسه امین انجام می شود.

هنگامی که مدت زمان اجاره به پایان می رسد، جریان نقدی حاصل از اجاره بها نیز متوقف می شود مالکیت دارایی های مورد اجاره نیز در اختیار دارندگان صکوک است. حال اگر ارزش بازار دارایی های مذکور بیش از مبلغ اسمی مندرج در اوراق صکوک باشد آنگاه دارندگان صکوک پس از اتمام مدت زمان اجاره با فروش دارایی ها، سود سرمایه ای به دست می آورند و در غیر این صورت با زیان سرمایه ای مواجه می شوند. بنابراین در حالیکه درآمد حاصل از اوراق صکوک نسبتاً پایدار و دارای ریسک اندکی است اما خود اوراق می توانند با ریسک کاهش قیمت مواجه شوند. طبیعتاً این موضوع می تواند انگیزه سرمایه گذاران برای خرید صکوک را کاهش دهد. به همین دلیل معمولاً همراه با اوراق صکوک یک اختیار فروش نیز در اختیار سرمایه گذاران قرار می گیرد تا در صورت تمایل بتوانند دارایی های مربوطه را در زمان انقضای قرارداد اجاره به قیمت اسمی به خود بانی بفروشند.

حال می توان به تفاوت های بین صکوک اجاره و اوراق قرضه متعارف اشاره کرد: ( مقررات و مستندات انتشار صکوک در بازار سرمایه، ۱۳۹۸)

۱. اول اینکه صکوک بیانگر مالکیت یک دارایی مشخص است در حالی که اوراق قرضه فقط حاکی از تعهد بدهی هستند. یعنی رابطه بین صادرکننده و خریدار اوراق قرضه رابطه وام دهنده و وام گیرنده است که نرخ بهره وام هم ثابت است و این همان رباست.
۲. دوم نکته این است که دارایی موضوع اوراق صکوک از نظر شرعی باید مجاز و صحیح باشد. در حالی که در اوراق قرضه دارایی هایی که از نظر اسلام پذیرفته نیست نیز می تواند پشتوانه اوراق قرار بگیرد.
۳. سوم اینکه اعتبار اوراق قرضه به اعتبار صادرکننده یا ناشر آن وابسته است و با آن سنجیده می شود در حالی که اعتبار صکوک به ناشر بستگی ندارد بلکه به ارزش دارایی پشتوانه بستگی دارد.
۴. چهارم اینکه فروش صکوک در بازار ثانویه فروش مالکیت یک دارایی است اما فروش اوراق قرضه فروش بدهی است.
۵. پنجمین تفاوت هم این است که در صکوک امکان افزایش اصل دارایی و در نتیجه ارزش خود ورقه صکوک وجود دارد در حالی که اصل بدهی در اوراق قرضه قابلیت افزایش ندارد.

در برابر این ۵ تفاوت، وجوه تشابه صکوک و اوراق قرضه هم شامل قابلیت نقدشوندگی در بازار ثانویه، درجه بندی اعتباری توسط مؤسسات رتبه بندی، قابلیت افزایش اعتبار و تنوع در طراحی و عرضه هستند.

## ۲- اوراق مرابحه

صکوک مرابحه، نوعی صکوک سرمایه گذاری است که بیانگر مالکیت واحدهای سرمایه گذاری با ارزش برابر از یک کالای مرابحه می باشد و برای تامین مالی کالای مرابحه منتشر می شود. در این صکوک، ناشر صکوک، فروشنده کالای مرابحه به حساب می آید؛ پذیرهنویس، خریدار کالا (مالک کالای مرابحه) و وجوه دریافتی نیز هزینه خرید کالا به حساب می آید. بر اساس موازین

شریعت، صکوک مباحه قابل معامله در بازار ثانویه نیست؛ زیرا این اوراق بیانگر بدهی خریدار کالا به دارنده اوراق صکوک و معامله آن ربوی است. هرچند صکوک مباحه نوعی ابزار بدهی است و نمی توان آن را در بازار ثانویه معامله کرد، ولی به دلیل استنباط مبتنی بر تساهل فقهای مالزی، این صکوک در بازار ثانویه مالزی معامله می شود و از این رو در مالزی رایج است. البته شاید بتوان گفت در صورت ترکیب صکوک مباحه با سایر صکوک قابل معامله در بازار ثانویه به نحوی که صکوک مباحه سهم ناچیزی از آن پرتفوی را تشکیل دهد، معامله صکوک مباحه نیز در بازار ثانویه بلاشکال است.

### مراحل انتشار

- ۱- در این روش بانی با مراجعه به امین (شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه) و تشکیل شرکت واسط، درخواست خود را در خصوص نیاز تأمین مالی جهت خرید کالا ارائه می نماید.
- ۲- شرکت واسط بعد از کسب مجوزهای لازم، اوراق بهادار مباحه را منتشر نموده و وجوه حاصل از انتشار اوراق را جمع آوری می کند، سپس به وکالت از طرف سرمایه گذاران، دارایی مورد نیاز بانی را خریداری نموده و به قیمتی بالاتر به بانی به صورت اقساطی می فروشد.
- ۳- بانی دارایی را از واسط تحویل گرفته و اقساط خود را در مواعد مقرر پرداخت می نماید.
- ۴- واسط اقساط اوراق را از طریق شرکت سپرده گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه به سرمایه گذاران پرداخت می نماید. (مقررات و مستندات انتشار صکوک در بازار سرمایه، ۱۳۹۸)

### ۳- اوراق استصناع

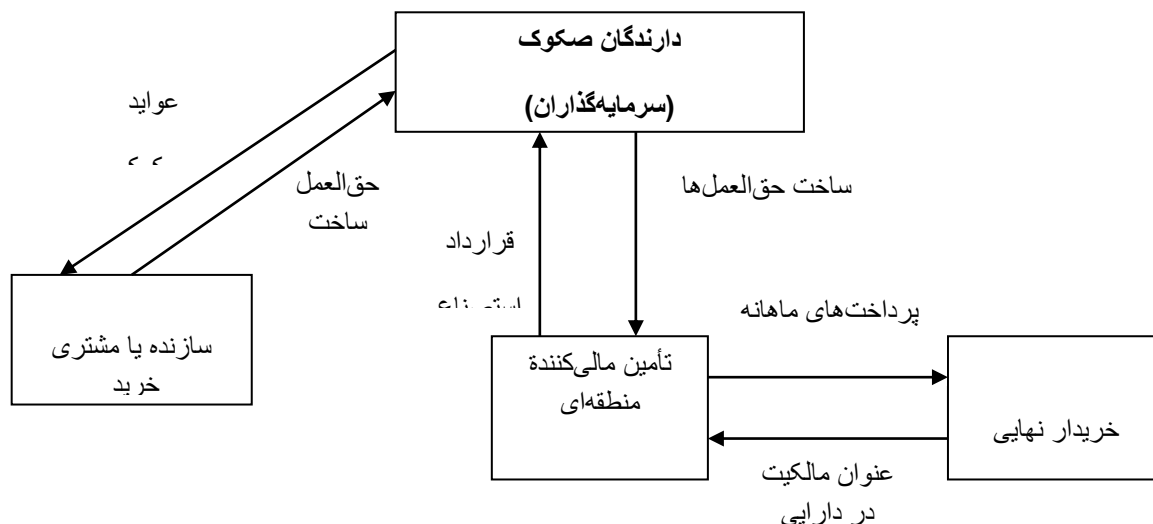
وزارتخانه ها، شهرداری ها، شرکت های دولتی و خصوصی که درصدد احداث یا توسعه پروژه خاصی چون احداث مسکن به صورت انبوه هستند و اعتبار مالی لازم برای انجام آن را به صورت نقد ندارند، می توانند با استفاده از اوراق بهادار استصناع، به احداث پروژه اقدام کنند و قیمت آن را طبق زمان بندی معینی از محل بودجه سالانه یا از طریق واگذاری واحدهای ساخته شده به تدریج بپردازند. قرارداد استصناع به معنای سفارش ساخت است و در اصطلاح فقهی و حقوقی، قراردادی «صنع» است که به موجب آن یکی از طرفین قرارداد، در مقابل مبلغی معین، ساخت و تحویل کالا یا طرح مشخصی را در زمان معین نسبت به طرف دیگر به عهده می گیرد.

در موسسه جمال عبدالناصر، بیع استصناع چنین تعریف شده است: "قراردادی بر کالای در ذمه که ساخت آن مطابق خصوصیات و شرایط معین شده در قرارداد و در مقابل بهای معین صورت می گیرد".

### مراحل انتشار

فرض کنید یک شرکت برای تولید یک محصول جدید به یک خط تولید نیاز دارد. شرکت در حال حاضر نقدینگی لازم برای ساخت این خط تولید را در اختیار ندارد، اما امیدوار است با تولید محصول جدید و فروش آن بتواند سود مناسبی را به دست آورد. این شرکت از یک نهاد تأمین مالی درخواست کمک می کند. نهاد تأمین مالی از طریق انعقاد یک قرارداد استصناع، متعهد می شود خط تولید را ساخته و تحویل شرکت دهد و در مقابل هزینه مربوطه را به صورت اقساط دریافت کند. در واقع نهاد تأمین مالی به عنوان پیمانکار ساخت خط تولید را تعهد می کند. از طرف دیگر نهاد تأمین مالی از طریق انعقاد یک قرارداد استصناع دیگر که به استصناع موازی معروف است ساخت خط تولید را به یک پیمانکار متخصص واگذار می نماید و هزینه مربوط به ساخت را نقداً پرداخت می کند تا پیمانکار برای عملیات ساخت خط تولید، نقدینگی کافی را در اختیار داشته باشد. نهاد تأمین مالی در قرارداد استصناع اول نقش پیمانکار و در استصناع موازی نقش کارفرما را ایفا می کند. مبلغ مربوط به قرارداد اول که به صورت اقساط پرداخت می شود، شامل هزینه پرداخت شده به پیمانکار متخصص و یک مبلغ اضافی می باشد.

این مبلغ اضافی در واقع سود نهاد تأمین مالی را تشکیل می دهد. هنگامی که عملیات ساخت خط تولید به پایان می رسد نهاد تأمین مالی آن را از پیمانکار تحویل گرفته و در اختیار شرکت قرار می دهد.



شکل ۴: ساختار صکوک استصناع

حال آیا نهاد تأمین مالی می تواند به پشتوانه اقساطی که در آینده دریافت می کند اوراق استصناع منتشر کند و آن را در بازار بفروشد؟ در پاسخ باید گفت از آنجا که این اقساط در واقع بدهی شرکت به نهاد تأمین مالی به شمار می رود، لذا باید فقط به قیمت اسمی آن فروخته شود زیرا در غیر این صورت معامله ربوی می شود. از طرف دیگر فروش این اوراق به قیمت اسمی در بازار با استقبال چندانی مواجه نمی شود چون کمتر کسی حاضر است این اوراق را به قیمت اسمی نقداً خریداری کند و در تاریخ سررسید معادل ارزش اسمی را دریافت کند. بنابراین اوراق استصناع در بازار ثانویه از قدرت نقدشوندگی پایینی برخوردار است. اما به هر حال نهاد تأمین مالی می تواند به جای اینکه این اوراق را در بازار مستقیم بفروشد از آنها برای خرید دارایی های مورد نیاز خود و یا هر نوع کالای دیگر استفاده کند و پس از آن کالاها را در بازار به فروش رساند. در نتیجه مشکل نقدشوندگی اوراق هم حل می شود.

#### ۴- اوراق سلم (سلف)

سلف از اقسام بیع و عکس نسبه است. هنگامی که شخصی تولید یا ارایه ی کالای معینی را مورد هدف قرار می دهد، با انتشار این نوع صکوک قادر خواهد بود تا منابع مالی مورد نیاز خود را تأمین کند. در واقع سرمایه گذاران در این اوراق، کالای مورد نظر را پیش خرید کرده اند. به عبارت ساده تر مفهوم سلم به نوعی از فروش اطلاق می شود که در آن فروشنده بهای کالا را پیشاپیش به صورت نقد دریافت می کند و در مقابل تعهد می کند که کالای مشخص شده را در تاریخ معینی در آینده به خریدار تحویل دهد. بنابراین پرداخت وجه، نقداً (آنی) انجام می شود اما تحویل کالا برای مدت مشخصی به تعویق می افتد.

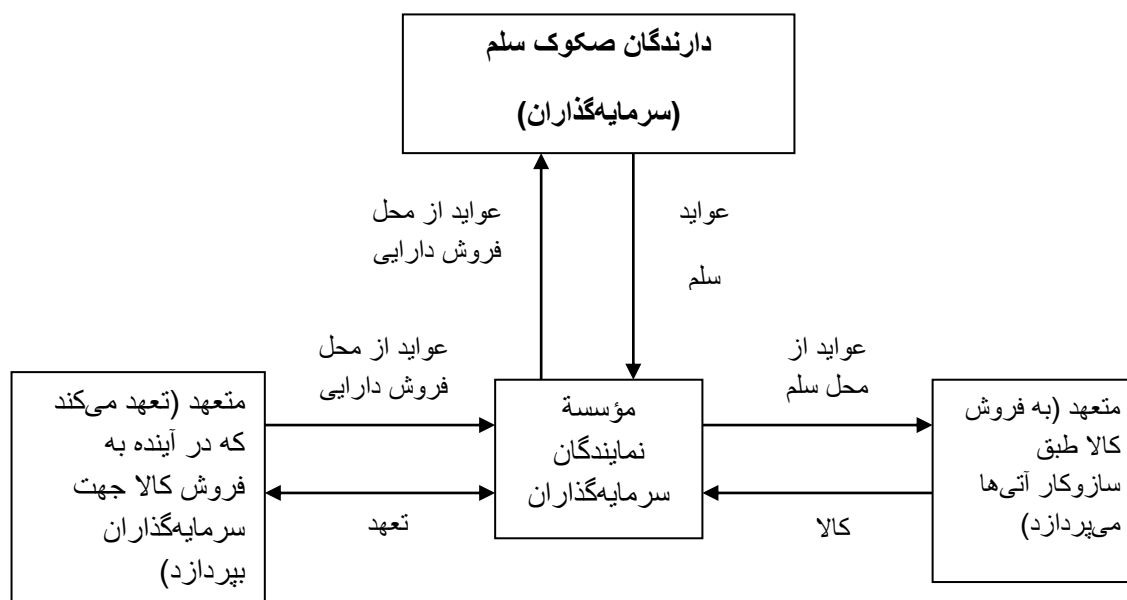
صکوک سلم بعد از صکوک اجاره، بیشترین حجم انتشار صکوک را به خود اختصاص داده است و بسیاری از پیشرفت های این عرصه در پی انتشار صکوک سلم توسط بحرین حاصل شده است. از نکاتی که باید به آن توجه داشت، این است که این مفهوم شرعی نیز مانند اجاره، از بسیاری از جنبه های کاربردی با انواع روش های کارکردی متعارف شبیه است و این شباهت کارکردی عرصه را برای پیشبرد و توسعه کاربردی آن هر چه بیشتر فراهم کرده است. انتشار صکوک سلم، از چند جنبه برای شرکت ها و بانک ها مفید فایده است. صکوک سلم بسیاری از بانک ها و شرکت ها را قادر می سازد تا از طریق استفاده از این ابزار،

از حجم بالایی از دادوستد مبتنی بر قرارداد مباحه، بکاهند. علاوه بر مدیریت نقدینگی و کاهش حجم تبادلات مبتنی بر مباحه، صکوک سلم در حوزه مدیریت ریسک نیز کاربردهای فراوانی دارد.

کارکرد صکوک سلم طوری است که قادر است بسیاری از روندهای کاری و فرآیندهایی که بانکهای اسلامی جهت مدیریت نقدینگی خود انجام می دهند را حذف کند. حوزه های قابلیت صکوک سلم در مرزهای نقدینگی و پوشش ریسک کشیده شده است. با استفاده از این مفهوم، بسیاری از انتشاردهندگان شرکتی می توانند جهت پرداخت هزینه تأمین کنندگان از صکوک سلم استفاده کنند و این ابزار به یک ابزار متداول جهت پرداخت هزینه ها به تأمین کنندگان تبدیل گردد. علاوه بر تأمین نقدینگی لازم جهت پرداخت به تأمین کنندگان، صکوک سلم این قابلیت را فراهم می کند تا بانکهای اسلامی و مدیران صندوق های سرمایه گذاری جهت کاهش ریسک پرتفوی خود، از ابزارهای نظام مالی اسلامی منتفع شوند. در این راستا، آژانس پولی بحرین<sup>۷</sup> با انتشار صکوک سلم گام خوبی را در جهت معرفی صکوک برداشت و بانکهای اسلامی و شرکت های سرمایه گذاری جهت پوشش ریسک مربوط به داراییها و درآمدهای ترازنامه ای خود از این ابزار استقبال کردند.

### مراحل انتشار

در ساختار صکوک سلم، یک مؤسسه با مؤسسه دیگری به نمایندگی از طرف خریداران صکوک سلم وارد قرارداد می شود و هدف از این قرارداد، این است که بین کالاها و خریداران واسطه شود و به عنوان یک رابط جهت تسهیل فعالیت اقدام نماید. در رابطه با انتشار صکوک سلم باید توجه داشت که کالاهایی که در این صکوک قرار می گیرند نباید جزء کالاهایی باشد که برای این عقود در شرع مجاز دانسته نشده اند؛ و بنابراین انواع طلا و سکه را نمی توان جهت انتشار صکوک سلم به عنوان دارایی پایه قرار داد. در ساختار صکوک سلم، متعهد قرارداد می بندد که از طرف دارندگان نهایی صکوک، کالا را خریداری کند و سپس جهت اینکه سود دارندگان صکوک فراهم گردد، این دارایی را به فروش برساند. متعهد در قبال انجام این خرید و فروش، کمیسیون کارگزاری و حق الزحمه عملیات دریافت می کند. (مقررات و مستندات انتشار صکوک در بازار سرمایه، ۱۳۹۸)



شکل ۵: ساختار معاملات صکوک سلم

**۵- اوراق منفعت**

سند مالی بهاداری است که بیانگر مالکیت دارنده<sup>۱۹</sup> آن بر مقدار معین خدمات یا منافع آینده از یک دارایی بادوام می‌باشد، که در ازای پرداخت مبلغ معینی به وی منتقل شده‌است.

**۶- اوراق جعّاله**

اوراق مالکیت مشاع خدمتی است که براساس قرارداد جعّاله تعهد انجام و تحویل آن شده است. بعد از پایان خدمت (موضوع جعّاله)، صاحبان اوراق، مالک مشاع نتیجه خدمت خواهند بود. نتیجه خدمت ممکن است امتیاز مالی یا دارایی فیزیکی باشد.

**۶-۲-۲: ابزارهای مالی انتفاعی با سود انتظاری****۱- صکوک مشارکت**

ماده ۲ قانون اوراق مشارکت این اوراق را به صورت زیر تعریف نموده است: اوراق مشارکت (صکوک مشارکت) اوراق بهادار با نام یا بی نامی است که به قیمت اسمی مشخص برای مدت معین منتشر می‌شود و به سرمایه‌گذارانی که قصد مشارکت در طرح‌های سودآور تولیدی، ساختمانی و خدماتی را دارند واگذار می‌گردد. دارندگان این اوراق به نسبت قیمت اسمی و مدت زمان مشارکت، در سود حاصل از اجرای طرح مربوط شریک خواهند بود.

همچنین استاندارد شماره ۱۸ آوفیف<sup>۲۰</sup> صکوک مشارکت را بدین صورت تعریف نموده است: صکوک مشارکت، اسناد و گواهی‌های دارای ارزش یکسان هستند که بر اساس عقد مشارکت ایجاد شده‌اند و در آن یکی از طرفین یا شخص ثالثی مدیریت عملیات را بر عهده می‌گیرد.

صکوک مشارکت را می‌توان در بازارهای ثانویه مورد معامله قرار داد. این صکوک بسیار شبیه صکوک مضاربه است. تنها تفاوت موجود بین دو صکوک مشارکت و مضاربه، ساختار ارتباط بین ناشر و دارنده صکوک است. در واقع در صکوک مشارکت، ناشر صکوک کمیته‌ای متشکل از دارندگان صکوک را برای اتخاذ تصمیم‌های سرمایه‌گذاری تشکیل می‌دهد.

همچنین بازدهی صکوک مشارکت مانند صکوک مضاربه و برخلاف صکوک "سلم"، "اجاره" و "استصناع" که بازدهی ثابتی دارند، متغیر است. دو کشور سودان و ایران چنین اوراقی را منتشر کرده‌اند.

**مراحل انتشار**

شرکت (بانی) و<sup>۱۹</sup> SPV برای یک دوره معین و بر اساس سهم مشخص شده هر یک از سود، با یکدیگر قرارداد می‌بندند. همچنین شرکت تعهد می‌کند که سهام‌های مشارکت را به صورت ادواری از SPV خریداری نماید.

الف) شرکت (به عنوان مشارک) زمین یا دارایی فیزیکی دیگری را به عنوان سهم مشارکت خود قرار می‌دهد.

ب) SPV (به عنوان مشارک) پول دریافتی از سرمایه‌گذاران هنگام انتشار را به عنوان سهم مشارکت خود قرار می‌دهد.

<sup>۱۹</sup>AAOFIF

<sup>۱۹</sup> شرکت واسط

شکل ۶: ساختار صکوک مضاربه

**۳- اوراق مزارعه**

سند مالکیت مشاع دارندگان اوراق بر زمین یا زمینهای زراعی یا دیگر نهادهای تولیدی زراعی معین است که به قرارداد مزارعه برای کشت و زرع در اختیار عامل مزارعه گذاشته شده است.

**۴- اوراق مساقات**

سند مالکیت مشاع دارندگان اوراق بر باغ یا باغهای مثمر یا دیگر نهادهای تولیدی باغی معین است که به قرارداد مساقات برای باغداری در اختیار عامل قرارداد مساقات گذاشته شده است.

**۷. ریسک اوراق صکوک**

ریسک مربوط به اوراق صکوک را به طرق مختلفی می‌توان دسته‌بندی کرد. طبق نظر خود محقق مهمترین ریسک‌هایی که دارندگان اوراق صکوک با آن مواجه هستند را می‌توان به صورت زیر بیان کرد:

۱. ریسک از بین رفتن دارایی‌ها: چنانچه به دارایی مورد اجاره در فرآیند انتشار اوراق صکوک به هر دلیل خسارتی وارد آید آنگاه از ارزش آن دارایی کاسته شده و در نتیجه دارندگان صکوک متضرر می‌شوند. البته این ریسک را می‌توان از طریق بیمه کردن دارایی‌ها به طور کامل حذف کرد.

۲. ریسک نرخ سود: مبلغ اجاره بها معمولاً ثابت تعیین می‌شود و دارندگان اوراق صکوک در هر دوره اجاره بهای ثابتی را دریافت می‌کنند. بنابراین چنانچه نرخ سود متداول در بازار افزایش یابد آنگاه آنها در مقایسه با نرخ سود بازار، سود کمتری را دریافت می‌کنند.

۳. ریسک کاهش قیمت دارایی: چنانچه ارزش دارایی‌ها در تاریخ سررسید (پایان مدت اجاره) به هر دلیل کاهش یابد آنگاه دارندگان اوراق صکوک با زیان سرمایه‌ای مواجه می‌شوند. البته این ریسک را می‌توان از طریق اعطای اختیار فروش به دارندگان اوراق صکوک حذف کرد زیرا در این صورت آنها می‌توانند با اعمال اختیار فروش خود، اوراق صکوک را به قیمت مندرج در برگه اختیار فروش به شرکت با مقصد خاص یا بانی بفروشند.

۴. ریسک اعتباری: عبارتست از خطر ناموفق بودن طرف قرارداد در اجرای به موقع و کامل تعهدات خود، مطابق با مفاد قرارداد. طبق نظر کارشناسان امر، اوراق سلف، بیشترین ریسک اعتباری و اوراق مضاربه و مشارکت کمترین ریسک اعتباری را دارا هستند. ریسک اعتباری در اوراق سلف به دلیل اینکه سرمایه گذار در ابتدای قرارداد، کل مبلغ قرارداد را در اختیار ناشر قرار دهد و کالا یا وجه مورد نظر را بعداً دریافت می‌کند، بیشترین میزان و در اوراق مشارکت و مضاربه به دلیل اینکه دو طرف قرارداد در سود و زیان شریک هستند، کمترین میزان است.

۵. ریسک نقدشوندگی: عبارتست از سهولت معامله در بازاری خاص. طبق نظر کارشناسان، اوراق سلف، بیشترین و اوراق اجاره و مرابحه کمترین میزان ریسک نقدشوندگی را دارا هستند. ریسک نقدشوندگی در اوراق سلف به دلیل حرمت شرعی خرید و فروش اوراق سلف در بازار ثانویه بیشترین و در اوراق اجاره و مرابحه، به دلیل داشتن سود ثابت و نبود ابهامات شرعی درباره بازار ثانویه این اوراق، کمترین است.

۶. ریسک عملیاتی: عبارت است از ریسک زیان‌های منتظره یا غیرمنتظره ناشی از شکست یا نقص در فرایندها، منابع انسانی، عملکرد نامناسب و فناوری. طبق نظر کارشناسان، اوراق مضاربه، بیشترین و اوراق مرابحه کمترین ریسک

---

<sup>۱</sup>Put Option

<sup>۲</sup>Exercise

عملیاتی را دارا هستند. ریسک عملیاتی در اوراق مضاربه به دلیل سود انتظاری این اوراق و اینکه در پایان با توجه به نوع فعالیت اقتصادی و میزان سود حاصله تقسیم می شود، بیشترین و در اوراق مرابحه، به دلیل ساختار ساده و واضح، کمترین میزان است.

۷. ریسک تورم: عبارت است از وضعیتی در اقتصاد که سطح عمومی قیمت ها به طور بی تناسب، مداوم و معمولاً به صورت برگشت ناپذیر، افزایش می یابد. طبق نظر کارشناسان امر، ریسک تورم در اوراق مرابحه بیشترین و در اوراق مضاربه کمترین میزان است.

۸. ریسک بازار: عبارتست از ریسک ایجاد شده از ابزارها و دارایی های معامله شده در بازار. ، اوراق مضاربه و مشارک به دلیل اینکه بیشترین تأثیر را از ریسک ابزارهای سرمایه، نرخ بهره و نرخ ارز می گیرند، بیشترین ریسک بازار را دارا هستند و اوراق مرابحه و اجاره با توجه به داشتن سود ثابت و کمترین تأثیر از ریسک های نرخ بهره و نرخ ارز، دارای کمترین ریسک بازار هستند.

۹. ریسک شریعت: ریسک شریعت در دو سطح نوع عقد و ماهیت قرارداد ابزار مالی اسلامی و نوع طراحی هر ابزار مالی اسلامی جایگاه دارد. به همین دلیل، اوراق سلف به دلیل برخی ابهامات شرعی بیشترین ریسک شریعت را دارا است و اوراق اجاره و مضاربه، دارای کمترین ریسک شریعت هستند.

۱۰. ریسک عدم جمع آوری وجوه به میزان کافی: بیشترین ریسک عدم جمع آوری وجوه در اوراق سلف، اجاره و مرابحه است زیرا در این اوراق، بحث پیش خرید یا اجاره مطرح است که بایستی وجوه به میزان کافی جمع آوری شود تا قرارداد را منعقد گردد ولی در اوراق مضاربه و مشارکت که بحث تجارت و شراکت مطرح است و نیازی جمع آوری دقیق مبالغ نمی باشد، کمترین ریسک وجود دارد.

## ۸. سازوکار مالیاتی صکوک

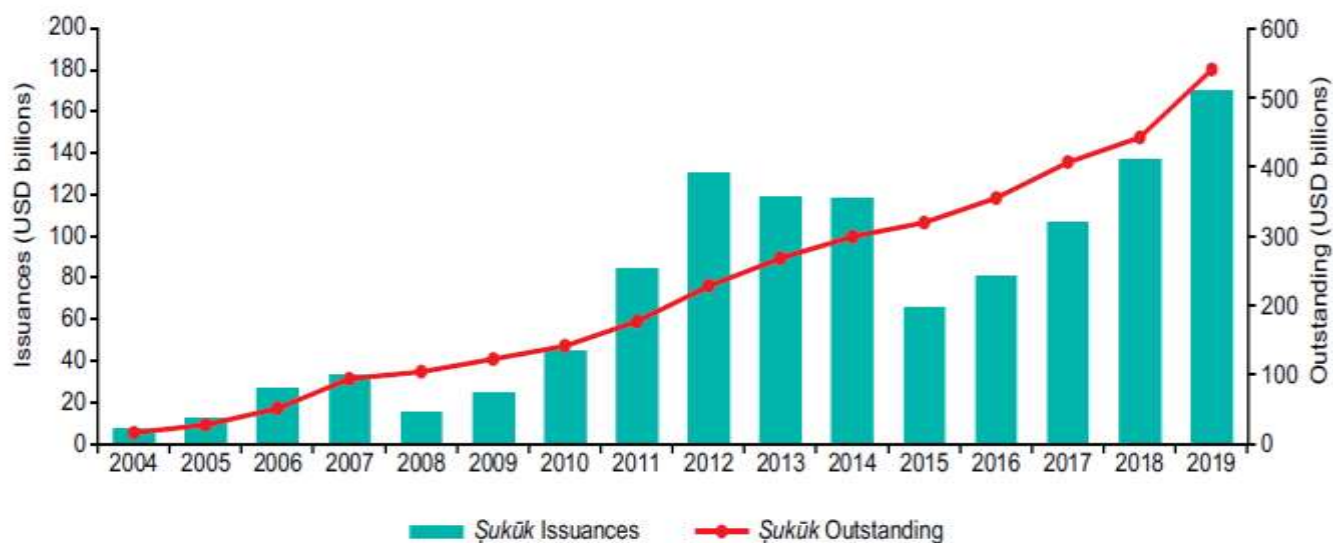
کلیه معافیت های مقرر در مواد (۷)، (۱۱) و (۱۲) قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید به منظور تسهیل اجرای سیاستهای کلی اصل چهل و چهارم (۴۴) قانون اساسی مصوب ۱۳۸۸/۹/۲۵ درخصوص اوراق صکوک و تمامی اوراق بهاداری که در چهارچوب قوانین و براساس ضوابط و مقررات بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران منتشر می گردد، حاکم است. بر اساس مواد ۷، ۱۱ و ۱۲ قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید اوراق بهادار از پرداخت مالیات معاف هستند.

همچنین در اجرای مقررات تبصره ۱ ماده ۱۴۸ قانون مالیاتهای مستقیم و با توجه به پیشنهاد شماره ۲۰۰/۱۵۷۲۹ مورخ ۱۳۹۳/۸/۱۱ این سازمان، هزینه مالی مربوط به استهلاك کسر اوراق بهادار از جمله اوراق مشارکت و انواع صکوک ( اوراق اجاره، مرابحه و...) که تحت نظارت سازمان بورس و اوراق بهادار با کسر منتشر می شوند، در هر دوره جزء هزینه های قابل قبول مالیاتی ناشر آن خواهد بود.

## ۹. صکوک در جهان

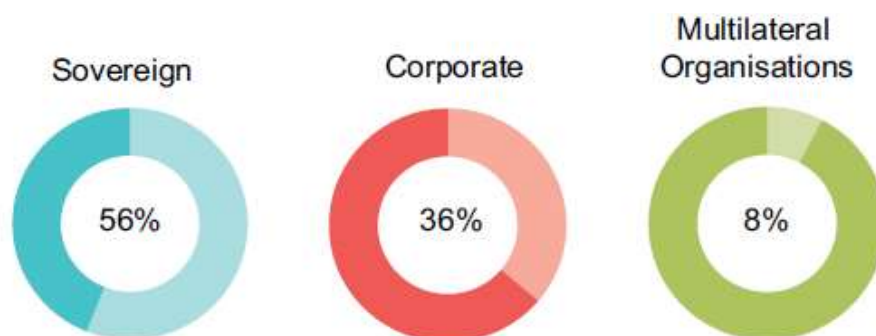
مطابق گزارش (۲۰۱۹) IFSB<sup>۲</sup> حجم کل صکوک انتشار یافته در جهان به شرح زیر می باشد:



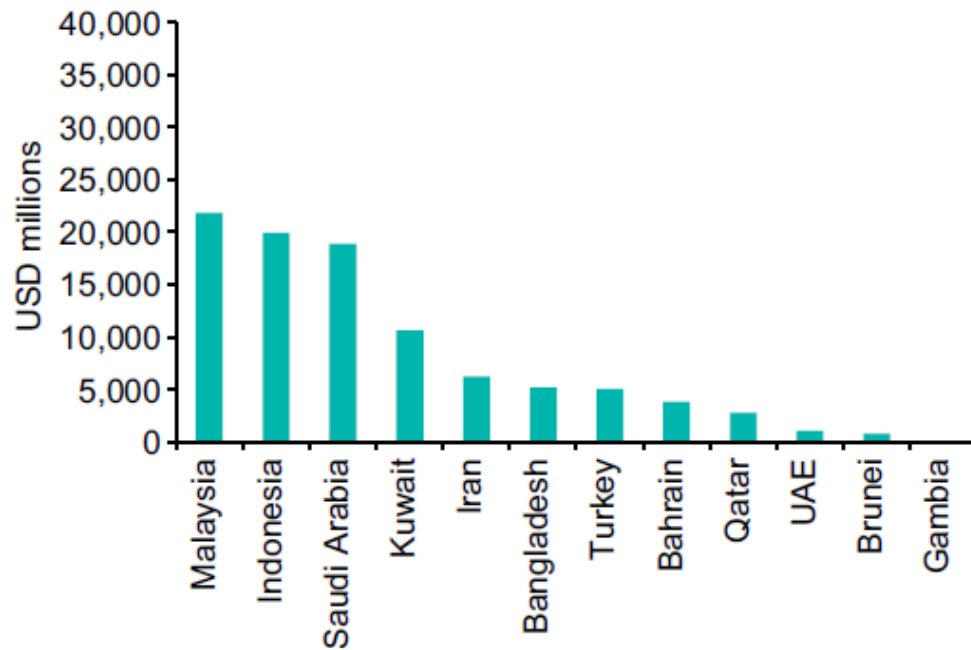


شکل ۷: حجم کل صکوک انتشار یافته در جهان از سال ۲۰۰۴ تا ۲۰۱۹ در شرایط واقعی و شرایط ایده آل

همچنین میزان انتشار صکوک دولتی خصوصی و ترکیبی به صورت زیر است:

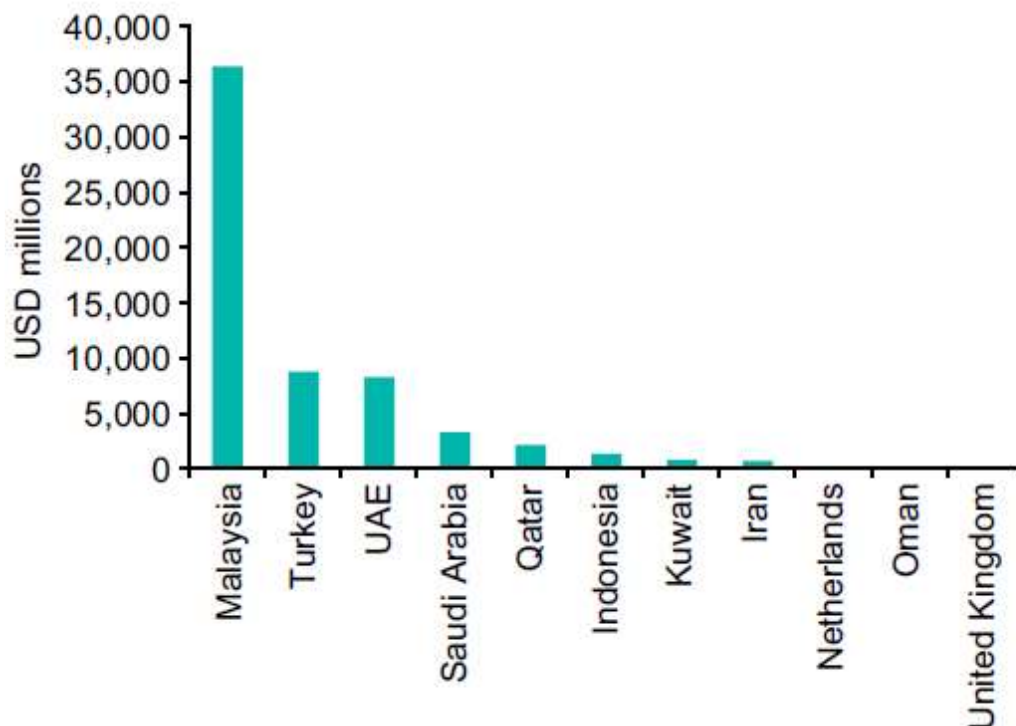


در حالی که مالزی موقعیت خود را به عنوان بزرگترین انتشار دهنده صکوک دولتی از نظر حجم حفظ کرد، امارات متحده عربی در دومین جایگاه و عربستان سعودی و ترکیه و قطر در جایگاههای بعدی قرار دارند.



شکل ۸: حجم صکوک دولتی منتشر شده

اما از نقطه نظر صکوک شرکتی (شرکتهای خصوصی) جایگاه و ترتیب کشورها در حالی تغییر می کند که مالزی همچنان در رتبه نخست انتشار این اوراق قرار دارد:



شکل ۹: حجم صکوک منتشر شده در بخش خصوصی

## ۱۰. نتیجه گیری:

یافته های تحقیق نشان می دهد که علیرغم ایجاد سازوکارهای مطلوب صکوک همانند تدوین فرایند انتشار صکوک (بویژه صکوک اجاره) در سازمان بورس و بانک، زیر ساختهای مطلوب فنی، معافیت مالیاتی، تجارب عملیاتی کشورهای خارجی، و .... همچنان سهم ایران در ارائه این اوراق بسیار کم رنگ و ناچیز است. شاید به دلیل مشکلات ساختاری نظیر فقدان راهکار مشخص برای فروش دارایی به شرکت واسط، فقدان نهادهای مرتبط با انتشار صکوک در دستورالعمل و رویه های بانک مرکزی، عدم شمولیت قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید در خصوص معافیت عوارض و مالیات در دستورالعمل بانک مرکزی، فقدان متولی واحد برای انتشار صکوک و ... همچنان امکان بهره گیری از این ابزار کارآمد تامین مالی اسلامی وجود ندارد. که این امر مستلزم بررسی و پژوهش بیشتر است.

## منابع

۱. پاسبان محمدرضا، اسمعیلی حسین، ۱۳۹۲، بررسی ماهیت فقهی و حقوقی ابزارهای مالی صکوک مرابحه و اجاره، قابل دسترس در [www.law.tabrizu.ac.ir](http://www.law.tabrizu.ac.ir).
۲. حسن زاده علی، احمدیان اعظم، ۱۳۹۱، تاثیر ابزارهای مالی اسلامی بر رشد سرمایه گذاری، مطالعات اقتصاد اسلامی، سال پنجم، شماره اول، ص ۲۹-۵۸.
۳. خوانساری رسول، ۱۳۹۷، بایسته های انتشار صکوک ارزی در ایران و نقش آن در ثبات مالی، پژوهشکده پولی و بانکی، بانک مرکزی ایران [www.mbir.ac.ir](http://www.mbir.ac.ir).
۴. خوانساری رسول، ۱۳۹۴، کاربرد صکوک در تقویت سرمایه بانکه: تجربه بین المللی بر اساس توافقتنامه بال ۳، مجموعه مقالات بیست و ششمین همایش بانکداری اسلامی. تهران، شهریور ۱۳۹۴: موسسه عالی آموزش بانکداری ایران، ص ۵۱۱-۵۴۱.
۵. زندیه وحید، زندیه سعید، ۱۳۹۴، جایگاه اوراق بهادار سازی در رشد و توسعه اقتصادی کشورها (با تاکید بر نیاز به گسترش بازار اوراق بهادار سازی در ایران)، فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه گذاری، سال چهارم، شماره شانزدهم، ص ۲۲۱-۲۴۰.
۶. سعیدی علی و سروش ابوذر، ۱۳۸۷، بررسی ملاحظات حسابداری و مالیاتی اوراق اجاره در ایران فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، سال هشتم، شماره ۳۳.
۷. شمس شهاب الدین، زمانی زهرا، ۱۳۹۴، بررسی عملکرد اوراق بهادار اسلامی منتشره در بورس اوراق بهادار تهران، چهارمین کنفرانس الگوی اسلامی ایرانی پیشرفت؛ پیشرفت ایران؛ گذشته، حال، آینده.
۸. صادقی ابراهیم و کردلویی، انتشار اوراق قرضه اسلامی (صکوک)، ۱۳۹۱، قابل دسترس [www.prozhe.com](http://www.prozhe.com).
۹. طالب نیا قدرت ...، رهنمای رودپشتی فریدون، طالب پور اصل چیلا، ۱۳۸۹، بررسی تاثیر تأمین مالی خارج از ترازنامه بر نسبت های سودآوری، پژوهش های مدیریت، شماره ۸۴.
۱۰. فطرس محمد حسن، محمودی حسین، صکوک، ابزاری مناسب برای جانشینی اوراق قرضه، قابل دسترس در [www.SID.ir](http://www.SID.ir).
۱۱. قاسمی حسام الدین و عرب مازار عباس، ۱۳۹۸، برآورد شاخص تاب آوری بخش پولی و مالی اقتصاد ایران، نظریه های کاربردی اقتصاد سال ششم پاییز ۱۳۹۸ شماره ۳.
۱۲. غیاثوند ابوالفضل، عبدالشاه فاطمه، ۱۳۹۴، شاخص های تاب آوری اقتصاد، فصلنامه روند، سال بیست و دوم، شماره ۷۱، پاییز ۱۳۹۱، صفحات ۷۳-۱۰۶.
۱۳. کمیته تدوین استانداردهای حسابداری، اصول و ضوابط حسابداری و حسابرسی استانداردهای حسابداری: استانداردهای شماره ۱-۲۸، ۱۳۸۵، تهران: سازمان حسابرسی، چاپ دهم.

۱۴. یارمحمدی رضا، خوانساری رسول، ملیحی سیدمحمدحسن، ۱۳۹۶، دست‌نامه صکوک راهنمایی برای ساختاردهی صکوک، پژوهشکده پولی و بانکی، بانک مرکزی ایران. [www.mbir.ac.ir](http://www.mbir.ac.ir)
۱۵. محقق نیا محمدجواد، یوسفی صمد، ۱۳۹۲ بررسی ابزارهای تامین مالی در بانکداری اسلامی (صکوک اجاره)، پایان نامه کارشناسی ارشد دانشگاه دانشگاه علامه طباطبائی.
۱۶. مصباحی مقدم غلامرضا، صالح آبادی علی، اعتصامی امیرحسین، ۱۳۹۴، امکان سنجی طراحی صکوک بانکی تبدیل شونده به سهام، دوفصلنامه علمی - پژوهشی مطالعات اقتصاد اسلامی سال هفتم، ص ۱۷۳-۲۰۹.
۱۷. مومن زاده محمد مهدی، ۱۳۹۷، گام دوم بازار سرمایه از تاب آوری اقتصادی تا نوآوری مالی، روزنامه رسالت، شماره ۹۴۵۷.
۱۸. کتابچه راهنمای صکوک شرکت مدیریت مرکزی سایت بورس اوراق بهادار/ایران
۱۹. مقررات و مستندات انتشار صکوک در بازار سرمایه، ۱۳۹۸، <https://www.sukuk.ir/>
۲۰. Christophe J. Godlewski c, Rima Turk-Ariss b, Laurent Weill, 2013, Sukuk vs. conventional bonds: A stock market perspective, *Journal of Comparative Economics*, vol (41), 745-761.
۲۱. Elhaja M., Muhamedb N., Ramlia N., 2015, *The Influence of Corporate Governance, Financial Ratios, and Sukuk Structure on Sukuk Rating*, *Procedia Economics and Finance*, vol(31), 62 - 74.
۲۲. Kamarudin M.F., Kamaluddin N., Manan S., Ghani G.M., 2014, *Defaulters profile in Malaysia Sukuk market*, *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, Vol(145), 277 - 285.
۲۳. Zulkhibri M., *A synthesis of theoretical and empirical*, 2015, *research on sukuk*, *Borsa Istanbul Review*, vol(15-4), 237-248.
۲۴. Nafis Alam M. Kabir Hassan b, Mohammad Aminul Haque, 2013, *Are Islamic bonds different from conventional bonds? International evidence from capital market tests*, *Borsa Istanbul Review*, Vol (13), 22-29.
۲۵. Nurul Hidayah Ab H., Nor Balkish Z., Noor Hidayah Ab A., 2014, *Firms' performance and risk with the presence of Sukuk rating as default risk*, *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, vol(145), 181 - 188.
۲۶. <https://www.sukuk.com/>