# بررسی روش‌های تأمین مالی در سیستم اسلامی با تأکید بر صکوک

**محمدلشکری**[۱]

**مریم بهزاد ارجمندی**[۲]

## چکیده

پیشبرد اهداف کلان اقتصادی مانند برخورداری از پایداری و دستیابی به رشد درون‌زا و قابل دوام اقتصادی از اهداف تمام نظام های اقتصادی می‌باشد. رشد روز افزون ابزارهای مالی و توسعه هر چه بیشتر نظام های مالی از این حقیقت منتج می‌شود که؛ توسعه نظام مالی جزء لاینفک توسعه نظام اقتصادی است. با اندکی تأمل در نظام های مالی اسلامی پی می بریم که این نظام ها به دلیل اهداف و فلسفه وجودی خود و حرمت ربا در اسلام، استفاده از ابزارهای مالی متعارف را جایز نمی‌دانند و در تلاش برای ایجاد ابزارهای مالی اسلامی هستند. صکوک به عنوان یکی از ابزارهای مالی اسلامی و بدون بهره، در چند دهه گذشته توانسته جایگاه مناسبی را در بین دولت‌ها و شرکت‌های اسلامی پیدا کند.

مقاله حاضر به روش توصیفی تحلیلی و با استفاده از تجربه سایر کشورهای اسلامی صکوک را به عنوان اوراق بهادار اسلامی معرفی، کاربرد صکوک را در مدیریت ریسک و کنترل نقدینگی بررسی نموده و در نهایت صکوک کاربردی در اقتصاد ایران را شناسایی می‌نماید. تحقیق حاضر نشان می‌دهد که صکوک می‌تواند ابزاری مناسب جهت مدیریت ریسک و کنترل نقدینگی باشد و چنانچه زیرساخت‌های لازم از جمله تسهیل در امور رتبه بندی و انتشار اوراق، و نیز ایجاد بازارهای ثانویه مناسب جهت خرید و فروش اوراق فراهم گردد، می‌تواند شرایط رشد و گسترش نظام مالی و در نتیجه نظام اقتصادی کشور را فراهم آورد.

## واژگان کلیدی

نظام مالی اسلامی، تأمین مالی اسلامی، صکوک، مدیریت ریسک، مدیریت نقدینگی

[۱]- عضو هیأت علمی، بخش مدیریت، اقتصاد و حسابداری، دانشگاه پیام نور lashkarym@gmail.com

[۲] - دانش آموخته کارشناسی ارشد رشته اقتصاد از دانشگاه پیام نور (نویسنده مسئول) maryam_behzad62@yahoo.com

[ Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-23 ]

## مقدمه

امروزه شاهد آن هستیم که نظام مالی اسلامی در دنیا با سرعت شگرفی در حال رشد و توسعه است و نه تنها کشورهای اسلامی بر ضرورت به‌کارگیری ابزارهای اسلامی در بازارهای مالی تأکید دارند، بلکه در دیگر کشورهای دنیا هم این روند کاملاً مشهود است. بازارهای سرمایه و محصولات مالی بدون بهره، بخش جدایی ناپذیر نظام مالی اسلامی هستند، در این راستا متفکران مسلمان توانستند با رعایت ضوابط و مقررات شرعی و متناسب با نیازهای واقعی جوامع اسلامی، انواعی از ابزارهای مالی را طراحی نمایند. این ابزارها که برخی بیش از ده سال تجربه عملی دارد و برخی در حد فکر و ایده است به سه گروه عمده تقسیم می‌شوند: گروه نخست، ابزارهای مالی غیرانتفاعی هستند که بر اساس قراردادهای خیرخواهانه اسلامی چون قرض الحسنه و وقف طراحی می‌شوند. گروه دوم، ابزارهای مالی انتفاعی با نرخ‌های سود انتظاری هستند که بر اساس قراردادهای مشارکتی چون شرکت، مضاربه، مزارعه و مساقات طراحی می‌شوند. گروه سوم، ابزارهای مالی انتفاعی با نرخ‌های سود معین هستند که براساس قراردادهایی چون مرابحه، اجاره و استصناع طراحی می‌شوند (موسویان، ۱۳۸۶: ۷۲)

از نظر اسلام سرمایه‌گذاری باید به یک دارایی با ارزش ذاتی مرتبط باشد. صکوک نوعی از محصولات بازار سرمایه و یکی از ابزارهای تأمین مالی است که با درگیر کردن یک دارایی مشخص فیزیکی و به میان آوردن قراردادهایی مانند اجاره و مضاربه، منطبق بر قانون بانکداری بدون رباست. مقاله حاضر در صدد است به تبیین صکوک پرداخته؛ سپس به بررسی کاربردهای آن در مدیریت نقدینگی، تأمین مالی و در نهایت شناسایی انواع کاربردی آن در اقتصاد ایران بپردازد.

## ادبیات موضوع

نظام مالی اسلامی متشکل از بانکداری اسلامی، بیمه اسلامی و بازار سرمایه اسلامی، با پیشرفت خود به یک بخش مهم و اساسی در بازار مالی جهانی تبدیل شده و به مثابه یک مدل مالی جانشین کارا و قابل اجرا در مقابل نظام مالی کلاسیک بسیار مورد توجه قرار گرفته است.

ظهور یک بازار سرمایه اسلامی متمایز که ساختار محصولات و فعالیت‌های تأمین مالی و سرمایه‌گذاری آن مطابق اصول شرعی تعریف شده، پیامد پیشرفت طبیعی صنعت خدمات مالی اسلامی است. نیاز شدید به مدیریت نقدینگی در بانک-های اسلامی و شرکت‌های بیمه باعث شد که برخی از کشورها از جمله مالزی، بحرین، کویت، سودان و ایران برای تسهیل مدیریت دارایی‌ها در نهادهای مالی اسلامی، اوراق بهادار اسلامی منتشر کنند. هرچند دولت‌های اردن و پاکستان تلاش‌هایی را برای ایجاد یک چارچوب قانونی برای انتشار اوراق قرضه اسلامی انجام داده بودند نخستین انتشار موفقیت آمیز اوراق قرضه اسلامی در سال ۱۹۸۳ توسط دولت مالزی صورت گرفت (اوراق مذکور پیش‌تر به گواهی سرمایه-گذاری دولتی معروف بود). هدف اصلی از انتشار این اوراق، تسهیل فرایند مدیریت دارایی‌ها در نظام بانکداری اسلامی بود که در آن زمان به بلوغ خود دست یافته بود. به طور مشابه، بانک مرکزی کویت نیز برای تأمین مالی خرید دارایی از کشورهای عضو شورای همکاری خلیج فارس، اوارق قرضه بدون بهره منتشر کرد. جمهوری اسلامی ایران نیز اوراق مشارکت منتشر کرد. انتشار موفقیت آمیز اوراق قرضه اسلامی در مناطق مختلف جهان باعث شد که این اوراق به یک منبع تأمین مالی جایگزین تبدیل و توسط بسیاری از کشورها و شرکت‌ها استفاده شود (صالح آبادی، ۱۳۸۵، ۲۹).

## صکوک، ماهیت و ضرورت

مهم‌ترین کارکرد یک نظام مالی، تسهیل جریان مالی و سوق دادن آن در جهت کاراترین نوع سرمایه‌گذاری است. ابزار مالی به عنوان تسهیل‌کننده جریان مالی، به تولیدکنندگان فرصت می‌دهد تا منابع اقتصادی را با اتکا به منابع پولی و مالی

[ Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-23 ]

با سرعت و دقت بیشتری مورد جا به جایی قرار دهند. بدیهی است هر چه شرایط رقابتی بیشتر فراهم و ابزار مالی مناسبی وجود داشته باشد، این عمل، به تخصیص کارای منابع بیشتر کمک خواهد نمود.

در نظام مالی اسلامی نیز وجود ابزارهای مالی مناسب سبب افزایش کارایی سرمایه و تخصیص بهینه منابع خواهد شد. در این میان اوراق بهادار اسلامی نوعی از ابزارهای مالی محسوب می‌شوند که می‌توانند این امر را محقق نمایند.

انتشار اوراق بهادار اسلامی (صکوک) بر اساس احکام مقدس شریعت اسلامی یکی از مهم‌ترین اهداف بانکداری و مالیه اسلامی و از جمله برجسته ترین ابزار توسعه اقتصادی اسلامی در جامعه است، مشروط بر این‌که در ساز و کارهای آن تمام اصول بنیادی که اقتصاد اسلامی را از دیگر اقتصادها متمایز می‌سازد، رعایت شود. چنانچه صکوک بر اساس ایده پیش گفته منتشر شوند، نقش بزرگی در رشد و توسعه بانکداری و بازار سرمایه اسلامی و سهم بسزایی در رسیدن به اهداف که شریعت اسلامی در نظر گرفته ایفا خواهند کرد و جنبه‌های مثبت زیر را در بر خواهند داشت:

۱. بهترین شکل تأمین سرمایه پروژه‌ها و فعالیت‌های اقتصادی بزرگی است که خارج از توان مالی یک فرد یا شرکت خصوصی است.
۲. راه‌کار تازه و بسیار خوبی برای سرمایه‌گذارانی است که در پی سرمایه‌گذاری مازاد منابع مالی خویش هستند و در عین حال مایلند منابع خود را در صورت نیاز، به آسانی باز پس گیرند.
۳. این کار شیوه بسیار خوبی برای مدیریت نقدینگی است، بانک‌ها و مؤسسات مالی اسلامی می‌توانند با یاری گرفتن از آن، نقدینگی خود را مدیریت کنند.
۴. این اوراق وسیله‌ای برای توزیع عادلانه ثروت‌ها و درآمدهاست و برای سرمایه‌گذاران امکان بهره‌مندی از سود حقیقی ناشی از طرح‌ها و فعالیت‌های اقتصادی را به صورت عادلانه‌ای فراهم می‌آورد، چرا که در این روش تمام افراد، هرکس به اندازه توان مالی که دارد در اجرای پروژه مشارکت می‌کند (تسخیری، ۱۳۸۶: ۹).

## معنای لغوی صکوک

در حال حاضر اصطلاح صکوک به معنای داشتن حق ادعا در چیزی به‌کار می‌رود؛ مثل یک سند یا گواهی‌نامه و یا یک سند همکاری مشترک، البته با این تفاوت که این حق ادعا صرفاً حق مطالبه در یک جریان نقدی نیست بلکه نوعی حق ادعای مالکیت به شمار می‌آید.

سازمان حسابداری و حسابرسی مؤسسات مالی اسلامی (AAOIFI) در هفدهمین معیار شریعت خود به بحث صکوک سرمایه‌گذاری پرداخته است. طبق تعریف، صکوک سرمایه‌گذاری عبارتست از اسنادی با ارزش مساوی که بعد از اتمام پذیره نویسی نشان‌دهنده دریافت ارزش اسناد بوده و از آن به عنوان داشتن حقوق مشخص و قطعی در سهام و نیز در دارایی‌های مشهود، خدمات و دارایی‌های زیربنایی و یا داشتن حقوق در یک پروژه خاص یا در یک فعالیت سرمایه-گذاری خاص استفاده می‌شود (آدامز-توماس، ۱۳۸۸، ۱۰۲).

## صکوک در مقایسه با ابزارهای با درآمد ثابت مرسوم

### ۱. مسأله مالکیت

بر خلاف اوراق قرضه، صکوک نشان‌دهنده مالکیت داشتن در دارایی‌های موجود و یا دارایی‌های تعریف شده مشخص می‌باشد و این در حالی است که اوراق قرضه صرفاً نوعی تعهدات بدهی از جانب انتشاردهنده به سرمایه‌گذار را نشان می‌دهد. قرارداد اساسی برای انتشار صکوک یکی از انواع چهارده قرارداد مشخصی است که AAOIFI آنها را تعریف کرده است. در اوراق قرضه رابطه طرفین محدود به یک وام پولی می شود که در حقیقت قرارداد آن صرفاً به دست آوردن پول از محل پول است و این امر در نظام مالی اسلامی به عنوان ربا ممنوع شده است.

### ۲. کیفیت توزیع سود

[ Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-23 ]

در اوراق قرضه ناشرین اوراق طبق زمان‌بندی معین، نسبت معینی از اصل سرمایه را بـه صـورت بهـره بـه صـاحبان اوراق پرداخت می‌کنند، این نسبت هیچ ارتباطی به بازدهی طرح و سود فعالیت اقتصادی ندارد، روشن است که چنین درآمدی مصداق قرض به شرط زیاده است که از دیدگاه فقه اسلامی ربا شمرده می‌شود، در نتیجه قابـل اسـتفاده در اوراق بهـادار اسلامی نیست.

بازدهی اوراق بهادار اسلامی ارتباط به نوع قراردادی دارد که اوراق بر اساس آن طراحی شده است و از جهت ثابـت یا انتظاری بودن نرخ بازدهی متفاوتند و در مجموع در سه گروه عمده جای می‌گیرند:

اوراق مبتنی بر خرید و فروش دین (استصناع، مرابحه)، اوراق مبتنی بر خریـد و فـروش دارایـی فیزیکـی (اجـاره)، اوراق مبتنی بر مشارکت در سود طرح اقتصادی (مشارکت، مضاربه، مزارعه، مساقات).

### ۳. وجوه اشتراک

**الف. قابلیت معامله در بازار:** از آن‌جا که صکوک، سند دارایی‌های واقعـی اسـت. بنـابراین از قابلیـت نقدشـوندگی برخوردار بوده و به عنوان یک دارایی پولی قابل انتقال و معامله در بازار می‌باشد.

**ب. قابلیت رتبه بندی:** انواع آژانس‌های رتبه‌بندی منطقه‌ای و بین‌المللی می‌توانند صکوک مختلـف را مـورد تحلیـل قرار دهند که این امر معامله آنها را در بازار تسهیل می‌کند.

**پ. قابلیت گران شدن:** وجود انواع صکوک با ساختارهای متفاوت امکان افـزایش اعتبـار آنهـا را فـراهم مـی‌آورد. بدیهی است این قابلیت فزون پذیری اعتباری، برای سرمایه‌گذاران مسلمان ریسـک گریـز از اهمیـت بسـزایی برخـوردار است.

**ت. تطبیق‌پذیری:** به‌خاطر تلاش‌های بی‌وقفه AAOIFI و نیز به مدد نظـرات فقهـی کارشناسـان سرشـناس اسـلامی و حمایت‌های قانونگذاران؛ کارگزاران بانک‌های اسلامی و دیگر فعالات مرتبط، انواع گسـترده‌ای از معـاملات منطبـق بـا موازین شریعت را در پیش روی خود می‌بینند که بر مبنای این مبانی می‌تـوان صـکوک مشـابه اوراق قرضـه- اعـم از بـا درآمد ثابت و یا متغیر- و نیز صکوک مشابه با سهام رایج فعلی- که مبتنی بر تسهیم سود و زیان هستند- را ساختار بندی کرد. البته شباهت زیاد ساختار صکوک با اوراق قرضه نباید این تصور را ایجاد کند که صکوک هم نوعی اوراق بهادار به پشتوانه دارایی محسوب می‌شود. بلکه صکوک در حقیقت نوعی اوراق بهادار بر پایه دارایـی اسـت (آدامـز-تومـاس، ۱۳۸۸، ۱۱۹-۱۲۲).

## صکوک، انواع، ساختار و نحوه انتشار

### تاریخچه انتشار صکوک

اولین تلاش‌ها برای غلبه بر مسألهٔ نقدینگی که بانک‌های اسلامی با آن مواجـه بودنـد، توسـط بانـک مرکـزی مـالزی در جولای ۱۹۸۳ و پس از آن انجام شد که نخستین بانک اسلامی مالزی کار خود را شروع کرد و از اوراق بهادار دولتی یا اسناد خزانه که بهره پرداخت می‌کردند استفاده نکرد. بنابراین اوراق بدون بهره با نام گواهی سرمایه‌گذاری دولتی منتشر شد (پهلوان، ۱۳۸۶: ۱۰).

در سوم جولای سال (۲۰۰۲)، دولت مالزی اقدام به انتشار گواهی امین به مبلغ ۶۰۰ میلیون دلار نمود کـه سررسـید آنهـا سال ۲۰۰۷ بود. هر یک از این گواهی‌های امین بیانگر مالکیت مشاع دارایی‌های امین یعنی همان قطعات زمین می‌باشد.

در ۱۸اکتبر سال ۲۰۰۳ بزرگ‌ترین انتشار صکوک تا آن تاریخ یعنی عرضهٔ ۷۰۰ میلیـون دلاری «صـکوک» جهـانی قطـر انجام گرفت که سررسید آن سال ۲۰۱۰ واز این رو دورهٔ این انتشار ۷ ساله بود. سود دارندگان صکوک هـر سـال ۲ بـار پرداخت می‌شود: ۹ آوریل و ۹اکتبر.

[ Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-23 ]

ناشر دارای مجوز یا SPV این صکوک، شرکت صکوک جهانی قطر بوده که یک شرکت سهامی در قطر می‌باشد و براساس بند ۵ مادهٔ ۶۸ قانون شرکت‌های تجاری مصوب سال ۲۰۰۲ تأسیس شده است. موضوع فعالیت این شرکت تنها فعالیت در زمینهٔ صکوک است. سرمایهٔ اسمی ناشر ۳۰ ریال قطر است که به سه سهم ۱۰ ریالی تقسیم شده است. دولت قطر به عنوان فروشنده، قطعه زمینی را برای ۷ سال به صورت اجارهٔ ۷ ساله به این شرکت تحویل داد که بعد از ۷ سال به دولت برگردانده شود. پرداخت‌ها براساس قرارداد اجاره انجام و مدیریت آن بر عهدهٔ بانک HSBC بوده است (پهلوان، ۱۳۸۶: ۱۳).

## انواع صکوک

سازمان حسابداری و حسابرسی مؤسسات مالی اسلامی (AAOIFI) دامنه کاربردهای صکوک وانواع طبقه‌بندی آن را تعریف کرده است. این سازمان در «استاندارد صکوک سرمایه‌گذاری» خود، ۱۴ راهکار منطبق بر قوانین شریعت را جهت سرمایه‌گذاری معرفی می‌کند:

صکوک اجاره، اجاره موصوفه بینهما، منفعه الاجاره، منفعه الاجاره موصوفه بینهما، صکوک مالکیت خدمت، صکوک سلم، صکوک استصناع، صکوک مرابحه، صکوک مشارکت، مضاربه، صکوک الوکاله، صکوک مزارعه، صکوک مساقات، صکوک مغارسه (آدامز-توماس، ۱۳۸۸، ۹۴).

از بین صکوک فوق‌الذکر تنها استفاده از صکوک اجاره، سلم و استصناع و تا حدی صکوک مشارکت، مرابحه و مضاربه معمول است. این صکوک به جز عقود سلم، استصناع و مرابحه و در بعضی موارد خاص عقود مزارعه و مساقات که در آن دارندگان صکوک صاحب زمین نیستند، از نظر مبادله در بازار ثانویه مورد قبول موازین شریعت هستند. همچنین در یک تقسیم‌بندی دیگر می‌توان صکوک را به دو گروه ابزار حقوق صاحبان سهام و ابزار بدهی تقسیم نمود. صکوک اجاره، سلم، استصناع و مرابحه زیر مجموعه ابزار بدهی و صکوک مشارکت و مضاربه زیر مجموعه ابزار حقوق صاحبان سهام قرار می‌گیرند (پهلوان، ۱۳۸۶: ۲۳).

## صکوک اجاره

### تعریف

صکوک اجاره، نوعی صکوک سرمایه‌گذاری است که بیانگر مالکیت واحدهای سرمایه‌گذاری با ارزش برابر از دارایی‌های بادوام فیزیکی‌ای هستند که به یک قرارداد اجاره، آن‌طور که در شریعت تعریف شده است، پیوند خورده‌اند. ایدهٔ انتشار صکوک اجاره برای نخستین بار توسط منذرقحف در مقالهٔ معروف وی با عنوان استفاده از اوراق اجاره دارایی برای پوشش شکاف بودجه در سال ۱۹۹۷ مطرح شد. اوراق صکوک اجاره دو امتیاز مهم دارد: نخست اینکه دارای مخاطره کمی است زیرا با پشتوانه دارایی منتشر شده است، دوم اینکه قابلیت نقدشوندگی مناسبی دارد زیرا سرمایه‌گذاران می‌توانند در صورت تمایل آن را در بازار ثانویه به فروش رسانند.

### ویژگی های اصلی

در ادامه به برخی از ویژگی‌های قرارداد اجاره که استفاده از آن برای انتشار صکوک را تسهیل می‌کند اشاره می‌شود:

الف) قرارداد اجاره در مورد فروش دارایی مورد اجاره، برای مؤجر محدودیتی به وجود نمی‌آورد. یعنی مؤجر می‌تواند دارایی را بفروشد بدون این که به قرارداد اجاره خللی وارد شود زیرا اجاره از عقود لازم است و توسط بیع باطل نمی‌گردد. اگر بیع پس از اجاره واقع شود، اجاره باطل نمی‌شود چون بیع منافاتی با اجاره ندارد؛ زیرا اجاره به منافع تعلق می‌گیرد و بیع به عین، اگر چه در صورت امکان هنگام بیع منافع نیز به تبع عین منتقل می‌شود. نکته‌ای که در اینجا وجود دارد این است که خریدار از وقوع اجاره مطلع باشد.

ب) اجاره‌بها می‌تواند به صورت هفتگی، ماهانه، سالانه و یا به هر شکل دیگر که مورد توافق طرفین است پرداخت شود.

[ Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-23 ]

ج) برای مدت زمان اجاره هیچ محدودیتی وجود ندارد. قرارداد اجاره می‌تواند تا زمانی که یک دارایی وجود دارد ادامه یابد.

د) لزومی ندارد که اجاره‌بها حتماً به صورت وجه نقد پرداخت شود. بلکه هر نوع کالا یا دارایی مالی دیگر نیز می‌تواند به عنوان اجاره‌بها (با توافق طرفین) پرداخت شود.

هـ) استقلال مالکیت: افرادی که در مالکیت یک عین‌الاجاره شریک هستند هر طور که بخواهند به صورت فردی یا جمعی می‌توانند دارایی خود را به مالکان جدید بفروشند.

و) نیاز نیست که جریان سودهای منفعت مالی الزاماً منطبق با زمان‌بندی بازپرداخت‌های اجاره باشد. همچنین نیاز نیست که عین دارایی قرارداد اجاره در زمان قرارداد موجود باشد.

ز) مخارج نگهداری مربوط به ویژگی‌های اصلی دارایی به عهده‌ی مالک است، در حالی که هزینه‌های نگهداری مربوط به عملیات با آن بر عهده‌ی مستأجر است.

ح) قرارداد اجاره برای به‌کارگیری در قالب فرایند تبدیل شدن به اوراق بهادار مناسب است. ایده‌ی اوراق قرضه‌ی اجاره برخاسته از توانایی تبدیل مال‌الاجاره به دارایی‌های مالی است.

ط) طی شرط ضمن عقد بیع، SPV متعهد می‌گردد دارایی خریداری شده را به بانی اجاره دهد.

## مراحل انتشار

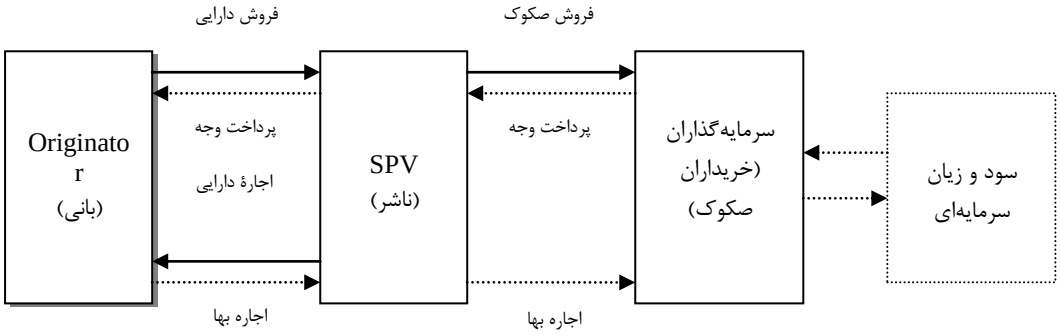
ساختار کلی طراحی و انتشار اوراق صکوک اجاره به شرح زیر است:

بانی که ذینفع وجوه حاصل از انتشار است. بانی در واقع شرکت یا نهادی است که به وجه نقد نیاز دارد.

- شرکت با مقصد خاص (SPV) که ناشر اوراق صکوک است.
- سرمایه‌گذاران که اقدام به خریداری اوراق صکوک می‌نمایند.

روش کار به این صورت است که ابتدا بانی یکسری از دارایی‌های خود که برای اجارهٔ مناسب هستند را انتخاب می‌کند. سپس بانکی یک شرکت با مقصد خاص تأسیس می‌کند. این شرکت با مقصد خاص از لحاظ قانونی دارای یک شخصیت کاملاً مستقل است. بانی دارایی‌های منتخب را به صورت یک پرتفوی به شرکت با مقصد خاص می‌فروشد با این توافق که شرکت با مقصد خاص پس از خرید دارایی‌ها مجدداً آنها را در قالب قرارداد اجاره در اختیار بانی قرار دهد. مدت اجاره و همچنین مبلغ اجاره بها با توافق طرفین تعیین می‌شود.

نمودار ۱ ساختار صکوک اجاره




مأخذ: پهلوان، ۱۳۸۶: ۲۶.

[ Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-23 ]

در مرحلهٔ بعد شرکت با مقصد خاص از طریق انتشار اوراق صکوک، دارایی‌های خود را به اوراق بهادار (صکوک) تبدیل می‌کند. اوراق صکوک دارای ارزش مساوی هستند و هر یک بیانگر مالکیت مشاع قسمتی از دارایی‌های مورد اجاره می‌باشند. به عبارت دیگر سرمایه‌گذارانی که اقدام به خرید اوراق صکوک می‌نمایند به نسبت میزان ارزش اوراق خود در مالکیت آن دارایی‌ها به صورت مشاع شریک می‌شوند.

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 فرایند دریافت و پرداخت وجوه معمولاً توسط یک مؤسسه امین انجام می‌شود.

هنگامی که مدت زمان اجاره به پایان می‌رسد، جریان نقدی حاصل از اجاره‌بها نیز متوقف می‌شود مالکیت دارایی‌های مورد اجاره نیز در اختیار دارندگان صکوک است. حال اگر ارزش بازار دارایی‌های مذکور بیش از مبلغ اسمی مندرج در اوراق صکوک باشد آن‌گاه دارندگان صکوک پس از اتمام مدت زمان اجاره با فروش دارایی‌ها، سود سرمایه‌ای به دست می‌آورند و در غیر این صورت با زیان سرمایه‌ای مواجه می‌شوند. بنابراین در حالی‌که درآمد حاصل از اوراق صکوک نسبتاً پایدار و دارای ریسک اندکی است اما خود اوراق می‌توانند با ریسک کاهش قیمت مواجه شوند. طبیعتاً این موضوع می‌تواند انگیزهٔ سرمایه‌گذاران برای خرید صکوک را کاهش دهد. به همین دلیل معمولاً همراه با اوراق صکوک یک اختیار فروش نیز در اختیار سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرد تا در صورت تمایل بتوانند دارایی‌های مربوطه را در زمان انقضای قرارداد اجاره به قیمت اسمی به خود بانی بفروشند.

## صکوک سلم

### تعریف

مفهوم سلم به نوعی از فروش اطلاق می‌شود که در آن فروشنده بهای کالا را پیشاپیش به صورت نقد دریافت می‌کند و در مقابل تعهد می‌کند که کالای مشخص شده را در تاریخ معینی در آینده به خریدار تحویل دهد. بنابراین پرداخت وجه، نقداً (آنی) انجام می‌شود اما تحویل کالا برای مدت مشخصی به تعویق می‌افتد.

کارکرد صکوک سلم طوری است که قادر است بسیاری از روندهای کاری و فرایندهایی که بانک‌های اسلامی جهت مدیریت نقدینگی خود انجام می‌دهند را حذف کند. حوزه‌های قابلیت صکوک سلم در مرزهای نقدینگی و پوشش ریسک کشیده شده است. با استفاده از این مفهوم، بسیاری از انتشاردهندگان شرکتی می‌توانند جهت پرداخت هزینهٔ تأمین‌کنندگان از صکوک سلم استفاده کنند واین ابزار به یک ابزار متداول جهت پرداخت هزینه‌ها به تأمین‌کنندگان تبدیل گردد. علاوه بر تأمین نقدینگی لازم جهت پرداخت به تأمین‌کنندگان، صکوک سلم این قابلیت را فراهم می‌کند تا بانک‌های اسلامی و مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری جهت کاهش ریسک پرتفوی خود، از ابزارهای نظام مالی اسلامی منتفع شوند. در این راستا، آژانس پولی بحرین (BMA) با انتشار صکوک سلم گام خوبی را در جهت معرفی صکوک برداشت و بانک‌های اسلامی و شرکت‌های سرمایه‌گذاری جهت پوشش ریسک مربوط به دارایی‌ها و درآمدهای ترازنامه‌ای خود از این ابزار استقبال کردند.

### مراحل انتشار

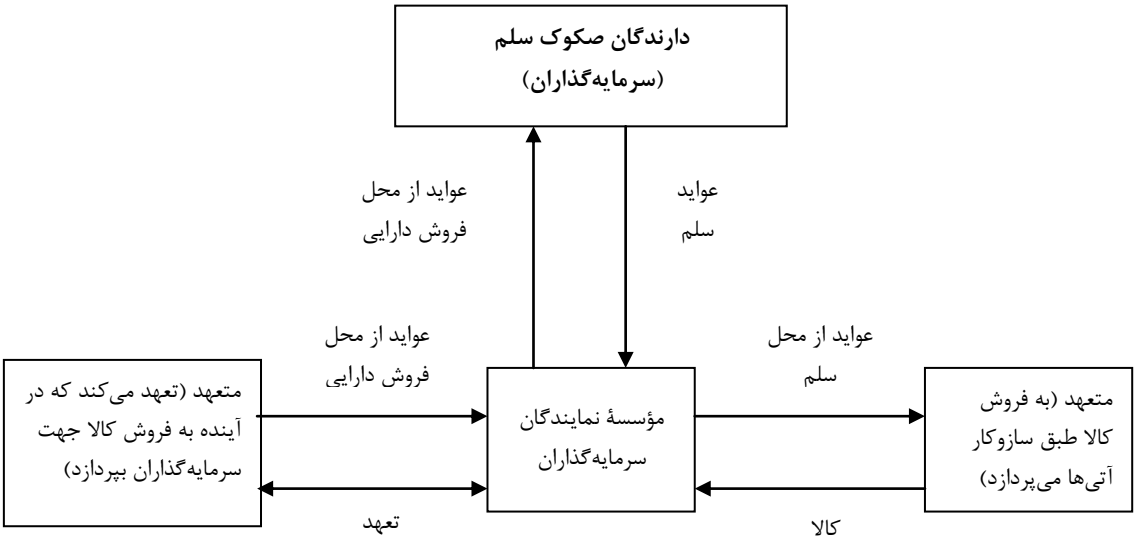
در ساختار صکوک سلم، یک مؤسسه با مؤسسهٔ دیگری به نمایندگی از طرف خریداران صکوک سلم وارد قرارداد می‌شود و هدف از این قرارداد، این است که بین کالاها و خریداران واسطه شود و به عنوان یک رابط جهت تسهیل فعالیت اقدام نماید. در رابطه با انتشار صکوک سلم باید توجه داشت که کالاهایی که در این صکوک قرار می‌گیرند نباید جزء کالاهایی باشد که برای این عقود در شرع مجاز دانسته نشده‌اند؛ و بنابراین انواع طلا و سکه را نمی‌توان جهت انتشار صکوک سلم به عنوان دارایی پایه قرار داد. در ساختار صکوک سلم، متعهد قرارداد می‌بندد که از طرف

[ Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-23 ]

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 حق‌الزحمهٔ عاملیت دریافت می‌کند.

انواع توافق‌نامه‌هایی که در ساز و کار انتشار صکوک سلم قرار می‌گیرند عبارتند از: توافق‌نامه‌های محافظت و عاملیت که بین سرمایه‌گذاران و واسطه‌های آنان به امضاء می‌رسند. در ساز و کار انتشار صکوک سلم غالباً از یک توافق‌نامهٔ کلی استفاده می‌شود تا طبق آن عامل بتواند در هر زمان که مناسب بود به خرید و فروش از طرف مشتریان بپردازد. این توافق‌نامه‌های کلی بین سرمایه‌گذاران و واسطه‌های آنها، غالباً در متن قرارداد عاملیت کلی جهت خرید که بین کارگزار به عنوان متعهد یا نمایندهٔ متعهدها امضاء می‌شود، مطرح می‌گردد. واسطه غالباً یک اعتبار اسنادی از یک بانک با درجهٔ اعتبار بالا مطالبه می‌کند تا معامله را تضمین و در برخی مواقع یک تعهد جهت پرداخت دریافت می‌کند.

نمودار۲ ساختار معاملات صکوک سلم




مأخذ: پیره و شاهباز، ۱۳۸۸: ۲۵۰.

کالای مورد معامله در قرارداد سلم باید «مثلی»[۳] باشد. گندم، جو، ذرت و سایر غلات از نوع کالاهای مثلی هستند. همچنین نفت، آهن، مس و ... نیز مثلی به شمار می‌روند. (از نظر شرعی این قبیل معامله برای کالای مثلی ممنوع نشده است، اما به عنوان مثال طلا و نقره را بخاطر پول بودن، نمی توان در این معاملات بکار گرفت).

بنابراین با انتشار اوراق سلم، شرکت می‌تواند نیاز نقدینگی خود را مرتفع سازد و سرمایه‌گذاران نیز با خرید اوراق سلم این فرصت را دارند که کالای مورد نیاز خود را در تاریخ سررسید به قیمت مناسبی تهیه کنند و چنانچه قیمت کالا در بازار در تاریخ سررسید بالاتر از قیمت توافقی در قرارداد سلم باشد آنگاه مابه‌التفاوت این دو مبلغ، سود سرمایه‌گذاران را تشکیل می‌دهد. لذا اوراق سلم را می‌تواند یک ابزار سرمایه‌گذاری به شمار آورد. یکی از ویژگی‌های مهم ابزارهای سرمایه‌گذاری قابلیت نقدشوندگی آن است. اگر یک ابزار مالی در بازار قابل معامله نباشد و به عبارت

[۳]- در اصطلاح فقها چیزی است که مثل آن بدون تفاوت مهم در اجزایش در بازار یافته شود. مانند چیزهای وزن کردنی و پیمودنی و شمردنی های نزدیک به هم، همچون گردو و تخم مرغ و آجر و خشت. و غیر مثلی عکس آن است(از کشاف اصطلاحات الفنون).
www.loghatnaameh.com. مال مثلی آن است که اجزای آن از حیث قیمت برابر باشند.

[ Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-23 ]

دیگر قابلیت نقدشوندگی نداشته باشد. گزینهٔ چندان مناسبی برای سرمایه‌گذاران به شمار نمی‌رود. شخصی که اقدام به خرید اوراق سلم می‌کند انتظار دارد که قیمت کالای مورد نظر در تاریخ سررسید افزایش یابد. حال اگر قبل از تاریخ سررسید انتظار وی از قیمت کالا تغییر کند وی تصمیم به فروش ورقهٔ سلم خود می‌گیرد. اگر شرایط فروش ورقهٔ سلم قبل از سررسید در یک بازار سازمان یافته امکان‌پذیر باشد آنگاه سرمایه‌گذاران بیشتری اقدام به سرمایه‌گذاری در اوراق سلم خواهند کرد.

## صکوک استصناع (ساخت)

### تعریف

استصناع در باب استفعال از مصدر صنع، به معنی درخواست ساخت است. منظور از استصناع، خرید کالایی است که طبق سفارش خریدار تهیه می‌گردد. در دایره المعارف 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 می‌گیرد.» (پهلوان، ۱۳۸۶: ۳۴).

مراد از قرارداد استصناع یا قرارداد سفارش ساخت این است که کسی به نزد صنعتگر بیاید و از او بخواهد که تعدادی از کالاهایی را که می‌سازد به مالکیت او درآورد. در این حال قراردادی میان این دو به امضاء می‌رسد که بر اساس آن صاحب صنعت، کالای مورد توافق را برای او بسازد و مبلغ مورد توافق را دریافت کند.

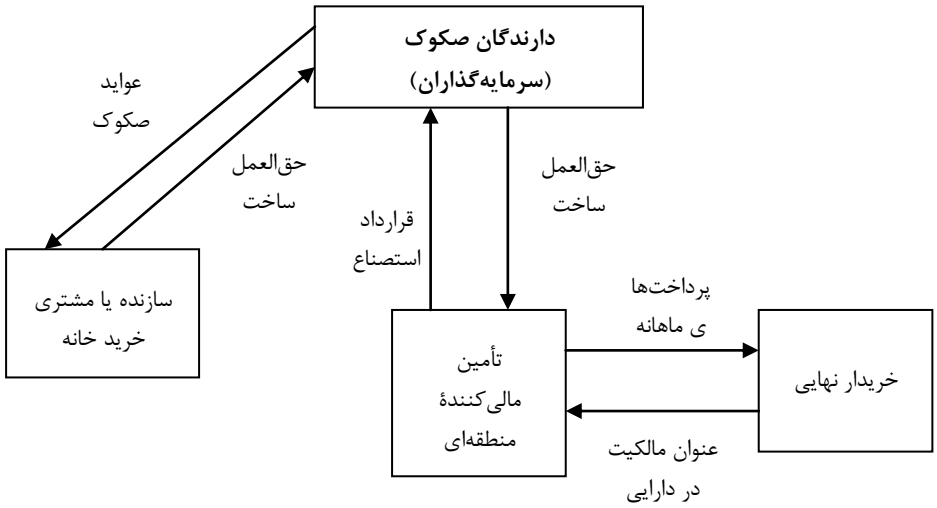
بنابراین می‌توان گفت صکوک استصناع، اسناد و گواهی‌های دارای ارزش یکسان هستند و برای تجمیع وجوه لازم جهت ساخت کالایی استفاده می‌شوند که تحت تملک دارنده صکوک می‌باشد. ناشر صکوک استصناع، تولید کننده کالا است. پذیره‌نویس آن، خریداران کالای مورد نظر و وجوه جمع‌آوری شده، هزینه ساخت کالا است.

### 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 می‌کند. نهاد تأمین مالی از طریق انعقاد یک قرارداد استصناع، متعهد می‌شود خط تولید را ساخته و تحویل شرکت دهد و در مقابل هزینهٔ مربوطه را به صورت اقساط دریافت کند. در واقع نهاد تأمین مالی به عنوان پیمانکار ساخت خط تولید را تعهد می‌کند. 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 می‌نماید و هزینهٔ مربوط به ساخت را نقداً پرداخت می‌کند 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 می‌کند. مبلغ مربوط به قرارداد اول که به صورت اقساط پرداخت می‌شود، شامل هزینهٔ پرداخت شده به پیمانکار متخصص و یک مبلغ اضافی می‌باشد. این مبلغ اضافی در واقع سود نهاد تأمین مالی را تشکیل می‌دهد. هنگامی که عملیات ساخت خط تولید به پایان می‌رسد نهاد تأمین مالی آن را از پیمانکار تحویل گرفته و در اختیار شرکت قرار می‌دهد.

[ Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-23 ]

نمودار ۳ ساختار صکوک استصناع




مأخذ: پیره و شاهباز، ۱۳۸۸: ۲۷۴.

حال آیا نهاد تأمین مالی می‌تواند به پشتوانهٔ اقساطی که در آینده دریافت می‌کند 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 می‌رود، لذا باید فقط به قیمت اسمی آن فروخته شود زیرا در غیر اینصورت معامله ربوی می‌شود. از طرف دیگر فروش این اوراق به قیمت اسمی در بازار با استقبال چندانی مواجه نمی‌شود 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 می‌تواند به جای اینکه این اوراق را در بازار مستقیم بفروشد، از آنها برای خرید دارایی‌های 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 می‌شود.

## صکوک مضاربه (تجاری)

### تعریف

در استاندارد سازمان AAOIFL، صکوک مضاربه، بدین صورت تعریف می‌شود: «صکوک مضاربه، گواهی‌هایی که نشان‌دهندهٔ پروژه‌ها یا فعالیت‌هایی هستند که طبق قرارداد مضاربه مدیریت می‌شوند و طبق سازوکار معرفی یکی از طرفین به عنوان مضارب جهت مدیریت عملیات، صورت می‌گیرد.» صکوک مضاربه برای استفاده از مشارکت عموم در طرح‌های بزرگ سرمایه‌گذاری کاربرد دارد. این صکوک بر تقسیم سرمایه‌های مضاربه از طریق انتشار واحدهایی دارای ارزش برابر که به نام دارندهٔ آن به ثبت می‌رسند، بنا شده است. اسناد صکوک مضاربه نشان‌دهندهٔ دارایی هستند که تحت سرمایه‌های مضاربه به دست آمده است. هر صک نشان‌دهندهٔ یک مالکیت سودآور غیر تقسیم شده در دارایی‌هایی است که تحت سرمایه‌های مضاربه استحصال شده‌اند و نسبت به سایر صکوک مضاربه هیچ‌گونه برتری ندارند. وقتی فردی صکوک مضاربه را خریداری می‌کند، در تمام حقوق مالکیت دارایی از قبیل فروش و یا انتقال آن به وراث بعد از مرگ، محق است.

### ویژگی های اصلی

صکوک مضاربه دارای ویژگی‌های اصلی زیر است:

[ Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-23 ]

الف) هدف از انتشار صکوک مضاربه باید به وضوح تبیین شده باشد و جهت انجام معاملات تجاری قانونی و منطبق با شریعت باشد. پروژه باید از نظر اقتصادی، ارزش افزوده ایجاد کند و نرخ بازدهی آن مثبت باشد. مضاربه را می‌توان برای مقاصد سرمایه‌گذاری کلی (نامحدود) و یا برای اهداف سرمایه‌گذاری خاص تنظیم کرد.

ب) قرارداد صکوک مضاربه مبتنی بر امیدنامه رسمی است که کلیه اطلاعات تعیین شده در شریعت مانند ماهیت سرمایه، درصد تقسیم سود و سایر اطلاعات مرتبط با انتشار را در بر دارد.

ج) دارندگان صکوک مضاربه می‌توانند با فروش آن، مالکیت صکوک را به دیگری انتقال دهند. البته باید هنگام فروش صکوک مضاربه، موارد زیر رعایت گردد:

- اگر سرمایه مضاربه قبل از شروع عملیات به شکل پول باشد، معامله صکوک معامله پول با پول خواهد بود و باید مطابق قوانین اسلام در زمینه بیع‌الصرف باشد.
- اگر سرمایه مضاربه به شکل بدهی باشد، معامله صکوک باید مطابق قوانین اسلام در زمینه معامله بدهی باشد.
- اگر سرمایه مضاربه به شکل ترکیبی از پول، اسناد دریافتنی، کالا، مستغلات و منافع خاصی باشد، معامله صکوک باید بر مبنای ارزش مشاع بازاری آنها باشد.

د) هزینهٔ پروژه نشان‌دهندهٔ حجم و میزان سرمایه‌های سرمایه‌گذاری است و باید قطعی، مشخص و به دور از هرگونه ابهامی برای طرف‌های قرارداد باشد. البته مضارب می‌تواند علاوه بر مدیریت پروژه، در زمرهٔ سهامداران نیز قرار گیرد و قسمتی از صکوک مضاربه را مالک شود. در این صورت، سود او مجموع سود ناشی از سرمایه‌گذاری و سود ناشی از فعالیت به عنوان مضارب خواهد بود.

هـ) مدیر یا ناشر نباید در قرارداد صکوک مضاربه، سرمایه یا سود ثابت را تضمین کنند. همچنین مقدار سود نباید بر اساس درصدی از سرمایه تعیین شود. در نهایت نیز باید اطلاعات و جزئیات مربوط به سود و زیان طرح برای دارندگان صکوک منتشر شود.

و) بدیهی است که در صورت وقوع زیان در اصل سرمایه باید آن را با کسر سود دارنده صکوک جبران نمود.

ز) در قرارداد مضاربه، شخص ثالثی غیر از مضارب یا سرمایه‌گذاران می‌تواند در صورت بروز زیان، ضرر وارده را جبران نماید. این تضمین در متون فقهی تحت عنوان «قرارداد تبرع» قرار می‌گیرد و تنها در صورتی صحیح است که فرد تضمین کننده از نتایج و عواقب ضمانت خود آگاه باشد. در بعضی موارد ممکن است ذینفعی که از انجام پروژه سود می‌برد، پرداخت زیان‌های وارده را تضمین نماید. در مواردی که با یک معاملات صکوک ساختار یافته سر و کار داریم، مالک پروژه غالباً به صورت یک شخصیت مجزا از سرمایه‌گذاران و مضارب باقی می‌ماند. این قبیل اشخاص می‌توانند پرداخت زیان‌های وارده به سرمایه‌گذاران را تضمین نمایند و پرداخت زیان‌ها نیز از محل سرمایه‌های خودشان خواهد بود. این تضمین به نفع مضارب صورت گرفته است. تنظیم متن ضمانت‌نامه باید به گونه‌ای باشد که حداکثر اطمینان خاطر برای سرمایه‌گذاران فراهم آید.

ح) غالباً – مگر آن‌که از قبل بر غیر این توافق شود– تعهد هر سرمایه‌گذار نسبت به سهم او از سرمایه‌گذاری، از دیگران مستقل است و در صورتی که یک سرمایه‌گذار از ایفای تعهدات سرباز زند، سایر سرمایه‌گذاران ملزم به رعایت تعهدات خود هستند.

ط) مضارب، در قرارداد مضاربه امین است. لذا نمی‌توان او را به دلیل وقوع ضرر در پروژه‌ها یا عملکرد ضعیف مؤاخذه نمود، مگر آن‌که در انجام وظایف خود تقصیر یا سهل‌انگاری کند. به همین دلیل نباید در متن قرارداد عبارتی به صورت مستقیم یا غیرمستقیم دال بر تضمین سرمایه گنجانده شده باشد. در صورت گنجاندن چنین بندهایی، قرارداد باطل است.

[ Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-23 ]

اما سرمایه‌گذاران می توانند از مضارب طلب نوعی وثیقه کنند تا در صورت رخداد هر یک از موارد کلاهبرداری، سهل‌انگاری یا تقصیر، وی خسارت را جبران کند.

ی) از آنجا که مضاربه مربوط به انجام یا حق‌العمل کاری یک پروژه می‌شود و بیش‌تر از دارایی‌های محسوس تشکیل شده است، می‌توان صکوک را در بازار ثانویه مورد خرید و فروش قرار داد. این قابلیت منجر به افزایش نقدینگی برای سرمایه‌گذاران می‌شود و مشارکت آنان در سرمایه‌گذاری را ساده‌تر می‌کند؛ چرا که آنان مطمئن می‌شوند در صورت نیاز می‌توانند از مشارکت در پروژه خارج شوند.

ک) ساز و کار توزیع سود باید در ابتدای قرارداد و در حین امضای طرفین مشخص گردد. توزیع سود مضاربه نباید به صورت اتفاقی و از پیش تعیین شده و یا به صورت درصدی از مبلغ سرمایهٔ پرداخت شده باشد، بلکه باید به صورت نسبت توافق شده‌ای از سود حاصله باشد. البته تجدیدنظر در بندهای مضاربه از نظر شریعت بلامانع است. جهت توزیع سود بین سرمایه‌گذاران نیازی نیست حتماً دوره سرمایه‌گذاری به اتمام برسد. مضارب می‌تواند توافق کند که قسمتی یا تمام سود را در شرایطی که پروژه هنوز در حال انجام است پرداخت کند. البته این پرداخت باید به صورت «علی‌الحساب» باشد و بعد از اتمام پروژه و حسابرسی آن و شناسایی دقیق و کامل سود و زیان حاصله، تسویه حساب شود. تنظیم قرارداد مضاربه باید طوری باشد که تمام این امکانات را پوشش دهد و سرمایه‌گذاران باید مطلع باشند که مبالغ پرداختی به آنها به عنوان قسمتی از سود در صورت رخداد زیان در ارزیابی نهایی پروژه، از اصل سرمایه‌های آنها کسر خواهد شد.

ل) بازدهی صکوک مضاربه مانند صکوک مشارکت و برخلاف صکوک «سلم»، «اجاره» و «استصناع» که بازدهی ثابتی دارند، متغیر است.

م) عواید دارندگان اسناد «مضاربه» مانند عواید دارندگان سهام نیست. در واقع دارندگان اسناد «مضاربه» تنها از سود آن اسناد بهره‌مند می‌شوند، نه از سود ناشی از افزایش قیمت. همچنین دارندگان اسناد «مضاربه» در مجمع عمومی سالانهٔ شرکت حق رأی ندارند. از سوی دیگر هنگام ورشکستگی شرکت، دارندگان اسناد «مضاربه» قبل از دارندگان سهام مطالبات خود را وصول می‌کنند(پهلوان، ۱۳۸۶: ۴۱).

## مراحل انتشار

الف) SPV (مضارب) با مالک طرح برای انجام/حق‌العمل کاری طرح وارد قرارداد می‌شود.

ب) SPV (مضارب) برای تأمین مالی به انتشار صکوک مبادرت می‌ورزد.

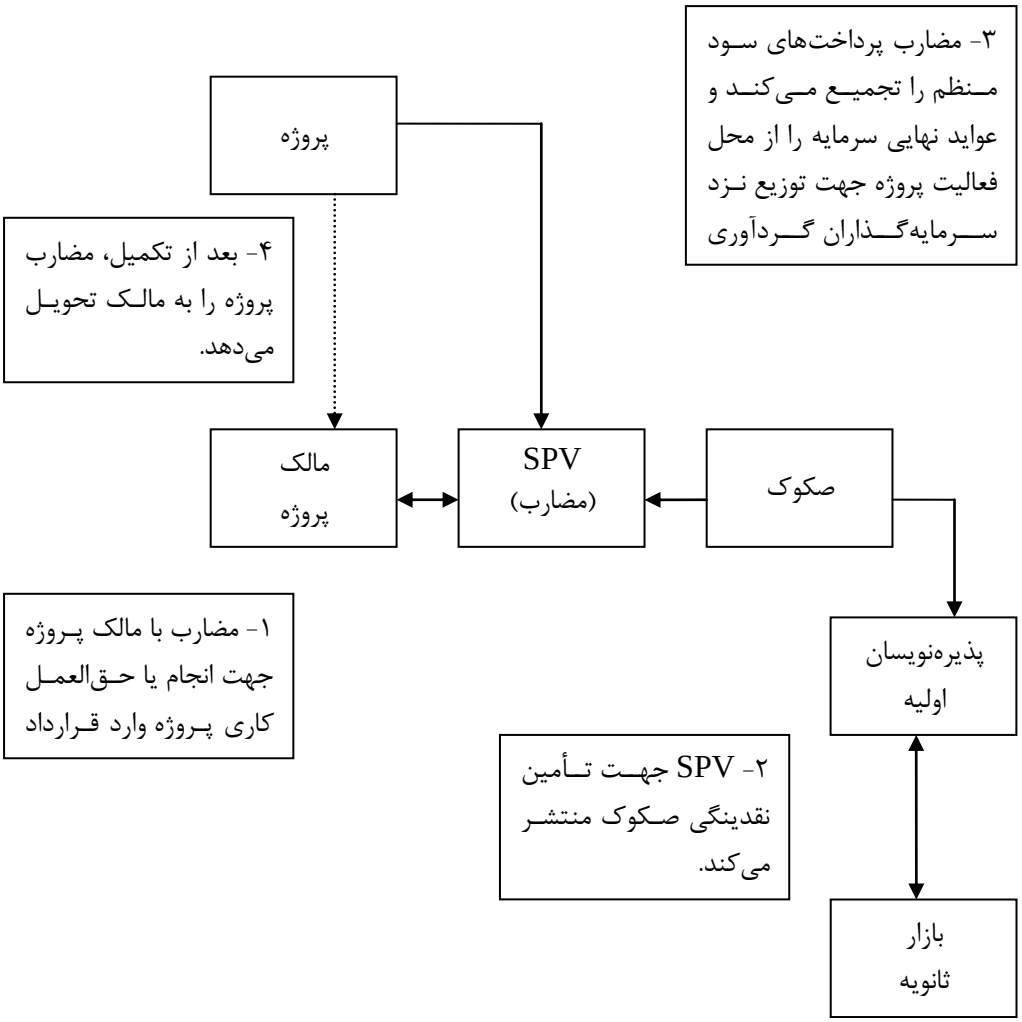
ج) SPV (مضارب) پرداخت‌های منظم سود و عایدات نهایی حاصل از فعالیت طرح را برای توزیع بین سرمایه‌گذاران جمع‌آوری می‌کند.

د) پس از پایان طرح، SPV (مضارب) طرح به اتمام رسیده را به مالک تحویل می‌دهد.

به طور کلی ساختار صکوک مضاربه به شرح نمودار زیر است.

[ Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-23 ]

نمودار ۴ ساختار صکوک مضاربه




مأخذ: پیره و شاهباز، ۱۳۸۸: ۲۰۷.

[ Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-23 ]

## صکوک مشارکت

### تعریف

صکوک مشارکت، اسناد و گواهی‌های دارای ارزش یکسان هستند و برای تجمیع وجوه لازم جهت راه‌اندازی طرح‌های جدید، توسعه طرح‌های موجود یا تأمین مالی کسب و کارهای مبتنی بر مشارکت استفاده می‌شود. دارندگان صکوک به میزان سهم خود از مشارکت، مالک طرح یا دارایی‌های آن می‌شوند. 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 (همان، ۴۳).

### مراحل انتشار

شرکت و 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.

ج) شرکت به عنوان عامل توسعه زمین (یا دارایی فیزیکی دیگر) به وسیله پول تزریق شده به طرح توسط SPV و فروش/اجاره دارایی توسعه یافته می‌شود.

د) عامل (یعنی شرکت) مبلغی را به عنوان حق‌الزحمه عاملیت دریافت خواهد کرد.

هـ) سود حاصل از طرح به دارندگان صکوک توزیع می‌شود.

و) شرکت تعهد می‌کند که تمام سهام‌های مشارکت SPV را به قیمت از پیش تعیین شده و تا پایان یک دوره معین از آن خریداری نماید. این تعهد غیر قابل فسخ است.

## صکوک مرابحه

### تعریف

صکوک مرابحه، نوعی صکوک سرمایه‌گذاری است که بیانگر مالکیت واحدهای سرمایه‌گذاری با ارزش برابر از یک کالای مرابحه می‌باشد و برای تأمین مالی کالای مرابحه منتشر می‌شود. در این صکوک، ناشر صکوک، فروشنده کالای مرابحه به حساب می‌آید؛ پذیره‌نویس، خریدار کالا (مالک کالای مرابحه) و وجوه دریافتی نیز هزینه خرید کالا به حساب می‌آید. بر اساس موازین شریعت، صکوک مرابحه قابل معامله در بازار ثانویه نیست؛ زیرا این اوراق بیانگر بدهی خریدار کالا به دارنده اوراق صکوک و معامله آن ربوی است. هرچند صکوک مرابحه نوعی ابزار بدهی است و نمی‌توان آن را در بازار ثانویه معامله کرد، ولی به دلیل استنباط مبتنی بر تساهل فقهای مالزی، این صکوک در بازار ثانویه مالزی معامله می‌شود و از این رو در مالزی رایج است. البته شاید بتوان گفت در صورت ترکیب صکوک مرابحه با سایر صکوک قابل معامله در بازار ثانویه به نحوی که صکوک مرابحه سهم ناچیزی از آن پرتفوی را تشکیل دهد، معامله صکوک مرابحه نیز در بازار ثانویه بلااشکال است.

### مراحل انتشار

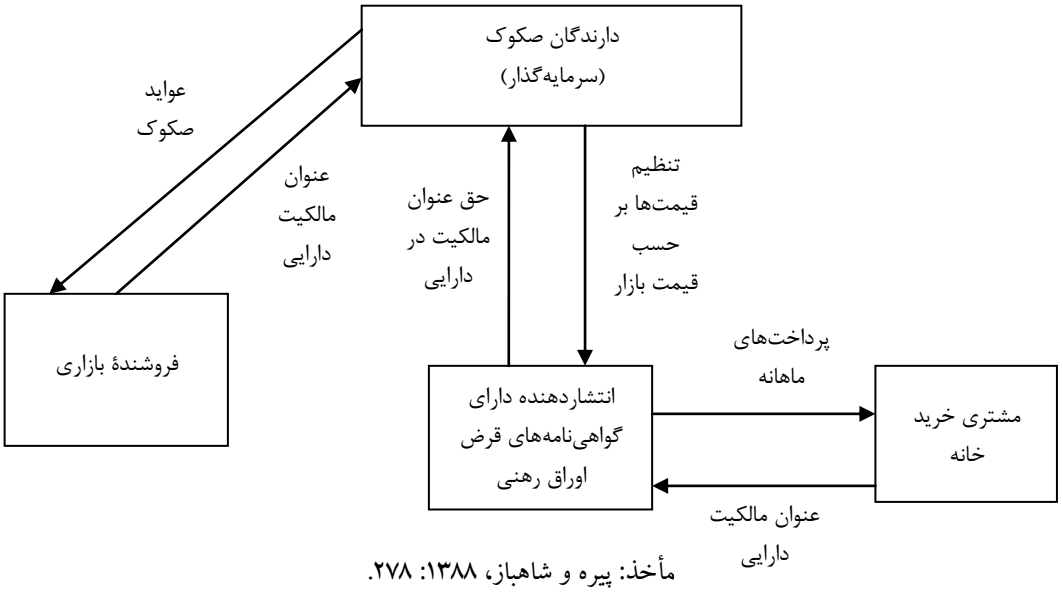
الف) SPV با قرض گیرنده وارد قرارداد می‌شود.

ب) SPV به انتشار صکوک برای سرمایه‌گذاران مبادرت می‌ورزد و عایدات صکوک را دریافت می‌کند.

[ Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-23 ]

ج) SPV کالا را از فروشنده کالا به صورت نقد خریداری می‌کند.
د) SPV کالا را به صورت اقساطی به قرض گیرنده و به قیمت نقد به علاوه سود مورد نظر می‌فروشد.
هـ) قرض گیرنده کالا را به شخص خریدار به صورت نقد می‌فروشد.
و) سرمایه‌گذار قیمت فروش نهایی و سودهای حاصله را دریافت می‌کند.
به طور کلی می‌توان ساختار زیر را به عنوان ساختار صکوک مرابحه در نظر گرفت.

نمودار ۵ ساختار صکوک مرابحه




مأخذ: پیره و شاهباز، ۱۳۸۸: ۲۷۸.

## ریسک در صکوک

### تعریف ریسک

فرهنگ وبستر ریسک را «در معرض خطر قرار گرفتن» تعریف کرده است. ریسک در اصطلاح عبارت است از امکان تفاوت بازده از مقدار مورد انتظار. در مورد سرمایه‌گذاری، ریسک یعنی این‌که احتمال بازده واقعی (بر حسب ریال یا درصد) از بازده مورد انتظار متفاوت شود (سروش، ۱۳۸۶: ۱۶۳).

ریسک در نظام مالی اسلامی نیز مانند نظام مالی متعارف وجود دارد. در حالت کلی می‌توان گفت صکوک به عنوان نماینده ابزارهای مالی اسلامی، به‌صورت ذاتی نسبت به سایر ابزارهای مالی از ریسک بیش‌تری برخوردار است. دلیل این امر آن است که تقریباً تمامی ابزارهای مالی اسلامی مبتنی بر مالکیت دارایی بوده و بنابراین ریسک این دارایی به سرمایه گذاران منتقل می‌شود (**همان**).

### ریسک‌های موجود در صکوک

جهت بررسی می‌توان ریسک‌ها را به طرق گوناگونی طبقه بندی کرد. در بیان سیستمی، ریسک می‌تواند به ریسک سیستماتیک و غیرسیستماتیک (ریسک خاص شرکتی) تقسیم بندی شود. از لحاظ منبع، منشأ ریسک می‌تواند به اجزای مختلف دیگری طبقه‌بندی شود. طریق، ریسک‌هایی را که به طور ذاتی در ساختارهای مختلف صکوک وجود دارد، بررسی کرده است. وی ریسک را بر اساس منابع آن، به ریسک بازار (متشکل از ریسک نرخ بازده، ریسک ارز خارجی

[ Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-23 ]

و ریسک قیمت)، ریسک اعتباری و ریسک‌های دیگر (مانند ریسک نقدینگی، ریسک سازگاری با شریعت و ریسک-های زیرساختی بدون انعطاف) طبقه بندی می کند (Tariq,2004:43-54).

## ریسک‌های نهفته در ساختارهای صکوک

### ریسک‌های بازار

ریسک بازار به عنوان ریسک موجود در ابزارهای مورد معامله در بازار تعریف می‌شود. تاکنون دو دسته از ریسک‌های بازار مشخص شده‌اند: عمومی (سیستماتیک) و مخصوص شرکت. ریسک‌های سیستماتیک به علت تغییرات در سیاست اقتصادی و دولتی پدید می آیند، در حالی‌که ریسک مخصوص شرکت ناشی از ابزارهای گوناگون یک شرکت خاص است که بدون همبستگی با ابزارهای سایر شرکت‌ها، قیمت‌گذاری می‌شوند.

### ریسک‌های سازگار با شریعت

ریسک‌های سازگار با شریعت به کاهش ارزش دارایی اشاره دارد که ناشی از تخلف انتشاردهندگان اوراق صکوک در قبال مسئولیت‌های امین نسبت به سازگاری با شریعت است. نمونه‌های مختلفی از تخلف‌های عمدی یا غیرعمدی درگذشته وجود دارد. شروط فسخ موجود در امید نامه‌ی صکوک، اشاره به وقایعی دارد که قرارداد صکوک را به علت ناسازگاری با شریعت، باطل و بی اثر می‌کند. لذا آنچه اهمیت پیدا می‌کند رقابت پذیری و بقا در بازارهای سرمایه به عنوان یک دسته از دارایی‌های سازگار با شریعت است.

### ریسک‌های عملیاتی

این ریسک‌ها در واقع در بازارهای متعارف اوراق قرضه نیز وجود دارند و از این نظر ریسک‌های عملیاتی محسوب می-شوند. به این معنی که به‌جای این‌که ناشی از اصول اساسی اسلامی باشد، ناشی از ماهیت و ذات ساختار انتشار این اوراق است و عبارتند از: ریسک نکول (عدم انجام تعهدات مالی)، ریسک پرداخت کوپن، ریسک بازخرید دارایی، ریسک-های خاص شرکت واسط، ریسک خاص سرمایه گذار، ریسک مربوط به دارایی.

### انعطاف‌ناپذیری نهادی

اوراق صکوک توسط کشورهای در حال توسعه راه اندازی شده است. زیرساخت مالی در برخی از این کشورها از قبیل بحرین و مالزی، به خوبی توسعه یافته است اما به طور کلی این زیرساخت در اکثر اقتصادهای نوظهور ضعیف است. به علاوه، صکوک نیازمند ساختارهای منحصر به فرد و سازگار با شریعت است. این امر، وضعیتی را به وجود می آورد که به عنوان یکی از مصادیق انعطاف ناپذیری نهادی تلقی شده، در کوتاه مدت مرتفع نمی‌گردد و بدون استثنا ریسک‌های صکوک را افزایش می‌دهد.

## مدیریت ریسک‌های مالی ساختارهای صکوک

اوراق صکوک جهت باز تولید کارکردهای اوراق قرضه متعارف و اوراق بهادار قابل معامله در تجهیز منابع از بازارها، تزریق نقدینگی به مؤسسات یا دولت و ایجاد منبع با ثبات درآمدی برای سرمایه‌گذاران، به کار گرفته می‌شوند.

اگر ساختار صکوک رقابتی شود و بازار آن توسعه یابد، آن‌گاه اقتصادهای در حال توسعه، که صکوک در آنها به وجود آمده، به طور گسترده‌ای منتفع خواهند شد. مدیریت و پوشش ریسک ساختارهای صکوک در جهت بهبود رقابت‌پذیری این ابزار بسیار ضروری است. در این بخش به چند مورد از مهم‌ترین و پر کاربردترین ابزارهای مدیریت و کاهش ریسک که می‌تواند در ساختار صکوک مؤثر باشد می‌پردازیم. این ابزار عبارتند از:

### اوراق اختیار معامله

حق اختیار معامله سند یا قراردادی است که دارنده یا خریدار می‌تواند در قبال پرداخت قیمت اختیار معامله با صادرکننده یا فروشنده، این حق را به دست آورد که دارایی پایه قرارداد را با قیمت توافقی در تاریخ معین و یا قبل از آن از

[ Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-23 ]

صادرکننده این قرارداد، بخرد یا به او بفروشد بدون آن که متعهد به این خرید یا فروش باشد. اختیار معامله به دو نوع کلی تقسیم می‌شود: اختیار خرید و اختیار فروش. اختیار خرید به خریدار این حق را می‌دهد که دارایی پایه را به قیمت معین و در تاریخ معین یا قبل از آن خریداری کند. اختیار فروش به خریدار حق می‌دهد که دارایی پایه را به قیمت معین و در تاریخ معین یا قبل از آن به فروشنده اختیار بفروشد (حسنی مقدم، ۱۳۸۶، ۱۰۳).

### اختیار ترکیب شده بر مبنای صکوک

اختیارات ترکیب شده ابزارهایی هستند که با اختیارات مرسوم متفاوت هستند. این ابزارها قابل تجزیه نبوده و به صورت مجزا قابل معامله نیستند، لیکن در عوض به عنوان بخشی از قرارداد انتشار اولیه شکل می‌گیرد. کارکرد این اختیارات، ایجاد اختیار خرید و یا فروش بر روی اوراق قرضه می‌باشد.

### استفاده از سوآپ برای مدیریت ریسک در صکوک

بر اساس قرارداد سوآپ می‌توان انواع مختلف صکوک را با هم معاوضه کرد. معاوضه انواع صکوک به دلیل نیاز سرمایه‌گذار آن (دارنده این اوراق) صورت می‌گیرد. به عنوان مثال سرمایه‌گذاری مالک اوراق صکوک شناور است و به دلیل تغییرات نرخ بازده این اوراق و ریسک بالای آن، متقاضی معاوضه آن با اوراق صکوک با نرخ ثابت است. در طرف دیگر سرمایه‌گذاری وجود دارد که دارای اوراق صکوک با نرخ ثابت است و به دلیل ثابت بودن نرخ این اوراق از مزایای افزایش نرخ بازده بازار در طول زمان بی بهره است. در این صورت این سرمایه‌گذار متقاضی معاوضه این نوع اوراق با اوراق با درآمد متغیر می‌باشد(فلاح شمس-رشنو، ۱۳۸۷، ۲۹۳-۲۹۸).

## بررسی کاربرد صکوک در اقتصاد ایران

### معرفی و کاربرد صکوک در ایران

عدم توسعه بازار سرمایه ایران باعث شده که بازار مالی ایران نتواند در زمینه مدیریت نقدینگی و کسری بودجه دولت به صورت کارا عمل نماید. برای خروج از این مسیر تلاش در جهت گسترش بازار سرمایه بیش از پیش احساس می شود و این امر می تواند با ورود ابزارهای مالی متنوع و جدیدی مانند صکوک به دست آید. در ایران سازمان بورس و اوراق بهادار به عنوان نهاد سیاست‌گذاری و نظارتی بازار سرمایه، توسعه و بهره‌مندی هرچه بیش‌تر از ابزارهای مالی اسلامی را به عنوان یکی از رسالت‌های اصلی خود قرار داده است. تأسیس و آغاز به کار کمیته فقهی در بازار سرمایه در ماه‌های آغازین سال ۱۳۸۶ از اقداماتی بود که به منظور بهره‌گیری از آرای فقها و صاحب نظران در عرصه مالی اسلامی و به وجود آوردن بستری برای نوآوری و رشد هر چه بیش‌تر ابزارهای مالی اسلامی در بازار سرمایه صورت پذیرفت. معرفی ابزارهای مالی اسلامی جدید در بازار سرمایه (که تاکنون شامل ارائه ۱۰ مدل صکوک: اجاره، منفعت، مرابحه، استصناع، جعاله، سلف، مساقات، مزارعه، وکالت عام و اوراق رهنی می‌شوند) از نتایج این اقدام محسوب می‌شود.

### تأمین مالی در بخش کشاورزی

صکوک ابزار مالی اسلامی است که در عین رعایت ضوابط شرعی، قابلیت‌های بالای عملیاتی و توجیه اقتصادی دارد. دو نمونه از این اوراق که در بخش کشاورزی کاربرد دارند، صکوک مزارعه و مساقات هستند. در این ابزارها، فعالان بخش کشاورزی چون بانک کشاورزی، شرکت‌های دولتی و خصوصی فعال در عرصه کشاورزی، می‌توانند با انتشار اوراق بهادار مزارعه و مساقات، سرمایه‌های نقدی افراد حقیقی و حقوقی را جذب کرده، به وکالت از طرف آنان اراضی و باغ‌های مناسب برای زراعت و باغداری را احداث یا خریداری کنند سپس آن اراضی و باغ‌ها را از طرف صاحبان اوراق به قراردادهای مزارعه و مساقات به زارعین و باغداران واگذارند، آنگاه سود حاصل از محل این قراردادها را جمع‌آوری کرده بعد از کسر حق الوکاله میان صاحبان اوراق توزیع کنند.

### بررسی اقتصادی اوراق مزارعه و مساقات

[ Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-23 ]

ابزارهای مالی زمانی می توانند در بازار مالی نقش آفرین بوده و برای خود جای باز کنند که از جهت معیارهای اقتصاد خرد و کلان قابل توجیه باشند، معیارهای اقتصاد خرد از این جهت لازم است که خریداران اوراق، تمایل به خرید داشته باشند تا در بازار، تقاضا برای اوراق شکل گیرد، و معیارهای اقتصاد کلان نیز از این جهت لازم است که دولت و نهادهای وابسته به دولت متناسب با مصالح جامعه از ابزارها حمایت کنند.

در مجموع می توان گفت اوراق مزارعه و مساقات از جهت های فقهی، معیارهای اقتصاد خرد و کلان، ابزار بسیار خوبی برای تجهیز سرمایه های نقدی و هدایت آنها به سمت فعالیت‌های مولد و مفید هستند و می توانند در بازارهای سرمایه کشورهای اسلامی به ویژه ایران که با کمبود ابزارهای مالی متنوع روبروست، به کار گرفته شوند (موسویان، ۱۳۸۶، ۹۰-۹۲).

## تأمین مالی پروژه محور

از دهه ۱۹۸۰، تکنیک‌های جدید تأمین مالی که آنها را تأمین مالی پروژه محور و تجاری ساخت‌یافته می نامیدند، به طور فزاینده ای در کشورهای توسعه‌یافته در زمینه تأمین مالی معاملات رواج یافت و به همراه آنها کشورهایی که به دنبال صرفه‌جویی مقیاس در معاملات بودند نیز از آنها استفاده کردند.

بانک‌ها (یا شرکت‌های تجاری) که قادرند به ارایه تأمین مالی اسلامی به مشتریان خود بپردازند از فرصت‌های رقابتی برخوردار می‌گردند و آنهایی که به بازار تأمین مالی اسلامی وارد می‌شوند نیز می‌توانند سرمایه با هزینه نسبتاً پایینی به دست آورند. تأمین مالی اسلامی مانند تأمین مالی سنتی می تواند در مورد تجارت و پروژه ها به کار رود (هیبتی، www.irfinance.ir).

## روند اجرای طرح صکوک اجاره در ایران

همانند سایر کشورهایی که اوراق صکوک اجاره در آنها منتشر شده است، در صورتی که نهادی متقاضی وجه نقد برای اجرای یک پروژه (توسعه ای- تجاری) خاص باشد، لازم است که دارایی های قابل اجاره آن پروژه را شناسایی کرده و پس از تأسیس شرکت ویژه این دارایی ها را به این شرکت بفروشد.

شرکت ویژه، یک شرکت با موضوع خاص است که به منظور انتشار اوراق صکوک آن پروژه خاص تأسیس می شود. این شرکت می تواند در هر منطقه ای ایجاد شود. اما به دلیل آنکه شرکت در چند نوبت اقدام به خرید و فروش دارایی ها می کند، مشمول مالیات‌های سنگین می شود. به همین دلیل این شرکت‌ها را اغلب در مناطق آزاد تأسیس می کنند تا از معافیت مالیاتی برخوردار شوند. اما تأسیس شرکت ویژه در مناطق آزاد اقتصادی داخل کشور به دلیل پاره ای مسایل، فروش اوراق صکوک در بازارهای جهانی را با مشکلاتی مواجه می سازد. از مهمترین این مسایل عدم رتبه بندی شرکت‌های ایرانی توسط مؤسسات رتبه بندی بین المللی است. چنانچه شرکت‌های ایرانی قصد فروش اوراق صکوک خود در بازارهای سرمایه گذاری بین الملل را داشته باشند، عدم رتبه بندی باعث می شود اعتماد و اطمینان سرمایه گذاران از اوراق مذکور سلب شود. لازم به ذکر است آخرین مؤسسه رتبه بندی که در ایران فعالیت داشت، مؤسسه رتبه بندی فیچ ریتینگز[۴] بود که در سال ۱۳۸۵ فعالیت‌های خود را به حالت تعلیق درآورد (خواجه حق وردی و امیدی، ۱۳۸۶، ۱۴۱).

با این حال صکوک اجاره به عنوان یکی از اصلی ترین روشهای تأمین نقدینگی در ایران بوده و در سال های اخیر نمونه های موفقی از این اوراق منتشر شده است.

[۴] Fitch Ratings

[ Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-23 ]

جدول ۱ فهرست تعدادی از اوراق اجاره منتشره در بازار سرمایه ایران

| نام ناشر | تاریخ انتشار | مبلغ (میلیارد ریال) | عمر اوراق | نرخ اجاره سالانه(درصد) | فواصل پرداخت اجاره |
|---|---|---|---|---|---|
| هواپیمائی ماهان | اسفند ۱۳۸۹ | ۲۹۱.۵ | ۴ ساله | ۱۷.۵ | ۳ ماهه |
| بانک سامان | خرداد ۱۳۹۰ | ۱۰۰۰ | ۴ ساله | ۱۷.۵ | ۳ ماهه |
| سرمایه گذاری امید | مرداد ۱۳۹۰ | ۱۰۸۷ | ۴ ساله | ۱۷.۵ | ۳ ماهه |
| هواپیمائی ماهان | شهریور ۱۳۹۰ | ۹۱۰ | ۴ ساله | ۱۷ | ۳ ماهه |

مآخذ: www.bina.ir

## صکوک استصناع

استصناع یا قرارداد سفارش ساخت قراردادی است بین دو شخص اعم از حقیقی و حقوقی مبنی بر تولید کالایی خاص یا اجرای پروژه ای با ویژگی های مشخص در آینده.

نظر به اهمیت اجرای سرمایه گذاری های زیر بنایی در سطح ملی یا منطقه ای و یا حتی محدودتر و در عین حال محدودیت اعتبارات تخصیصی لازم برای اجرای این سرمایه گذاریها در زمان حاضر، وزارتخانه ها و سازمان های دولتی و شرکتها و مؤسسات تابعه و همچنین شرکتهای سهامی عام و بانکهای تجاری و تخصصی و مؤسسات پولی و اعتباری، می توانند برای احداث واحدهای تابعه یا تکمیل طرحهای موجود، با شخصیتهای حقیقی و حقوقی که به صورت مناقصه به همکاری دعوت می شوند.

## چالش مدیریت ریسک در بانکداری اسلامی و نقش صکوک در آن

### مدیریت ریسک در بانک های اسلامی

مدیریت ریسک یکی از مهم ترین مسائلی است که بانک های اسلامی با آن روبرو هستند. ماهیت ریسک در بانک‌های اسلامی، به خاطر استفاده از قراردادهای مبتنی بر مشارکت در سود و سایر انواع تأمین مالی با بانکداری متداول متفاوت است. این ماهیت متفاوت منجر به ایجاد تغییرات در انواع ریسک‌های مرتبط با این نهادها می‌شود. ریسک‌های پیش روی نهادهای مالی اسلامی به دو دسته- ریسک‌های مشترک با نهادهای مالی متداول (ریسک اعتباری، ریسک نقدینگی، ریسک بازار، ریسک عملیاتی، ریسک حاشیه سود) و ریسک های خاص نهادهای مالی اسلامی به دلیل تطابق آنها با موازین شریعت- تقسیم می گردد.

### تکنیک‌های مدیریت ریسک

به دلیل ماهیت دو گانه ریسک های پیش روی نهادهای مالی اسلامی، تشخیص تکنیک های ریسک و روش های مدیریت موجود برای این نهادها به دو دسته تقسیم می شود. تکنیک های استاندارد سنتی که با مفاهیم مالیه اسلامی در تعارض نیستند، برای نهادهای مالی اسلامی قابل استفاده می باشند. بعلاوه نیاز به توسعه رویه ها و فرایندهای رو به رشد برای استفاده در نهادهای مالی اسلامی به منظور مقابله با ریسک های منحصر به این نهادها احساس می شود. در این قسمت به برخی روش های پوشش ریسک در بانکداری اسلامی می پردازیم:

### کاهش ریسک به روش قراردادی

با اضافه کردن شروط و قیودی در قراردادهای مالی اسلامی می توان بسیاری از ریسک ها را کاهش داد، به عنوان مثال، در قرارداد سلم چنانچه قیمت محصول در زمان تحویل افزایش یابد کشاورز ترغیب به عدم انجام تعهدات می شود. می توان با اضافه نمودن بندی در قرارداد این ریسک را حداقل کرد. بدین صورت که نوسان قیمت تا حدی قابل قبول است

[ Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-23 ]

اما نوسان قیمت بیش از حد مشخص شده باید توسط طرفی که از افزایش قیمت سود می برد، به طرف دیگر جبران شود.

### مدیریت ریسک نرخ پایه (ریسک حاشیه سود)[۵]:

اگرچه مبادلات بانک های اسلامی بر مبنای نرخ بهره نیست، اما نرخ پایه مبادلاتشان بر پایه نرخ لایبور است. بنابراین تغییر نرخ بهره به طور غیرمستقیم از طریق این نرخ پایه بر مبادلات بانکی اثر می گذارد. احمد و خان روشی را برای مدیریت ریسک نرخ پایه را ارائه دادند. این روش به قراردادهای دو گامی موسوم است. روش قراردادهای دوگامی به این طریق عمل می کند که: بانک اسلامی با دو قرارداد روبروست: به عنوان عرضه کننده با مشتری و ازطرف دیگر به عنوان خریدار با عرضه کننده واقعی، بنابراین تغییرات در نرخ پایه بر روی هر دو قرارداد تأثیر گذاشته و میزانی سود از خرید بالقوه حاصل می‌شود.

### مدیریت نقدینگی در بانک‌های اسلامی

مدیریت نقدینگی تقابلی بین ریسک و بازدهی است و در چارچوب مدیریت ریسک صنعت خدمات مالی است که در تمام نهادهای مالی اعم از اسلامی و سنتی مشاهده می‌شود.

در بانک اسلامی مانند هر بانک دیگر، باید میان نیازهای نقدینه بانک با تعهدات آن هماهنگی وجود داشته باشد تا بتواند در رقابت با رقبا (بانک های سنتی) به کار خود ادامه دهد. امّا در این میان، حرمت ربا سبب شده که موضوع مدیریت نقدینگی در بانک‌های اسلامی با پیچیدگی خاصی روبرو باشد.

این بدان معناست که در صورت در دسترس نبودن ابزارهای مالی شرعی، گسترش فعالیتهای بین بانکی بازار پول بسیار محدود خواهد بود. بازار پول جزء بسیار مهمی از چارچوب مدیریت نقدینگی است. زیرا ابتدای مسیر استقراض کوتاه مدت است. این امر بر این نکته که چرا مدیریت نقدینگی برای بانکهای اسلامی بسیار حیاتی است تاکید مجددی دارد. زیرا نهادهای مالی اسلامی به لحاظ موارد شرعی، با مشکلات بیشتری مواجه هستند.

### بازار بین بانکی اسلامی و مدیریت نقدینگی

می توان ابزاری برای بانکداری اسلامی طراحی نمود، تا بانکهای اسلامی بتوانند همانند بانکهای سنتی، موافقت نامه هایی با سایر بانکها برای بهره مندی ازتسهیلات تأمین مالی مشترک، البته در چارچوب مشارکت در سود و زیان ، منعقد نمایند (عزیزی، ۱۳۸۷: ۷).

- ❖ بانکهایی که نسبت به دیگران بیشتر به منابع نیاز دارند می توانند در این موافقت نامه ها مشارکت کنند. این امر به آنها این امکان را می دهد که از منابع مازاد بخوبی بهره گیرند و به هنگام نیاز، نقدینگی مدیریت شده و در دارائیها و بدهیهای کوتاه مدت آنها، توازن برقرار شود.
- ❖ در شرایطی که بطور کامل امکان استفاده از گزینه فوق در مقطع خاصی وجود نداشته باشد، ترتیبات همکاری بین بانکی می تواند صورت گیرد.
- ❖ بانکها می توانند ذخیره مشترکی در بانک مرکزی ایجاد کنند تا زمینه همکاری مشترک فراهم باشد

### زیرساخت‌های لازم برای مدیریت نقدینگی

### بازار مالی بین المللی اسلامی

[۵] اساس و پایه ریسک حاشیه سود، نرخ لایبور است.

[ Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-23 ]

به منظورپاسخ گویی به مشکلات نهاد های مالی کشورهای اسلامی، موافقت نامه ای مبنی بر تأسیس بازار مالی بین المللی اسلامی در نوامبر ۲۰۰۱ توسط بانکهای مرکزی مالزی، بحرین، اندونزی، سودان و رئیس بانک توسعه اسلامی به امضاء رسید. اهداف اصلی این موافقت نامه بقرار زیر است:

۱. تلاش در ایجاد و توسعه بازار مالی بین المللی منطبق بر اصول و قوانین فقهی
۲. ارائه تمهیداتی برای مدیریت نقدینگی بانکهای اسلامی
۳. گسترش بازار دست دوم فعال
۴. ایجاد محیطی که نهادهای مالی اسلامی و غیر اسلامی را به مشارکت فعال در بازار دست دوم تشویق نماید.

از اینرو، بازار مالی اسلامی بین المللی به عنوان نقطه عطفی برای هماهنگی تفاسیر فقهی در بازار مالی جهانی عمل کرده و فاصله میان تفاسیر و تعابیر مختلف فقهی را پر می کند.

## مدیریت نقدینگی از طریق انتشار صکوک

قابلیت های بالای صکوک در زمینه داد وستد در بازار، عامل مهمی در جهت توسعه آینده این محصول به شمار می آید. یکی از اهداف اولیه طراحی این ابزار، رشد و شکوفایی هرچه بیشتر بازار پول اسلامی بود. از مهم ترین عواملی که این مطلب را ضروری می نماید نیاز بانک های اسلامی به ابزارهای کارامد برای مدیریت نقدینگی است.

برای نیل به اهداف نقدینگی، معامله صکوک در بازار ثانویه از اهمیت بالایی برخوردار است که با توسعه انواع صکوک با سررسید های متفاوت این بازار را توسعه و گسترش می یابد و صکوک به عنوان ابزاری برای مدیریت نقدینگی می تواند بسیار کارا عمل کند (آدامز و نظیف جی، ۱۳۸۸: ۲۶۱).

## مشکل تأمین مالی دولت

مشکل تأمین مالی دولت را می‌توان با انتشار انواع صکوک برطرف نمود. اگر صکوک مشارکت و مضاربه را به دلیل مبنای مالکیتی آن صکوک مالکیت مبنا، و صکوک استصناع، اجاره، مرابحه و سلم را به دلیل مبنای بدهی و استقراض، صکوک بدهی مبنا تعریف کنیم؛ تأمین مالی توسط هر گروه دارای خصوصیاتی است:

## تأمین مالی مالکیت مبنا

این ابزارها در بسیاری از جهات شبیه سهام عادی هستند به شرطی که بعضی از شرایط ممنوع از لحاظ اسلامی مانند بازده تضمین شده در آن به کار نرفته باشد.

تأمین مالی به روش مشارکت آزادی زیادی از لحاظ اجرائی و مدیریتی به بخش عمومی نمی دهد زیرا سهام داران به اندازه دولت حق مدیریت بر دارایی تأمین مالی شده را دارند(بخش خصوصی). به همین دلیل شاید بتوان گفت تأمین مالی به وسیله مشارکت در حقیقت روشی برای خصوصی سازی پروژه های عمومی است. گواهی مشارکت قابل خرید و فروش در بازار ثانویه می باشد. لذا دولت می تواند سهام خود را در دارایی مورد نظر کاهش یا افزایش دهد.

## خصوصیات تأمین مالی مالکیت مبنا

۱. مهم ترین ویژگی این نوع تأمین مالی به وسیله دولت هنگام کسری بودجه، عدم تغییر پایه پولی و در نتیجه ثبات عرضه پول است.

تغییرات پایه پولی+ تغییرات در اوراق قرضه دولتی در دست مردم=کسری بودجه دولت

۲. در کشورهایی که در آنها اقتصاد از نقدینگی سرگردان رنج می برد (مانند ایران) روش تأمین مالی مالکیت مبنا راهکار مناسبی برای جذب و کاهش نقدینگی است.

۳. این ابزارها قابلیت خرید و فروش در بازارهای ثانویه را دارند.

[ Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-23 ]

۴. به طور کلی در این ابزارها به دلیل قابلیت خرید وفروش در بازارهای ثانویه، نیاز به بازپرداخت اصل سرمایه توسط دولت وجود ندارد مگر در مواردی که در قرارداد ذکر شده باشد مانند اجاره به شرط تملیک.

۵. مالکیت پروژه های دولتی به بخش خصوصی (مردم) یک روش برای خصوصی سازی است اما همان طور که گفته شد بجز تأمین مالی بر مبنای مشارکت در همه ابزارهای تأمین مالی، دولت نقش خود در مدیریت پروژه های عمومی را حفظ می کند.

## تأمین مالی بدهی مبنا

امکان دارد دولت‌ها تحت شرایطی به استقراض عمومی متوسل شوند. به عنوان مثال نیازهای دوره‌ای جهت پرکردن شکاف بین مجموع درآمدها و پرداخت هزینه و نیز ناتوانی دولت در تنظیم سریع قوانین تأمین مالی مالکیت مبنا و یا شکست این ابزارها در جذب سرمایه مورد نیاز دولت. ضمن این که این نوع تأمین مالی معمولاً کوتاه‌مدت است البته ممکن است در برخی موارد در بلندمدت نیز استفاده شود.

## خصوصیات تأمین مالی بدهی مبنا

۱. تأمین مالی بر مبنای بدهی همانند تأمین مالی بر مبنای مالکیت بر پایه پولی و در نتیجه بر عرضه پول تأثیر ندارد. در نتیجه ابزار مناسبی برای تأمین مالی بدون ایجاد تورم به حساب می آید.

۲. این نوع تأمین مالی روش مناسبی برای جمع آوری نقدینگی است.

۳. دولت در تأمین مالی بر مبنای سلم و استصناع محدودیتی در چگونگی به کار بردن عایدات حاصل از این تأمین مالی ندارد. به عبارت دیگر بر خلاف تأمین مالی بر مبنای مالکیت، در روش تأمین مالی بر مبنای سلم و استصناع دولت می تواند عایدات حاصل از این تأمین مالی را در هر کجا که مربوط به تحویل و ساخت کالا یا پروژه باشد خرج کند.

۴. در این نوع تأمین مالی ممکن است یکی از نهادهای دولتی صکوک بدهی مبنا را تضمین کند. در این موارد، تضمین به وسیله بخشی به جز استفاده کننده از تأمین مالی و بدهکار که از نظر مالی مستقل از بدهکار است انجام می شود (ابوالحسنی وحسنی مقدم، ۱۳۸۶: ۱۱).

در مجموع، با توجه به لزوم مدیریت ریسک و مدیریت نقدینگی در بانک های اسلامی، باید اذعان داشت که صنعت خدمات مالی اسلامی نیاز به گسترش و توسعه دارد و این نیاز در صورتی برطرف خواهد شد که بازیگران فعلی این بازار (بازار مالی اسلامی)، خودشان خلاقیت به خرج دهند و خود را به عنوان پیشگامان خلاق مطرح کنند. با افزایش تحولات در اقتصاد جهانی صنعت و نهادهای مالی برای پیشرفت و توسعه می بایست بتوانند خود را تغییر دهند و در این میان به نظر می رسد صکوک به عنوان یکی از این نوآوری ها می تواند در جهت توسعه و گسترش صنعت مالی اسلامی گام بردارد.

## جمع بندی و نتیجه گیری

طی سال های اخیر، گسترش بازارهای صکوک با سرعت قابل توجهی صورت گرفته است. از حدود دو دهه قبل، آکادمی فقه در سازمان کنفرانس اسلامی، انتشار ابزارهای مالی اسلامی با درآمد ثابت را مطرح کرد. این آکادمی در توسعه صنعت خدمات مالی اسلامی نقش بسیار مهمی را ایفا نموده است. با این حال، حدود ۱۲ سال طول کشید تا بالاخره در سال ۲۰۰۰ ابزار صکوک طراحی و منتشر شد. علت این تأخیر نیز فقدان بازار سرمایه اسلامی و عدم نوآوری در طراحی ابزارهای مالی با درآمد ثابت منطبق بر شریعت اسلام بوده است.

توسعه و رونق بازار صکوک در گرو استاندارد کردن و هماهنگی ساختار اوراق بهادار اسلامی با استاندارد اوراق بهادار جهانی است جهت دستیابی به این امر، ملزومات زیر بنایی شامل: ایجاد چارچوب قانونی و نیز ایجاد نهادهای پشتیبان ضروری است. مقررات در جهان اسلام بدون شک از ورود صکوک به بازار استقبال می‌کند و این محصول جدید به

[ Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-23 ]

فرایند شکل دهی بازار از طریق جمع آوری پس اندازهای خصوصی و هدایت آن به سمت فرصت‌های سرمایه‌گذاری کمک کرده و منجر به عمیق شدن بازار سرمایه خواهد شد.

با توجه به مزایای این اوراق، طراحی صکوک متنوع و با ریسک و بازدهی متفاوت، نقش بسیار مهمی در گسترش بازار صکوک دارد، همچنین از آنجا که در دنیای بازار سرمایه فعلی، سرمایه‌گذاران تنها به سمت اوراقی می روند که وضعیت آنها توسط مؤسسات رتبه‌بندی معتبر بین‌المللی مشخص شده باشد، فراهم کردن امکان رتبه بندی اوراق بهادار اسلامی در گسترش بازار آن کمک شایانی می نماید.

ایجاد و انتشار ابزارهای مالی اسلامی از جمله صکوک و توسعه بازار اولیه و ثانویه آن می‌تواند در مدیریت نقدینگی بانک‌ها نقش بسزایی داشته باشد. همچنین صکوک می‌تواند جهت تأمین مالی پروژه‌های دولت نیز مناسب بوده و از صکوک اجاره و استصناع جهت تأمین مالی پروژه‌های عمرانی دولت استفاده کرد همچنین بر روی سیاست‌های پولی و مالی تأثیرگذاشته و سبب کارایی این سیاست‌ها باشد.

این تحقیق برای ایجاد شرایط مناسب جهت انتشار صکوک در ایران پیشنهاداتی به شرح زیر دارد:

ایجاد زیرساخت‌های لازم به صورت زیر:

۱. بررسی و مطالعه علمی در جهت شناسایی انواع کاربردی صکوک و جایگاه و زمینه مورد نیاز آن.

۲. تسهیل امور مربوط به انتشار و رتبه‌بندی اوراق صکوک و ایجاد مؤسسات رتبه‌بندی

۳. ایجاد بازار ثانویهٔ مناسب برای خرید و فروش اوراق صکوک و تسهیل نقد شوندگی آن‌ها.

بنابراین دولت می تواند با یک برنامه ریزی مناسب و با زمینه سازی برای استفاده از این ابزار جدید مالی، گام مهمی در اجرای قانون بانکداری بدون ربا بردارد. همچنین استفاده از این ابزار جدید مالی می‌تواند برطرف کنندهٔ بسیاری از مشکلات مربوط به تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی باشد، که همهٔ این موارد از وظایف ذاتی دولت اسلامی برای نیل به توسعه‌ای پایدار می‌باشد.

[ Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-23 ]

## منابع و مآخذ:


۱. آدامز، توماس و عبدالقادر نظیف جی، (۱۳۸۸) صکوک، الگوهای ساختار بندی، انتشار و سرمایه گذاری. ترجمه مجید پیره و ناصر شاهباز، دانشگاه امام صادق(ع) و سازمان بورس و اوراق بهادار.

۲. طریق، علی ارسلان، (۱۳۸۷) مدیریت ریسک های مالی ساختارهای صکوک، ترجمه مصطفی زه تابیان و علی سعیدی، دانشگاه امام صادق(ع) و سازمان بورس و اوراق بهادار.

۳. صالح آبادی، علی، (۱۳۸۵) بازارهای مالی اسلامی (مجموعه مقالات)، دانشگاه امام صادق(ع).

۴. خواجه حق وردی، امیدی و امیر نادر، (۱۳۸۶) نقش بانکها در انتشار اوراق قرضه اسلامی صکوک، مجموعه مقالات هجدهمین همایش بانکداری اسلامی، تهران، صص ۱۲۲-۱۴۵.

۵. ابوالحسنی، اصغر و سیدرفیع حسنی مقدم، (۱۳۸۶) بررسی روش‌های تأمین مالی کسری بودجه دولت در سیستم اسلامی، مجموعه مقالات چهارمین همایش دو سالانه اقتصاد اسلامی، دانشگاه تربیت مدرس.

۶. سروش، ابوذر و محسن صادقی، (۱۳۸۶) ریسک‌های صکوک اجاره و روش‌های پوشش آن، مجله اقتصاد اسلامی، شماره ۲۷.

۷. فلاح شمس، میر فیض ومهدی رشنو، (۱۳۸۷) ریسک در صکوک و مصون سازی آن بر اساس موازین شرعی، مجموعه مقالات نوزدهمین همایش بانکداری اسلامی.

۸. پهلوان، حمید و سید روح اله رضوی، (۱۳۸۶) اوارق صکوک، تعریف، انواع و ساختار، مدیریت پژوهش توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار.

۹. عزیزی، فیروزه، (۱۳۸۷) ابزارهای مال کاربردپذیر در بازارهای مالی اسلامی، مجموعه مقالات همایش اقتصاد اسلامی و توسعه، اردیبهشت.

۱۰. حسنی مقدم، رفیع، (۱۳۸۶) بررسی روش‌های مدیریت و چگونگی کاهش ریسک در سیستم بانکداری و مالیه اسلامی، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه پیام نور.

۱۱. هیبتی، فرشاد و موسی احمدی، تکنیک های تأمین مالی پروژه محور در تأمین مالی اسلامی، کنفرانس بین المللی تأمین مالی اسلامی، مرکز مطالعات تکنولوژی دانشگاه صنعتی شریف، www.irfinance.ir .

۱۲. تسخیری، محمد علی، (۱۳۸۶) مبانی شرعی اوراق بهادار اسلامی(صکوک)، فصل نامه اقتصاد اسلامی، شماره ۲۷.

۱۳. موسویان، سید عباس، (۱۳۸۶) صکوک مزارعه و مساقات ابزار مالی مناسب برای توسعه بخش کشارزی، فصل نامه اقتصاد اسلامی. شماره ۲۶.

۱۴. شرکت کارگزاری تامین سرمایه نوین، صکوک اجاره سهل ترین ابزار تامین مالی، www.bina.ir.

15. Tariq, Ali Arsalan,(2004) Managing Financial Risks of Sukuk Structures, September.

16. AAOIFI (2002), Investment Sukuk (Shar'iah Standard No. 18), Manama: Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions.


[ Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-23 ]