فصلنامه علمی اقتصاد و بانکداری اسلامی، شماره بیست و هشتم، پاییز ۱۳۹۸- صفحات ۷۶-۴۱

نوع‌شناسی و طبقه‌بندی اوراق بهادار اسلامی (صکوک) از منظر معیارهای گوناگون

محمد توحیدی[۱]
رضا یارمحمدی[۲]

تاریخ دریافت: ۱۳۹۶/۱۰/۲ تاریخ پذیرش: ۹۸/۷/۱۶

چکیده

یکی از نوآوری‌های دهه اخیر در عرصهٔ بحث‌های پولی و مالی اسلامی، انتشار انواع اوراق بهادار اسلامی به نام صکوک است؛ این اوراق که به‌طور عمده برای تامین مالی دولت، سازمان‌های وابسته به دولت و بنگاه‌های اقتصادی منتشر می‌شوند براساس عقود اسلامی طراحی شده‌اند و جایگزین مناسبی برای اوراق بهادار ربوی به‌ویژه اوراق قرضه شمرده می‌شوند. انتشار اوراق بهادار (صکوک) براساس احکام مقدس شریعت اسلامی یکی از مهم‌ترین دستاوردهای بانکداری و مالیه اسلامی و از جمله برجسته‌ترین ابزارهای توسعه اقتصاد اسلامی است، مشروط بر این‌که در سازوکارهای آن تمام اصول بنیادی که اقتصاد اسلامی را از دیگر اقتصادها متمایز می‌سازد، رعایت شود.

ظهور و توسعه انواع و طبقات مختلف صکوک بطور عمده ناشی از تقاضای بازار است. صکوک را می توان به طرق مختلفی دسته بندی نمود. تقسیم بندی صکوک می‌تواند بر مبنای قراردادها و عقودی باشد که اوراق بر مبنای آن منتشر می‌شود یا بر مبنای ماهیت و نوع دارایی‌های موضوع انتشار صکوک و یا ویژگی‌های فنی و تجاری خود اوراق باشد. در این مقاله طبقه بندی‌های مختلف صکوک بر اساس معیارهای گوناگون مورد بررسی قرار گرفته و بر اساس این طبقه‌بندی‌ها و با مقایسه‌ی بین بازار صکوک ایران و جهان، به تجزیه و تحلیل وضع موجود پرداخته و توصیه‌های سیاستی برای توسعه بازار صکوک در ایران ارائه شده است.

واژگان کلیدی: بازار اوراق بهادار اسلامی (صکوک)، طبقه‌بندی، مالی اسلامی
طبقه‌بندی JEL: G32، O16

---

۱. استادیار و عضو هیأت علمی گروه مالی، دانشگاه امام صادق(ع) (نویسنده مسئول) Tohidi@isu.ac.ir
۲. دانشجوی دکتری مدیریت مالی، دانشگاه امام صادق(ع) Yarmohammadi15@gmail.com

[Downloaded from mieaoi.ir on 2024-10-12]

مقدمه

یکی از نوآوری‌های دهه اخیر در عرصهٔ بحث‌های پولی و مـالی اسـلامی، انتشـار انـواع اوراق بهـادار اسلامی به نام صکوک است؛ این اوراق که به‌طور عمده برای تامین مالی دولت، سازمان‌های وابسـته به دولت و بنگاه‌های اقتصادی منتشر می‌شوند براساس عقود اسلامی طراحـی شـده‌اند و جـایگزین مناسبی برای اوراق بهادار ربوی به‌ویژه اوراق قرضه شمرده می‌شوند. انتشار اوراق بهادار (صـکوک) براساس احکام مقدس شریعت اسلامی یکی از مهم‌ترین دستاوردهای بانکداری و مالیه اسلامی و از جمله برجسته‌ترین ابزارهای توسعه اقتصاد اسلامی است، مشروط بر این‌که در سازوکارهای آن تمام اصول بنیادی که اقتصاد اسلامی را از دیگر اقتصادها متمایز می‌سازد، رعایت شود.

در نظام سرمایه‌داری که امروزه در جهان متداول است برای پروژه‌های بزرگی که نیـاز بـه سـرمایه کلان دارند و سود یا درآمد هنگفتی نیز می‌پردازند، به صدور اسناد بر پایه اوراق قرض با بهره اقدام می‌کنند و صاحبان این اسناد چیزی جز بستانکارانی براساس بهره از صاحبان این پروژه‌ها نیستند و در مالکیت پروژه‌ها یا در سود یا درآمد حاصل از آن‌ها، هیچ گونه سهمی ندارند و فقط بهره‌هایی را که متناسب با بهره بازار پول است، به دست می‌آورند، در حالی‌که ابزارهای مالی اسلامی به گونه‌ای طراحی شده‌اند که دارندگان اوراق به صورت مشاع در فعالیت‌های واقعی اقتصاد حضور دارند و سود این فعالیت‌ها پس از کسر هزینه‌های عملیاتی بین دارندگان اوراق توزیع می‌گـردد. آن‌چـه در ایـن گزارش حائز اهمیت است نوع شناسی و دسته‌بندی صکوک می‌باشد که طبقه بندی‌های متنوعی از انواع صکوک ارائه گردیده است در این گزارش از منظر معیارهای گوناگون بدین مهم پرداخته شـده است.

۱. پیشینه پژوهش

تا کنون در زمینه ابزارهای مالی اسلامی در سطح جهان و ایران پـژوهش‌هـای زیـادی انجـام شـده است. به ویژه در سالیان اخیر با رشد صنعت مالی اسلامی در مقابل نظام مالی متعارف، ایـن ابزارهـا بیش از پیش اهمیت یافته‌اند.

محمد طالبی و امیر محمد رحیمی (۱۳۹۱) طی پژوهشی با عنوان «شناسـایی، طبقـه‌بنـدی و اولویت‌بندی ریسک‌های مربوط به اوراق بهادار اجاره» به آشکارسازی و مستندسازی ریسک‌های این اوراق بر اساس روش دلفی و اولویت‌بندی آنها با استفاده از روش Topsis پرداخته‌اند.

موسویان (۱۳۹۲) در کتاب "بازار سرمایه اسلامی" ضمن طبقه‌بنـدی اوراق بهـادار اسـلامی بـه ابزارهای مالی غیرانتفاعی، انتفاعی با سود معین و انتفـاعی بـا سـود انتظـاری، بـه بررسـی فقهـی و اقتصادی انواع ابزارهای مالی اسلامی پرداخته است. همچنین وی در یـک تقسـیم‌بندی دیگـر اوراق

[Downloaded from mieaoi.ir on 2024-10-12]

بهادار اسلامی را به سه گروه اوراق مبتنی بر بیع دین، اوراق مبتنی بر خرید و فروش دارایی فیزیکی و اوراق مبتنی بر مشارکت در سود طرح اقتصادی طبقه‌بندی نموده است.

توحیدی (۱۳۹۲) در پژوهشی با عنوان "سازوکارهای ارتقاء رتبه اعتباری اوراق بهادار در تأمین مالی ساختار یافته" ضمن تبیین انواع سازوکارها، به تبیین کاربرد آن‌ها در اوراق بهادار اسلامی پرداخته است و سه نوع صکوک با سازوکارهای کامل ارتقای رتبه اعتباری، سازوکارهای ناقص ارتقای رتبه اعتباری و بدون سازوکارهای ارتقای رتبه اعتباری معرفی نموده است.

توحیدی، کاوند و اعتصامی (۱۳۹۳)[۱] در گزارشی با عنوان "طبقه‌بندی اوراق بهادار اسلامی (صکوک)" به درخواست مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار به دسته‌بندی انواع صکوک از منظر قرارداد پایه، دوره انتشار، هدف انتشار، ماهیت سود و ... پرداختند. همچنین کاوند (۱۳۹۶) بعداً در گزارشی با عنوان "طبقه‌بندی ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)" به تشریح معیارهای مختلفی پرداختند که در پژوهش گذشته بدان‌ها اشاره شده بود.

توحیدی (۱۳۹۵) در پژوهشی دیگر با عنوان " بررسی و تبیین کاربرد انواع صکوک جهت توسعه زیارتی شهر مقدس قم" ابتدا به دسته‌بندی نیازهای مختلف تأمین مالی جهت توسعه زیارتی شهر مقدس قم پرداخته، سپس برای هر نیاز، صکوک متناسب با آن را ارائه نموده است. همچنین توحیدی (۱۳۹۶) در گزارشی با عنوان " تحلیلی بر صکوک با پشتوانه دارایی و صکوک مبتنی بر دارایی" ضمن طبقه‌بندی صکوک به دو دسته کلی ذکر شده و مقایسه آن‌ها، به تبیین ساختار و کارکرد هر یک پرداخته است.

جمعی از مؤلفان آکادمی بین‌المللی تحقیقات شرعی برای مالی اسلامی (۲۰۱۷) در کتابی با عنوان "صکوک: اصول و اقدامات" ضمن تشریح تاریخچه تکامل صکوک، چارچوب انتشار صکوک و مسائل پش روی توسعه بازار صکوک، به طبقه‌بندی انواع صکوک از منظر معیارهای مختلف با تأکید بر قرارداد شرعی پایه پرداخته اند.

همانطور که ملاحظه می‌شود، تحقیقات پیشین به صورت پراکنده برخی از مبانی و ابعاد انتشار اوراق بهادار (صکوک) را مورد بررسی قرار داده‌اند و تا کنون تحقیقی که با رویکردی جامع به نوع-شناسی و طبقه‌بندی انواع اوراق بهادار اسلامی (صکوک) ارائه شده باشد، انجام نشده است.

۲. تعریف و کارکردهای صکوک

واژه صکوک برای نخستین بار در سال ۲۰۰۲ در جلسه فقهی بانک توسعه اسلامی جهت ابزارهای مالی اسلامی پیشنهاد شد. صکوک جمع صک به معنای سند و سفته است و معرب واژه چک در

---

۱. رجوع کنید به http://www.rdis.ir/RDFiles/IslamicFin/classification_of_sukuk7.pdf

[Downloaded from mieaoi.ir on 2024-10-12]

فارسی است. عرب‌ها این واژه را توسعه داده‌اند و برای کلیه انواع حوالجات، تعهدات و اسناد مالی بکار می‌برند (نجفی، ۱۳۸۵). بصورت تخصصی صکوک به گواهی‌هایی اطلاق می‌شود که نمایانگر تعهدات مالی ناشی از تجارت و یا هرگونه فعالیت تجاری و سرمایه‌گذاری دیگر است (کمیل، ۲۰۰۸).

استاندارد شرعی شمارهٔ ۱۷ سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی، صکوک را این‌گونه تعریف می‌کند: «صکوک گواهی‌هایی با ارزش اسمی یکسان است که پس از اتمام عملیات پذیره‌نویسی، بیانگر پرداخت مبلغ اسمی مندرج در آن توسط خریدار به ناشر است و دارندهٔ آن مالک یک یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها، منافع حاصل از دارایی و یا ذینفع یک پروژه یا یک فعالیت سرمایه‌گذاری خاص می‌شود».

همچنین کمیته خدمات مالی اسلامی نیز در سال ۲۰۰۵ صکوک را این‌گونه تعریف نموده است: «گواهی‌هایی که نشان‌دهنده مالکیت مشاع دارندگان اوراق در بخش تقسیم نشده دارایی پایه‌ای است که تمام حقوق و تعهدات به آن دارایی پایه مرتبط می‌گردد».

براساس تعاریف بالا اگر چه صکوک گاهی بصورت اوراق قرضه اسلامی ترجمه می‌گردد، اما تعریف دقیق‌تر صکوک نشان می‌دهد که این اوراق نمایانگر مالکیت یک دارایی و یا یک سرمایه‌گذاری می‌باشد، در حالی که اوراق قرضه برای اثبات بدهی به کار می‌رود و بر خلاف صکوک نمایانگر مالکیت دارندگان اوراق در فعالیت‌های صنعتی یا تجاری که بدین منظور این اوراق منتشر گردیده‌اند، نیست. در عوض، با انتشار اوراق قرضه، ناشر اوراق_ که مالک واقعی دارایی یا سرمایه‌گذاری است_ به دارندگان اوراق بدهکار شده و لازم است اصل و بهره پول دارندگان اوراق را بازگرداند (عثمانی، ۲۰۰۷)؛ بنابراین اوراق قرضه به عنوان ابزارهای بدهی با بهره ثابت ساختاردهی می‌شوند و مقدار بهره اوراق قرضه بعنوان درصدی از سرمایه و نه درصدی از سود واقعی تعیین می‌گردد. در اوراق قرضه صرف‌نظر از این‌که سرمایه‌گذاری سودآور هست یا نه، پرداخت بهره اوراق تضمین می‌گردد. از طرف دیگر، بعلت ممنوعیت ربا در شریعت اسلام، صکوک نمی‌تواند همانند اوراق قرضه ساختاردهی شود؛ بنابراین در ساختار صکوک از دارایی‌ها و قراردادهای شرعی گوناگون برای طراحی ابزار جایگزین اوراق قرضه استفاده می‌شود و بهره‌ای که در صکوک پرداخت می‌گردد واقعا ناشی از سود واقعی است که از دارایی و یا سرمایه‌گذاری حاصل می‌شود. (مختار و همکاران، ۲۰۰۹)[1]

1. Mohamad Mokhtar, Rahman, Kamal, & Thomas, 2009

[Downloaded from mieaoi.ir on 2024-10-12]

هچنین از جمله مهم‌ترین کارکردهای صکوک می‌توان به موارد زیر اشاره نمود:

- بهترین شیوه تأمین سرمایه پروژه‌ها و فعالیت‌های اقتصادی بزرگ است که خارج از توان مالی یک فرد یا یک شرکت خصوصی و حتی یک دولت است.
- راهکار بسیار مناسبی 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؛ زیرا به طور طبیعی چنین اوراقی، بازارهای ثانوی برای دادوستد دارند و هر زمان که سرمایه‌گذار (دارنده اوراق بهادار) به همه اموال سرمایه‌گذاری خود یا بخشی از آن نیاز داشت، می‌تواند به فروش تمام یا قسمتی از آن‌ها اقدام کند و بهای آن را شامل اصل و سود _در صورتی که طرح سود داشته باشد به دست آورد.
- شیوه بسیار خوبی برای مدیریت نقدینگی است. بانک‌ها و مؤسسه‌های مالی اسلامی می‌توانند با یاری گرفتن از آن، نقدینگی خود را مدیریت کنند، به این صورت که اگر نقدینگی مازادی داشته باشند به خرید اوراق، و چنان‌که نیاز به نقدینگی داشتند، به فروش آن‌ها در بازارهای ثانوی اقدام می‌کنند و از این راه کسری یا مازاد منابع نقدی خود را مدیریت می‌کنند.
- ابزار بسیار مناسبی برای مدیریت ریسک و نا اطمینانی است. فعالان اقتصادی در مسیر سرمایه‌گذاری با انواعی از موقعیت‌های بازده و ریسک مواجه هستند. تنوع ابزارهای مالی اسلامی از جهت بازده و ریسک به آنان این امکان را می‌دهد تا متناسب با شرایط سرمایه‌گذاری و متناسب با سلیقه‌های سرمایه‌گذاران مالی اقدام به انتشار اوراق بهادار کرده و ریسک خود را مدیریت کنند.
- وسیله بسیار مناسبی برای توزیع عادلانه ثروت‌ها و درآمدهاست. سرمایه‌گذاری از طریق این ابزارها موجب می‌شود ثروت و درآمد در گستره وسیع‌تری و بدون آن‌که فقط در اختیار شمار معدودی از ثروتمندان باشد، جریان یابد و این از جمله بزرگ‌ترین اهدافی است که اقتصاد اسلامی همواره در پی آن است (تسخیری، ۱۳۸۶).

۳. طبقه‌بندی صکوک

بازار صکوک بین‌المللی طی سالیان اخیر به استثنای دوره بحران مالی جهانی ۲۰۰۸، رشد قابل ملاحظه‌ای داشته است. رشد و توسعه بازار جهانی صکوک نقشی مهم در نوآوری انواع مختلف ساختارهای صکوک از ساختارهای ساده تا ساختارهای پیچیده‌تر داشته است.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2024-10-12]

ظهور و توسعه انواع و طبقات مختلف صکوک بطور عمده ناشی از تقاضای بازار است. صکوک را می‌توان به طرق مختلفی دسته‌بندی نمود. تقسیم‌بندی صکوک می‌تواند بر مبنای قراردادها و عقودی باشد که اوراق بر مبنای آن منتشر می‌شود یا بر مبنای ماهیت و نوع دارایی‌های موضوع انتشار صکوک و یا ویژگی‌های فنی و تجاری خود اوراق باشد. در این بخش طبقه‌بندی‌های مختلف صکوک بر اساس معیارهای گوناگون مورد بررسی قرار می‌گیرد.

۳-۱. طبقه‌بندی بر اساس ساختار پایه

۳-۱-۱. مبتنی بر نوع عقود

اگر روش تقسیم‌بندی صکوک بر اساس قراردادها و عقود پایه‌ی این اوراق باشد، آن‌گاه با توجه به تعدد عقود اسلامی می‌توان انواع متنوعی از صکوک طراحی نمود[۱]. براین اساس، سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی[۲] در استاندارد شماره ۱۷ شرعی‌اش، بر اساس نوع قراردادهای شرعی پایه، ۱۴ نوع صکوک را (جدول شماره ۱) معرفی نموده است.

۱. از جمله عقود اسلامی، می‌توان به مرابحه، اجاره، سلم، استصناع، مشارکت، مضاربه، وکالت و ... اشاره نمود.

2. AAOIFI: Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions..

[Downloaded from mieaoi.ir on 2024-10-12]

جدول شماره ۱. طبقه‌بندی صکوک بر اساس نوع عقود

۱. صکوک اجاره (مالکیت در دارایی‌های اجاره داده شده)
۲. صکوک اجاره (مالکیت منافع دارایی‌های موجود)
۳. صکوک اجاره (مالکیت منافع دارایی‌هایی که در آینده ساخته می‌شود)
۴. صکوک اجاره (مالکیت خدمات مشخص)
۵. صکوک اجاره (مالکیت خدماتی که در آینده فراهم می‌شود)
۶. صکوک سلم (سلف) (خرید کالاهایی که در آینده تحویل داده می شود)
۷. صکوک استصناع (ساخت/ تولید کالاها)
۸. صکوک مرابحه (خرید کالاها)
۹. صکوک مشارکت
۱۰. صکوک مضاربه
۱۱. صکوک وکالت (عاملیت سرمایه گذاری)
۱۲. صکوک مزارعه
۱۳. صکوک مساقات (آبیاری)
۱۴. صکوک مغارسه (کشاورزی)

از نظر شرعی هیچ ترجیحی بین قراردادهای ذکر شده وجود ندارد. انتخاب نوع قرارداد با توجه به نوع نیاز بانی انتشار اوراق صورت پذیرفته و عموماً مبتنی بر عوامل مختلفی چون اهداف اقتصادی، دسترسی به دارایی پایه، سطح بدهی شرکت، رتبه اعتباری بانی(ناشر)، چارچوب مقرراتی کشوری که ناشر قصد انتشار اوراق دارد و ملاحظات مالیاتی تعیین می‌گردد. محبوب‌ترین ساختارهای مورد استفاده در بازار جهانی، صکوک مرابحه، اجاره، وکالت و مشارکت هستند، در حالی که ساختارهای مزارعه، مساقات و مغارسه تقریباً جایگاهی در بازار جهانی صکوک ندارند.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2024-10-12]

۳-۱-۲. مبتنی بر مالکیت یا مبتنی بر دین

صکوک را می‌توان مبتنی بر مالکیت یا مبتنی بر دین تقسیم‌بندی نمود:

صکوک مبتنی بر مالکیت:

ابزارهای مالکیت مربوط به حقوق صاحبان سهام است و نمایندگی مالکیت بخشی از یک سازمان خواهد بود (راعی و سعیدی، ۱۳۸۳). در حقیقت صکوک مبتنی بر مالکیت، بیانگر مالکیت فرد است و می‌تواند در بازار ثانوی و به قیمتی که توسط عوامل بازار تعیین می‌شود، مورد معامله قرار گیرد. برخی از انواع صکوک همچون مشارکت و اجاره از نوع اوراق مبتنی بر مالکیت به حساب می‌آیند. برای مثال در اوراق اجاره که از نوع صکوک مبتنی بر مالکیت است، دارنده آن به صورت مشاع مالک بخشی از دارایی است که بر اساس قرارداد اجاره یا اجاره به شرط تملیک واگذار شده است (موسویان،۱۳۸۷).

صکوک مبتنی بر دین:

این ابزارها نشان‌دهنده وامی هستند که صاحبان یک سازمان از اشخاص حقیقی یا حقوقی می-گیرند. برخی از انواع صکوک همچون مرابحه و استصناع از این نوع هستند.

۳-۱-۳. مبتنی بر فروش، اجاره، مشارکت یا عاملیت

در این طبقه‌بندی، صکوک به چهار طبقه صکوک مبتنی بر فروش[1]، صکوک مبتنی بر اجاره[2]، صکوک مبتنی بر مشارکت[3] و صکوک مبتنی بر عاملیت[4] تقسیم می‌شود. صکوک مبتنی بر فروش و اجاره با استفاده از عقود مبادله‌ای ساختاردهی می‌شوند. بنابراین این ساختارها شبیه اوراق قرضه بوده و ابزارهای با درآمد ثابت محسوب می‌شوند و بازدهی این ساختارها به دارندگان صکوک، ثابت و از پیش تعیین شده است. این نوع از صکوک بیانگر تعهدات بدهی ناشر اوراق می‌باشد اما در این ساختارها بدهی از فروش یک دارایی یا اجاره دارایی ایجاد می‌شود، بر خلاف بدهی در اوراق قرضه که منتج از قرارداد وام با بهره است.

ساختارهای صکوک مبتنی بر مشارکت و عاملیت (نمایندگی) شبیه سهام بوده و بیانگر تعهدات بدهی ناشر نمی‌باشد. بنابراین بازدهی دارندگان صکوک مبتنی بر مشارکت یا عاملیت به طور عمده به عملکرد دارایی پایه بستگی داشته و اصالتاً سرمایه تضمین نمی‌شود، مگر این‌که دارایی پایه ماهیت درآمد ثابت تضمین‌شده داشته باشد.

1. Sale- Based Sukuk
2. Ijarah-Based Sukuk
3. Equity-Based Sukuk
4. Agency (Fee)-Based Sukuk

[Downloaded from mieaoi.ir on 2024-10-12]

۳-۱-۴. صکوک مبتنی بر فروش

قرارداد پایه در این نوع صکوک قرارداد بیع به معنای خرید و فروش است. عقد بیع عقدی است که به موجب آن هر یک از فروشنده و خریدار، مال خود را در عوض مال طرف مقابل، به وی تملیک می‌کند (موسویان، ۱۳۹۲). از آغاز انتشار صکوک در کشورهای اسلامی تا کنون صکوک مبتنی بر فروش جزء ساختارهای رایج و پرطرف‌دار بوده است.

قرارداد بیع از منظر زمان پرداخت عوضین به بیع نقد، بیع نسیه، بیع سلف و بیع کالی به کالی طبقه‌بندی شده و از منظر نحوه تعیین قیمت و سود و زیان به چهار قسم بیع مساومه، بیع مواضعه، بیع تولیه و بیع مرابحه قابل تقسیم است. همچنین از منظر عین یا دین بودن عوضین، بیع قابل تقسیم به بیع عین، بیع دین و بیع دین به دین است.

همان‌طور که در نمودار زیر مشخص است، براساس تقسیم‌بندی پیش‌گفته، انواع مختلفی از صکوک مبتنی بر انواع بیع طراحی شده است. صکوک مرابحه مبتنی بر بیع مرابحه، صکوک سلف مبتنی بر عقد سلف و صکوک رهنی و خرید دین نیز مبتنی بر بیع دین می‌باشد. در مورد اوراق استصناع (سفارش ساخت)، برخی فقها قائل هستند که قرارداد پایه این اوراق بیع سلف یا بیع مستقل است. بر اساس نظر این دسته از فقها، اوراق استصناع نیز ذیل صکوک مبتنی بر فروش قرار خواهد گرفت.[۱]

۳-۱-۵. صکوک مبتنی بر اجاره

یکی از قراردادهایی که در طراحی ابزارهای مالی اسلامی مورد استفاده قرار می‌گیرد قرارداد اجاره است که گاهی به صورت اجاره‌ی ساده و گاهی به صورت اجاره‌ی به شرط تملیک به کار می‌رود. اجاره در اصطلاح فقهی عقدی است که به موجب آن مستأجر در برابر مالی که به موجر می‌پردازد برای مدت معین، مالک منافع عین مستأجره می‌شود.

از جمله ابزارهای مالی اسلامی مبتنی بر عقد اجاره، صکوک اجاره است که انواع مختلفی دارد. تا کنون ساختار انتشار تمام اوراق اجاره منتشره در ایران بصورت فروش و اجاره مجدد[۲] جهت تأمین نقدینگی بوده است. صکوک اجاره گسترده‌ترین و برجسته‌ترین ساختاری است که در بازار داخلی و

---

۱. فقهای مختلف، دیدگاه‌های متفاوتی در مورد عقد استصناع بیان کرده‌اند و این عقد را به عنوان مصداقی از بیع سلف، بیع مستقل، اجاره یا جعاله، به عنوان قرارداد مستقل و یا در قالب قرارداد صلح صحیح دانسته‌اند. نظر کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار این است که اوراق استصناع می‌تواند در قالب قراردادهای عقد مستقل، صلح و جعاله منعقد گردد.

2. Sale and Lease Back

[Downloaded from mieaoi.ir on 2024-10-12]

بین المللی مورد استفاده قرار می‌گیرد. این استقبال فراوان به دلیل سادگی انتشار، انعطاف‌پذیری بالا جهت انطباق با ساختارهای پیچیده‌تر و اولویت این ساختار برای ناشران، سرمایه‌گذاران و فقیهان شریعت است.

بر اساس نظر کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار، اگر مبنای طراحی اوراق منفعت را قرارداد اجاره در نظر بگیریم، در این صورت اوراق منفعت نیز ذیل اوراق مبتنی بر اجاره قرار خواهد گرفت.

۳-۱-۶. صکوک مبتنی بر مشارکت

عقود مشارکتی عقودی هستند که در آن‌ها یک طرف معامله تمام یا بخشی از منابع مورد نیاز برای انجام یک فعالیت اقتصادی (تولیدی، تجاری یا خدماتی) را تأمین می‌کند و در نهایت سود محقق شده فعالیت اقتصادی به درصد از پیش تعیین شده بین طرفین تقسیم می‌شود. صکوک مشارکت، مضاربه، مزارعه و مساقات از جمله اوراقی هستند که ذیل اوراق مبتنی بر مشارکت تعریف می‌شوند.

صکوک مبتنی بر عقود مشارکتی از جنس بدهی نبوده و بازار ثانوی چنین اوراقی مبتنی بر فروش بدهی نیست. تجربه عملی انتشار اوراق مبتنی بر عقود مشارکتی در کشورهای مختلف نشان‌دهنده این است که از سازوکارهای ارتقای اعتباری متنوعی در ساختار چنین اوراقی استفاده می‌شود تا ویژگی‌های بازدهی/ ریسک این اوراق شبیه اوراق با بازدهی ثابت گردد. برخی اندیشمندان اسلامی بر این عقیده‌اند که این عناصر اضافی به طور غیر مستقیم خاصیت تسهیم ریسک ساختارهای صکوک مبتنی بر مشارکت را حذف می‌کند.

صکوک مبتنی بر عقود مشارکتی یک ابزار مهم برای افزایش مشارکت سرمایه‌گذاران در فعالیت‌های سرمایه‌گذاری یک اقتصاد محسوب شده و معمولاً برای تشکیل سرمایه جهت اجرای پروژه‌های اقتصادی مورد استفاده قرار می‌گیرد.

۳-۱-۷. صکوک مبتنی بر عاملیت

صکوک مبتنی بر عاملیت صکوکی است که ساختار آن بر اساس عقد وکات بنا نهاده شده است. قرارداد عاملیت معمولاً برای هدف مدیریت و سرمایه‌گذاری عواید ایجاد شده از انتشار صکوک مورد استفاده قرار می‌گیرد. این نوع صکوک نشان‌دهنده پروژه یا فعالیتی اقتصادی است که یک عامل به وکالت از دارندگان اوراق مدیریت آن فعالیت اقتصادی یا پروژه را برعهده می‌گیرد. صکوک وکالت و جعاله از جمله ابزارهای مالی اسلامی است که ذیل قرارداد عاملیت دسته‌بندی می‌شوند.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2024-10-12]

جدول شماره ۲. طبقه‌بندی صکوک مبتنی بر فروش، اجاره، مشارکت و عاملیت

اوراق مبتنی بر فروش	اوراق مبتنی بر اجاره	اوراق مبتنی بر مشارکت	اوراق مبتنی بر نمایندگی
•اوراق مرابحه	•اوراق اجاره	•اوراق مشارکت	•اوراق وکالت
•اوراق سلف	•اوراق منفعت	•اوراق مضاربه	•اوراق جعاله
•اوراق خرید دین		•اوراق مزارعه	
•اوراق رهنی		•اوراق مساقات	
•اوراق استصناع			

۳-۲. طبقه‌بندی بر اساس نوع انتقال مالکیت (مبتنی بر دارایی یا با پشتوانه دارایی)

پس از بحران مالی اخیر به خاطر نکول‌های برخی از انواع صکوک، یک تقسیم‌بندی جدید از ساختار صکوک ارائه گردیده که عبارت است از صکوک مبتنی بر دارایی و صکوک با پشتوانه دارایی. بعد از بحران مالی اخیر تفاوت‌های این دو نوع صکوک و تأثیر این تفاوت‌ها روی حمایت از سرمایه‌گذار بیش از پیش روشن گردیده است. در بحران مالی اخیر اکثر قریب به اتفاق نکول‌ها در بازار صکوک مربوط به صکوک مبتنی بر دارایی بوده و این سؤال برای سرمایه‌گذاران مطرح است که چرا فقط این نوع صکوک نکول کرده است.

از سوی دیگر IFSB دو نوع صکوک مبتنی بر دارایی را تبیین نموده است. اول، صکوکی که شامل تعهد خرید از سوی بانی می‌شود[1] و دوم، صکوکی که شامل تضمین از سوی ناشر در صورت نکول بانی می‌شود[2]. بر اساس تعریف IFSB، واضح است که صکوک مبتنی بر دارایی به این نکته اشاره دارد که دارندگان صکوک حق مراجعه به بانی(در مورد تعهد خرید بانی) و یا ناشر(در مورد قبول ضمانت از سوی ناشر) را دارند. به عبارت دیگر، صکوک با پشتوانه دارایی شامل انتقال کامل مالکیت حقوقی دارایی پایه می‌شود در حالی که صکوک مبتنی بر دارایی شامل حق مراجعه به بانی یا ناشر (و نه دارایی پایه) می‌گردد.

واضح تعریف IFSB از صکوک با پشتوانه دارایی بسیار متأثر از تعریفی است که توسط مؤسسات رتبه‌بندی فراهم گردیده است. برای مثال، مودیز[3]، یکی از مؤسسات بین‌المللی رتبه‌بندی، تمایز بین صکوک با پشتوانه دارایی و صکوک مبتنی بر دارایی را تشریح نموده است. بر طبق تعریف مودیز،

1. pay-through SUKUK
2. pass-through SUKUK
3. Moody's

[Downloaded from mieaoi.ir on 2024-10-12]

صکوک با پشتوانه دارایی آن‌هایی هستند که دارندگان اوراق در صورت نکول و یا ورشکستگی ناشر، توانایی احیای موقعیتشان را از طریق در اختیار گرفتن دارایی و تبدیل به وجه نقد کردن آن دارند (لاتر و همکاران، ۲۰۰۷)[1].

از طرف دیگر، صکوک مبتنی بر دارایی، اوراقی هستند که بانی متعهد می‌گردد که در سررسید و یا تاریخی از پیش تعیین‌شده، دارایی‌ها را از ناشر به ازای بازپرداخت اصل قیمت دارایی بازخرید نماید. در چنان تعهد بازخریدی، ارزش بازاری واقعی دارایی پایه غیر مرتبط با دارندگان صکوک است. زیرا مقدار بازپرداخت به صاحبان اوراق، معادل ارزش اسمی اوراق و نه ارزش بازاری دارایی پایه است. در این مورد، دارندگان اوراق حقی روی دارایی‌ها نداشته و تنها بر توانایی بانی جهت بازپرداخت مبلغ یا از منابع درونی و یا از منابع بیرونی تکیه می‌کنند؛ بنابراین اگر بانی نتواند به تعهدش برای بازخرید دارایی عمل نماید، آنگاه دارندگان اوراق هیچ ترجیحی بر دیگر طلبکاران ندارند (همان).

علاوه بر مودیز، مؤسسه رتبه‌بندی مالزی[2] نیز تعریف مشابهی از صکوک با پشتوانه دارایی و مبتنی بر دارایی ارائه نموده است. بر طبق تعریف RAM، صکوک با پشتوانه دارایی، اوراق بدون حق رجوعی هستند که شامل دارایی‌های پایه‌ای می‌باشند که تنها منبع پرداخت اصل و سود سرمایه‌گذاری هستند (مهد نور، ۲۰۰۸)[3]. ریسک اعتباری صکوک با پشتوانه دارایی صرفاً بر اساس عملکرد و کیفیت اعتباری دارایی پایه تعیین می‌شود. یعنی کیفیت جریان نقدی دارایی پایه و در موقعیت‌های خاص، ارزش مورد انتظار در سررسید. RAM تصریح می‌کند که دارندگان صکوک با پشتوانه دارایی مستقل از بانی بوده و دسترسی و حق رجوع به مالک دارایی یعنی بانی ندارند (همان).

بنابراین در صکوک با پشتوانه دارایی، دارندگان صکوک مالکان دارایی بوده و بازدهی دارندگان صکوک بر اساس عملکرد واقعی دارایی پایه تعیین خواهد شد. اگر عملکرد دارایی پایه خوب ولی بانی در حال ورشکستگی باشد، آنگاه پرداخت به دارندگان صکوک متوقف نخواهد شد. اما اگر دارایی پایه خوب عمل نکرده و معیوب گردد، آنگاه دارندگان صکوک متضرر خواهند شد؛ زیرا آن‌ها مالکان واقعی دارایی هستند. به عبارت دیگر مالکان دارایی (دارندگان صکوک)، در معرض ریسک بازار و همچنین ریسک اعتباری دارایی هستند. در مقابل، دارایی‌ای که مبنای انتشار صکوک مبتنی بر دارایی قرار می‌گیرد، صرفاً برای هدف سازگاری با شریعت بوده و منبعی برای پرداخت سرمایه و سود فراهم نمی‌آورد. از این رو، ارزیابی ریسک اعتباری معطوف به شخصی است که تعهد به

1. Lotter, Philipp; Howladar, Khalid, 2007
2. Rating Agency Malaysia (RAM)
3. Mohd Noor, 2008

[Downloaded from mieaoi.ir on 2024-10-12]

بازخرید صکوک دارد. معمولاً این شخص، ناشر اوراق خواهد بود. با این وجود، در برخی موارد تعهد خرید ممکن است برعهده بانی، مستأجر یا ضامن قرار گیرد. در این شرایط تحلیل دارایی بی‌اهمیت و نامربوط خواهد بود و در عوض کیفیت اعتباری متعهد عامل کلیدی است که کیفیت و رتبه اعتباری صکوک را تحت تأثیر قرار می‌دهد(همان).

جمع‌بندی اینکه، صکوک را می‌توان به دو دسته صکوک با پشتوانه دارایی و صکوک مبتنی بر دارایی تقسیم‌بندی نمود. صکوک با پشتوانه دارایی منعکس کننده همان عملیات تبدیل به اوراق بهادارسازی[1] متعارف است که به موجب آن دارندگان صکوک مالکان دارایی محسوب می‌گردند و عملکرد دارایی، محرک اصلی پرداخت به دارندگان صکوک است.

سوی دیگر، صکوک مبتنی بر دارایی منعکس‌کننده همان انتشار اوراق قرضه متعارف است. دارندگان اوراق قرضه از ناشر اوراق طلبکار هستند. دارندگان صکوک مبتنی بر دارایی بدون وثیقه، هیچ‌گونه وثیقه‌ای ندارند که در صورت نکول ناشر اوراق بتوانند بدان رجوع کنند. در حالی که دارندگان صکوک مبتنی بر دارایی با وثیقه، در صورت نکول ناشر می‌توانند به وثیقه رجوع کنند.

صرف‌نظر از این حقیقت که صکوک با پشتوانه دارایی در مقایسه با صکوک مبتنی بر دارایی به اصول و روح شریعت اسلام نزدیک‌تر است اما تعداد انتشار این نوع صکوک در مقایسه با صکوک مبتنی بر دارایی بسیار کمتر است (وجدی دوسوکی و مختار، ۲۰۱۰)[2] و بیش از ۹۰ درصد انتشار صکوک در جهان از نوع مبتنی بر دارایی می‌باشد.

1. Securitization
2. Dusuki, A.W. & Mokhtar, S, 2010

[Downloaded from mieaoi.ir on 2024-10-12]

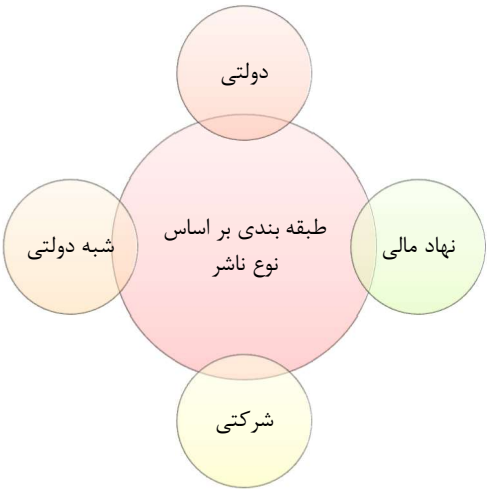
جدول شماره ۳. مقایسه ویژگی‌های صکوک با پشتوانه دارایی و صکوک مبتنی بر دارایی

نوع / معیار	صکوک با پشتوانه دارایی	صکوک مبتنی بر دارایی
از منظر حسابداری	می‌تواند جزء اقلام داخل ترازنامه یا خارج ترازنامه (برای بانی/ متعهد) محسوب شود (شبیه فروش واقعی که ضوابط خارج ترازنامه‌ای و قانونی دارد)	معمولاً به عنوان اقلام داخل ترازنامه (برای بانی/ متعهد) طراحی می‌شود (شبیه یک بدهی)
مالکیت	انتقال کامل مالکیت قانونی دارایی پایه	انتقال صرفاً مالکیت منفعتی دارایی پایه (دارندگان صکوک تنها مالکیت منفعتی دارایی را دریافت می‌کنند)
منبع درآمد برای دارندگان صکوک	منبع اصلی پرداخت، درآمد حاصل از دارایی (های) پایه صکوک	منبع اصلی پرداخت، معمولاً از جریان وجه نقد ناشر (متعهد)
حق رجوع به دارایی پایه	دارندگان اوراق حق رجوع به دارایی پایه را دارند و دارایی پایه نقشی عینی در نکول ایفا می‌کند.	دارندگان اوراق حق رجوع به دارایی پایه را ندارند و رجوع تنها به ناشر یا ضامن آن صورت می‌پذیرد.
ریسک نوسان ارزش دارایی پایه	دارندگان صکوک در معرض نوسانات ارزش دارایی پایه هستند.	دارندگان صکوک عموماً در معرض نوسانات ارزش دارایی پایه نیستند.
رتبه‌بندی صکوک	بسته به قدرت جریان نقد ناشی از دارایی پایه	بسته به رتبه‌بندی شرکتی ناشر صکوک

۳-۳. طبقه‌بندی بر اساس نوع ناشر (دولتی، شبه دولتی، شرکتی، نهاد مالی)

معیاری دیگر برای دسته‌بندی صکوک، نوع بانی منتشرکننده صکوک است که می‌تواند نهاد دولتی، شبه دولتی، شرکتی یا نهاد مالی مانند بانک باشد. این مساله در شکل شماره ۱ نشان داده شده است.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2024-10-12]



شکل شماره ۱. طبقه‌بندی صکوک بر اساس نوع ناشر

اوراق دولتی[1] ، اوراقی است، که توسط دولت منتشر می‌شود و سررسید آن ممکن است کوتاه‌مدت، میان‌مدت یا بلندمدت باشد و دولت برای تأمین کسری بودجه یا تأمین سرمایه مورد نیاز طرح‌های عمرانی خاص یا عام، اقدام به انتشار این اوراق می‌نماید.

صکوک دولتی در عمق بخشیدن به بازار، ایجاد مبنایی برای قیمت‌گذاری و تشویق و تقویت صکوک در بخش خصوصی یک کشور بسیار حائز اهمیت است. صکوک دولتی یک منبع جایگزین سرمایه برای دولت مهیا نموده و می‌تواند بصورت داخلی یا بین‌المللی بسته به الزامات دولت، منتشر شود. دولت ایران و نهادها و وزارتخانه‌های زیر مجموعه، تا کنون تجربه انتشار اسناد خزانه اسلامی، اوراق مشارکت، اوراق اجاره دولتی و همچنین اوراق سلف نفتی را داشته است.

اوراق شبه دولتی[2]، اوراقی است که توسط نهادها و نمایندگی‌هایی (شرکت‌های با مالکیت دولتی یا شرکت‌های با مالکیت عمومی) منتشر می‌شود که دارای پشتوانه دولتی هستند. این اوراق معمولاً صراحتاً یا تلویحاً دارای ضمانت دولتی هستند. بر طبق بررسی چشم‌انداز و پیش بینی صکوک Zawya تامسون رویترز (۲۰۱۴) دولت‌ها فعال‌ترین ناشران در طول تاریخ بازار جهانی صکوک محسوب شده که مالزی در این بازار سردمدار محسوب می‌شود.

1. Sovereign Sukuk
2. Semi Sovereign Sukuk

[Downloaded from mieaoi.ir on 2024-10-12]

از سال ۲۰۱۰ تا ۲۰۱۵ روند انتشار صکوک نشان می‌دهد که ۷۵ درصد صکوک جهانی مربوط به انتشار اوراق دولتی و شبه‌دولتی بوده است، در حالی که سهم شرکت‌ها و نهادهای مالی خصوصی در این بازار ۲۵ درصد می‌باشد.

در قوانین ایران هنوز هیچ تعریفی از نهادهای شبه دولتی ارائه نشده است. در قانون محاسبات عمومی، وزارتخانه‌ها، شرکت‌ها و سازمان‌های دولتی و نهادهای عمومی غیردولتی دارای تعریف هستند. اما برخی از نهادها وجود دارند که جزو هیچ‌کدام از این گروه‌ها نبوده و در فهرست‌های تعیین شده هم حضور ندارند. بخش شبه دولتی از نظر ساختار دولتی نیست اما غالباً با مدیریت دولتی اداره می‌شود.

اوراق شرکتی[1] ،اوراقی است که توسط بخش خصوصی (بخش شرکتی) یک کشور منتشر می‌شود. هدف از انتشار این نوع صکوک، تأمین مالی سرمایه در گردش، تأمین مالی پروژه‌ها و یا تأمین مالی جهت توسعه کسب و کار یک شرکت است.

اوراق نهادهای مالی اسلامی[2]، اوراقی است که توسط نهادهای مالی مانند بانک‌ها، مؤسسات مالی و اعتباری و ... منتشر می‌شوند.

۳-۴. طبقه‌بندی بر اساس سررسید (کوتاه‌مدت، میان‌مدت، بلندمدت و بدون سررسید)

منظور از دوره انتشار اوراق بهادار اسلامی همان مدت زمان میان انتشار اوراق تا سررسید است. از نظر سررسید، اوراق به سه دسته کوتاه‌مدت، میان‌مدت و بلندمدت تقسیم می‌شوند. در این گزارش، سررسید اوراق کوتاه‌مدت کمتر از یک سال است که عموماً این نوع اوراق برای هدف تأمین نقدینگی مورد استفاده قرار می‌گیرد. اوراق میان‌مدت بین یک تا پنج سال و اوراق بلندمدت بیشتر از ۵ سال است. صکوک بدون سررسید صکوکی است که پس از انتشار چارچوب مقرراتی بازل ۳، بانک‌های اسلامی برای رعایت الزامات رکن اول بازل ۳، شروع به انتشار صکوک بدون سررسید نمودند.

1. Corporate Sukuk
2. Financial Institution Sukuk

[Downloaded from mieaoi.ir on 2024-10-12]

۳-۵. طبقه‌بندی بر اساس محل انتشار (داخلی یا بین‌المللی بودن)

صکوک داخلی[1] ، صکوکی است که توسط بخش دولتی یا خصوصی در ارز رایج داخل یک کشور منتشر می‌شود و چنین صکوکی عموماً توسط سرمایه‌گذاران داخلی یک کشور خریداری می‌شود.

صکوک بین‌المللی[2] ، به صکوکی گفته می‌شود که در بازارهای بین‌المللی با ارز مورد پذیرش جهانی (عموماً دلار یا یورو) انتشار می‌یابد. هدف از انتشار این نوع صکوک، تأمین مالی و جذب سرمایه از سرمایه‌گذاران بین‌المللی است. طی سال‌های گذشته، استقبال قابل توجهی از صکوک در عرصه بین‌الملل به عمل آمده است و ناشران و سرمایه‌گذاران بین‌المللی صکوک در حال گسترش هستند.

امروزه بزرگ‌ترین بازار داخلی صکوک مربوط به کشور مالزی و بزرگ‌ترین ناشر بین‌المللی صکوک، کشور امارات متحده عربی می‌باشد.

۳-۶. طبقه‌بندی براساس ماهیت سود و بازدهی

از منظر سود و بازدهی، صکوک را می‌توان در دو دسته کلی اوراق غیرانتفاعی و انتفاعی تقسیم‌بندی نمود که اوراق انتفاعی خود به دو دسته اوراق با سود معین و اوراق با سود انتظاری قابل تفکیک است. اوراق غیرانتفاعی شامل اوراق قرض‌الحسنه و وقف می‌باشد.

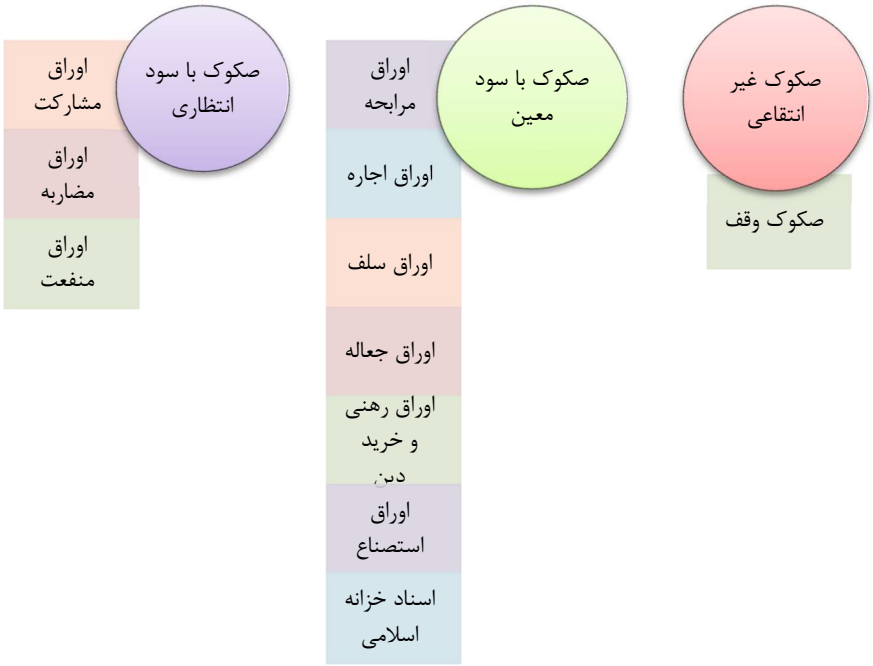
عموماً اوراق مبتنی بر عقود مبادله‌ای در زمره اوراق بهادار اسلامی با سود ثابت و معین قرار می‌گیرد. از جمله این اوراق می‌توان به اوراق مرابحه، اجاره، جعاله، سفارش‌ساخت و اسناد خزانه اسلامی اشاره نمود. ساختار اوراق سلف نیاز به تفصیل بیشتر دارد و در نگاه دقیق‌تر هر چند که مبتنی بر عقود مبادله‌ای است اما در ساختار انتشار اوراق سلف در ایران از دو اختیار معامله (اختیار خرید برای بانی و اختیار فروش برای دارنده اوراق) استفاده شده است و این امر سبب شده سود اوراق سلف در بازه مشخصی متغیر باشد و به نوعی می‌توان عنوان کرد که دامنه سود اوراق سلف معین است و در زمره اوراق با سود معین قرار می‌گیرد، اما سود این اوراق ثابت نیست.

انتشار اوراق با پشتوانه تسهیلات و مطالبات بانکی را می‌توان بسته به نوع تسهیلات به دو دسته کلی اوراق رهنی مبتنی بر تسهیلات اعطائی از طریق عقود مبادله‌ای (غیر از سلف) منتهی به مطالبات و اوراق رهنی مبتنی بر تسهیلات مشارکتی منتهی به تملک دارایی فیزیکی طبقه‌بندی نمود.

1. Domestic Sukuk
2. International Sukuk

[Downloaded from mieaoi.ir on 2024-10-12]

همچنین در ساختار پایه اوراق خرید دین، سود اوراق ثابت و معین است، اما در مدل پیشنهادی ایران، با توجه به عدم تطابق زمان‌بندی دریافت سود تسهیلات (که به صورت روزانه صورت می‌پذیرد) و پرداخت سود اوراق (که هر سه ماه صورت می‌گیرد) و امکان سرمایه‌گذاری مجدد منابع طی این دوره، سود اوراق رهنی با پشتوانه تسهیلات بانکی بسته به بازدهی سرمایه‌گذاری مجدد منابع، می تواند متغیر باشد.



شکل شماره ۲. طبقه‌بندی صکوک بر اساس ماهیت سود و بازدهی

۴. طبقه‌بندی بر اساس میزان استفاده از اعتبارافزاها

سازوکار ارتقای رتبه اعتباری روشی است برای بهبود کیفیت اعتباری محصولات مالی و اوراقی که یک شرکت یا نهاد مالی منتشر می‌کند. این روش جزء مهم تبدیل به اوراق بهادارسازی در تأمین مالی ساختار یافته[1] محسوب می‌گردد و برای مؤسسات رتبه‌بندی دارای اهمیت است. روش ارتقای

1. Structured Finance

[Downloaded from mieaoi.ir on 2024-10-12]

رتبه اعتباری، ریسک نکول (اعتباری) یک بدهی را کاهش داده و بدین سان باعث افزایش رتبه اعتباری و کاهش سود اوراق می‌گردد.

انواع سازوکارهای ارتقای رتبه اعتباری را می‌توان در دو دسته کلی بیرونی و درونی تقسیم‌بندی نمود که سازوکار طبقه‌بندی اوراق، شکاف یا سود مازاد، وثیقه‌گذاری بیش از حد، ذخیره یا وثیقه نقدی جزء سازوکارهای درونی ارتقای رتبه اعتباری و اوراق ضمانت و ضمانت‌های مالی و اعتبار اسنادی جزء سازوکارهای بیرونی ارتقای رتبه اعتباری محسوب می‌گردند (Dwight Asset Management Company, 2005).

همچنین سازوکارهای ارتقای رتبه اعتباری را در یک تقسیم‌بندی دیگر می‌توان در سه دسته طبقه‌بندی نمود (فبوزی، ۲۰۰۸)[1]:

الف. سازوکارهای فراهم شده توسط بانی

ب. سازوکارهای ساختاری

ج. سازوکارهای فراهم شده توسط شخص ثالث

در یک تقسیم‌بندی کلی می‌توان صکوک را با توجه به نوع استفاده از سازوکارهای ارتقای رتبه اعتباری در سه دسته کلی طبقه‌بندی نمود[2]:

۴-۱. صکوک با سازوکارهای کامل ارتقای رتبه اعتباری[3]

در این ساختار، معمولا صکوک مشمول ضمانت شخص ثالث توسط یک شرکت مادر یا مالک اولیه دارایی پایه می‌گردد. در این ساختار اگر نهاد واسط نتواند از عهده تعهدات پرداختش برآید، ضامن مقادیر کسری را مطابق با موازین شریعت جبران خواهد کرد. رتبه‌بندی در این نوع صکوک بستگی به کیفیت اعتباری بانی یا شخص فراهم کننده سازوکارهای ارتقای رتبه اعتباری دارد.

۴-۲. صکوک بدون سازوکارهای ارتقای رتبه اعتباری[4]

در این ساختار، صکوک شبیه اوراق مبتنی بر دارایی در تبدیل به اوراق بهادارسازی عمل می‌کند. مجموعه دارایی‌های پایه تنها مبنای پرداخت اصل و بهره می‌باشد و رتبه‌بندی در این نوع صکوک‌ها بر اساس توانایی دارایی‌های پایه برای ایجاد جریانات نقدی کافی صورت می‌پذیرد.

1. Faboozi, 2008
2. Mensah, 2007 & Pruvost
3. Sukuk with full credit-enhancement mechanisms
4. Sukuk with no credit-enhancement mechanisms

[Downloaded from mieaoi.ir on 2024-10-12]

۴-۳. صکوک با سازوکارهای ارتقای رتبه اعتباری ناقص[1]

این ساختار صکوک در واقع ویژگی‌های دو ساختار قبلی را ترکیب می‌کند و معمولا شخص ثالثی نقصان‌های احتمالی را ضمانت می‌کند. رتبه اعتباری در این نوع صکوک بستگی به ظرفیت دارایی‌های پایه برای تحقق تعهدات مالی، شرایط ضمانت و کیفیت اعتباری ضامن دارد.

۴-۴. طبقه‌بندی بر اساس نوع کاربرد

کاربرد ساختارهای مختلف صکوک متفاوت است و بانیان انتشار صکوک می‌توانند بسته به نیاز تأمین مالی خود از گستره متنوعی از صکوک استفاده کنند. در نمودار شماره ۱ کاربرد هر یک از انواع صکوک با تأکید بر دستورالعمل‌های انتشار صکوک در ایران ذکر شده است.

1. Sukuk with partial credit-enhancement mechanisms

[Downloaded from mieaoi.ir on 2024-10-12]

نمودار شماره ۱. کاربرد هر یک از انواع صکوک

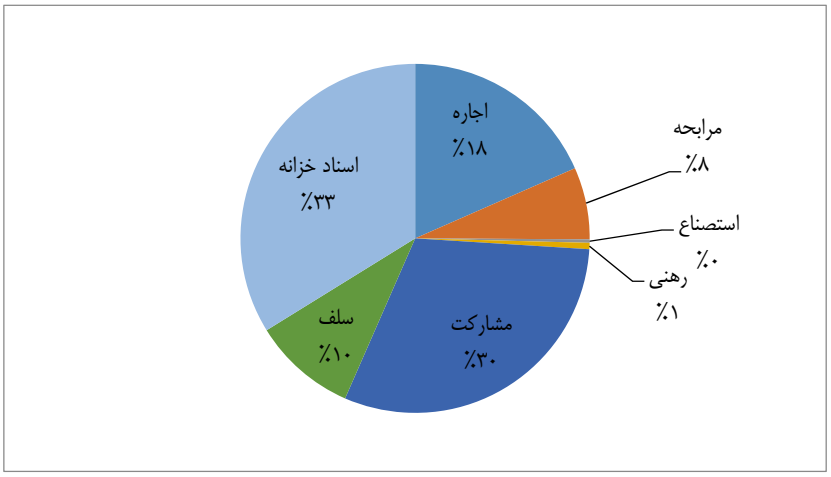
۵. تجزیه و تحلیل و آسیب‌شناسی صکوک در ایران بر اساس نوع طبقه‌بندی

این بخش از تحقیق به دنبال بررسی و تجزیه و تحلیل وضعیت بازار صکوک در ایران در مقایسه با رقبای جهانی بر اساس تقسیم‌بندی‌های مختلفی است که بدان‌ها اشاره شده است.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2024-10-12]

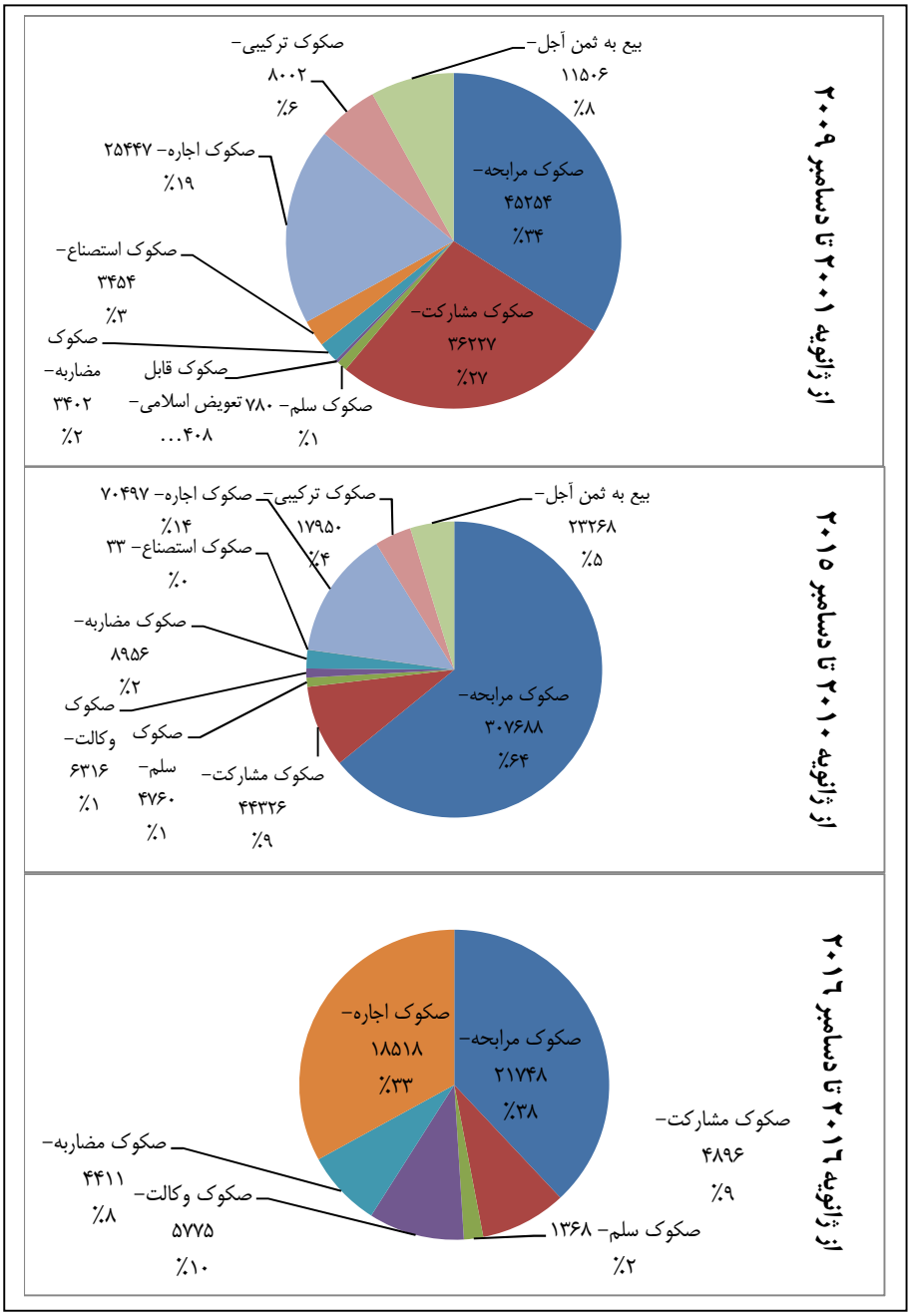
۵-۱. بر اساس نوع عقود و ساختار پایه

در ایران، هر چند با تأخیر، به موازات رشد و توسعه جهانی صکوک، انواع ساختارهای صکوک به جز ساختار اوراق وکالت به تصویب کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار رسیده است و این اوراق یا در مرحله تدوین مقررات بوده و یا به مرحله انتشار رسیده‌اند. اوراق وکالت تنها اوراقی است که تا بحال در ایران مورد بررسی قرار نگرفته است و این در حالی است که اوراق وکالت طی سالیان اخیر یکی از ساختارهای پرطرفدار در بین ناشران اوراق بهادار مخصوصاً در صکوک‌های منتشره بین‌المللی است. در ایران صرفاً ۹ مورد صکوک به مرحله انتشار رسیده است که عبارتند از: صکوک مشارکت، صکوک منفعت، اوراق خرید دین، صکوک اجاره، صکوک مرابحه، صکوک سفارش ساخت، اوراق رهنی، صکوک سلف و اسناد خزانه اسلامی. مابقی ساختارها فعلاً عملیاتی نشده‌اند که به طور قطع رشد و توسعه بازار صکوک در ایران مستلزم تنوع بیشتر در ساختارهای صکوک منتشره است. در نمودارهای زیر تنوع ساختار صکوک منتشره در دنیا و در ایران مشاهده می‌شود.



نمودارشماره۱. حجم کل اوراق منتشره ایران به تفکیک ساختار (از سال ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۶)- بر اساس میلیون دلار

[Downloaded from mieaoi.ir on 2024-10-12]



نمودار شماره ۳. صکوک داخلی منتشره از منظر نوع ساختار -ارقام بر اساس میلیون دلار

[Downloaded from mieaoi.ir on 2024-10-12]

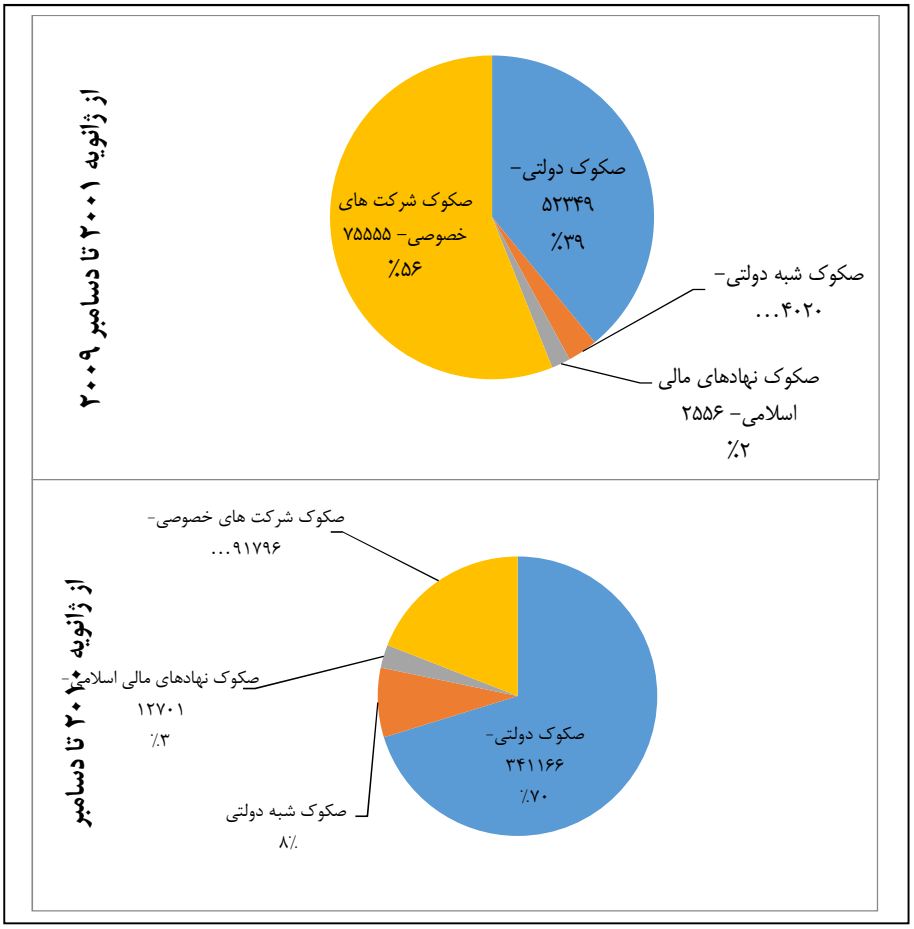
سیر تکامل صکوک داخلی در دنیا نشان می‌دهد که در اوایل انتشار صکوک (سال ۲۰۰۱ تا ۲۰۰۹)، به ترتیب صکوک مرابحه، مشارکت و اجاره با ۳۴٪، ۲۷٪ و ۱۹٪ از حجم کل صکوک داخلی منتشره، بیشترین حجم را به خود اختصاص دادند. طی سال ۲۰۱۰ تا ۲۰۱۵، اقبال از ساختار مرابحه بیشتر شده و ۶۴٪ بازار صکوک داخلی را به خود اختصاص داده است. این در حالی بود که ساختارهای صکوک اجاره و مشارکت با ۱۴٪ و ۹٪ در رتبه‌های بعدی بودند. همچنین در سال ۲۰۱۶ نیز ساختار اوراق مرابحه و اجاره (اوراق مبتنی بر درآمد ثابت) با ۳۸٪ و ۳۳٪ همچنان ساختارهای جذاب برای انتشار اوراق محسوب می‌شوند، اما ساختار اوراق مشارکت (اوراق مبتنی بر درآمد انتظاری) با ۹٪ جایگاه اولیه خود را در بازار صکوک داخلی از دست داده است و این نشان‌دهنده این است که به مرور زمان اقبال ناشران اوراق به اوراق با سود انتظاری (اوراق مشارکت) کاهش یافته و به سمت اوراق با درآمد ثابت سوق یافته است.

۵-۲. بر اساس نوع ناشر

انتشار صکوک در سایر کشورهای اسلامی و غیر اسلامی توسط طیف وسیعی از ناشران دولتی، شبه دولتی، شرکتی و نهادهای مالی برای اهداف تأمین مالی، تأمین نقدینگی و ... صورت می‌پذیرد.

همان‌طور که در نمودار شماره ۴ قابل مشاهده است طی سال‌های ۲۰۰۱ تا ۲۰۰۹ سهم ناشران دولتی و خصوصی از انتشار صکوک به ترتیب ۳۹ و ۵۶ درصد بوده است که این سهم بازار طی سال‌های ۲۰۱۰ تا ۲۰۱۵ به ترتیب به ۷۰ و ۱۹ درصد رسیده است که نشان‌دهنده رشد صکوک دولتی بین کشورهای اسلامی است.

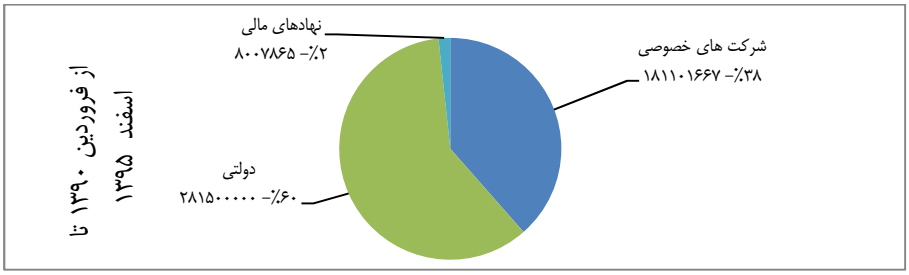
[Downloaded from mieaoi.ir on 2024-10-12]



نمودار شماره ۴. انتشار صکوک داخلی بر اساس نوع ناشر

این در حالی است که تا قبل از سال ۱۳۹۰ نقش دولت در انتشار صکوک دولتی بسیار کم‌رنگ بوده است، اما از سال ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵، با طراحی اسناد خزانه اسلامی، اوراق اجاره و مرابحه دولتی، سهم دولت در بازار صکوک به ۶۰ درصد رسیده است.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2024-10-12]



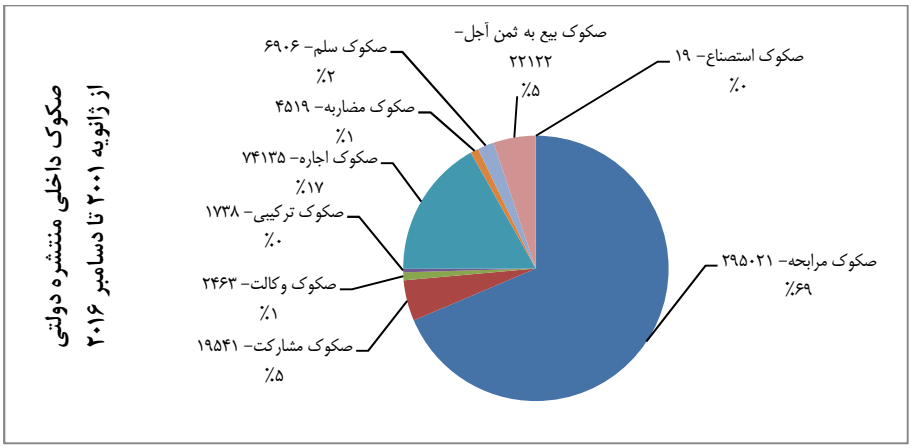
نمودار شماره ۵. صکوک منتشر شده بر اساس نوع ناشر- ارقام بر اساس میلیون ریال

همچنین نمودارهای زیر نشان‌دهنده تنوع ساختار در انتشار اوراق دولتی داخلی و بین‌المللی است، این در حالی است که در ایران تا قبل از سال ۱۳۹۴ تنها از ساختار صکوک مشارکت استفاده می‌شد و بعد از سال ۱۳۹۴ ایران تجربه انتشار اوراق اجاره دولتی، مرابحه دولتی و اسناد خزانه اسلامی[۱] را دارد.[۲]

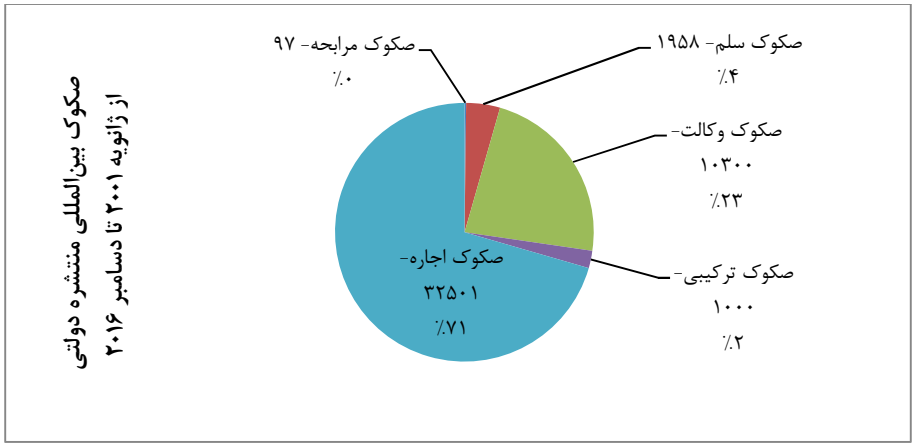
۱. اسناد خزانه اسلامی، اوراق بهادار با نامی است که دولت به منظور تصفیه بدهی‌های خود بابت طرح‌های تملک دارایی‌های سرمایه‌ای با قیمت اسمی و سررسید معین به طلبکاران غیردولتی واگذار می‌کند. این اوراق، با هدف تسویه بدهی‌های دولت به طلبکاران غیردولتی، کنترل نقدینگی بازار، اجرای سیاست‌های پولی، تأمین کسری بودجه و مدیریت بازار منتشر می‌شود. همچنین این ابزار، اصلی‌ترین ابزار بازار پول جهت اعمال سیاست‌های پولی از سوی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران است.

۲. اولین انتشار این اوراق در تاریخ ۸ مهرماه ۱۳۹۴با قیمت اسمی هر ورقه یک میلیون ریال و سررسید ۲۳اسفند ۹۴ انجام شد و با توجه به اینکه در قانون بودجه سال ۹۳ انتشار هزار میلیارد تومان از این اوراق به تصویب رسید، ۲۵۰ میلیارد تومان آن در اختیار پیمانکاران قرار گرفت. این ابزار در بازار ابزارهای نوین مالی فرابورس و به قیمت ۹۰۰,۵۰۰ریال کشف قیمت شد.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2024-10-12]



نمودار شماره ۶. صکوک منتشره داخلی بر اساس نوع ساختار از منظر نوع ناشران- ارقام بر اساس میلیون دلار

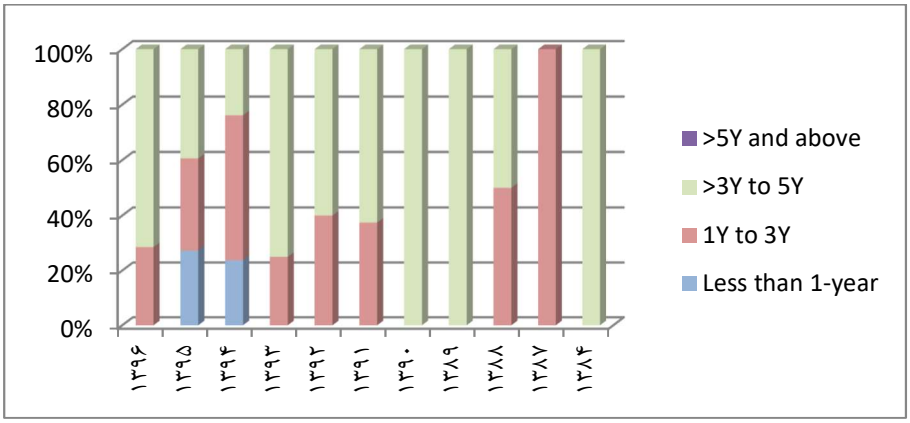


نمودار شماره ۷. صکوک منتشره بین‌المللی بر اساس نوع ساختار از منظر نوع ناشران- ارقام بر اساس میلیون دلار

۵-۳. بر اساس سررسید

تجربه انتشار صکوک در ایران نشان می‌دهد تنوع سررسید در انتشار صکوک در ایران بسیار کم بوده و غالب صکوک منتشره دارای سررسیدی بین ۳ تا ۵ سال هستند.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2024-10-12]

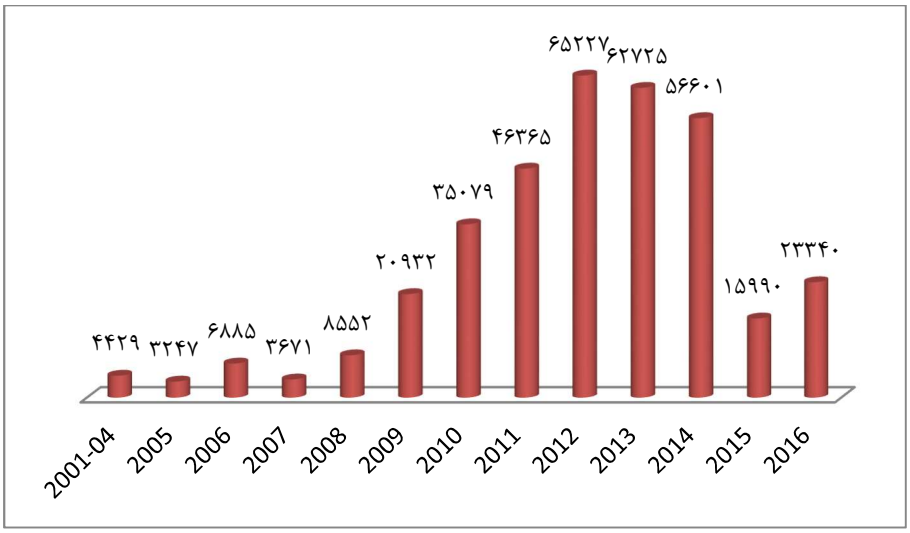


نمودارشماره ۸. طبقه بندی اوراق منتشره در ایران بر اساس سررسید

این در حالی است که در دنیا صکوک کوتاه‌مدت (کمتر از یکسال)، بلندمدت و بدون سررسید نیز دارای جایگاه ویژه‌ای بوده و مورد استقبال ناشران مختلف قرار می‌گیرد.

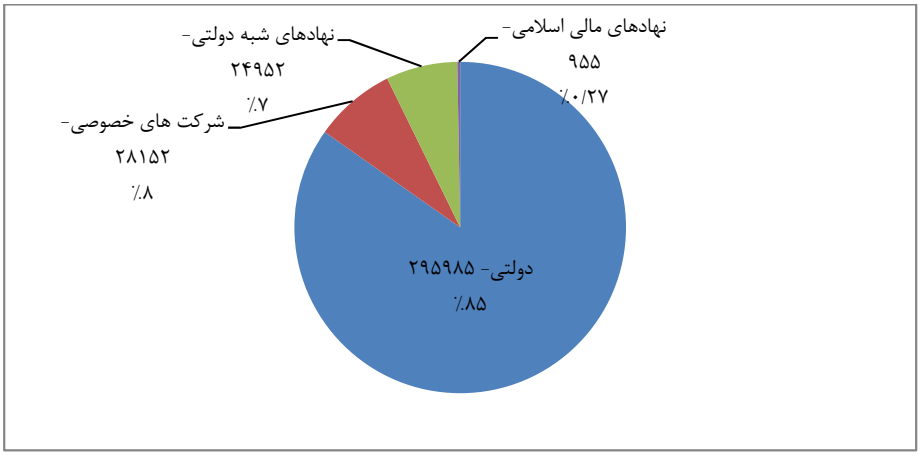
در بازار صکوک جهانی، حجم قابل توجهی از صکوک معطوف به صکوک کوتاه‌مدت (کمتر از یکسال) با هدف تأمین و مدیریت نقدینگی است. همانطور که در نمودار زیر مشاهده می‌شود، حجم کل صکوک کوتاه‌مدت منتشره جهانی از آغاز فعالیت تا کنون حدود ۳۵۰ بیلیون دلار بوده که بیشترین حجم انتشار، در سال ۲۰۱۲ به ارزش ۶۵ بیلیون دلار اتفاق افتاده است. این ارقام نشان‌دهنده این است که صکوک کوتاه‌مدت داخلی و بین‌المللی ۴۰ درصد از حجم کل انتشار صکوک جهانی (۸۵۶ بیلیون دلار) را تشکیل می‌دهد.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2024-10-12]



نمودار شماره ۹. مجموع صکوک کوتاه مدت منتشره جهانی (از ژانویه ۲۰۰۱ تا دسامبر ۲۰۱۶)- کلیه ارقام بر اساس میلیون دلار

همچنین آمار و ارقام جهانی نشان‌دهنده آن است که ۸۵ درصد صکوک کوتاه‌مدت جهانی متعلق به ناشران دولتی است.

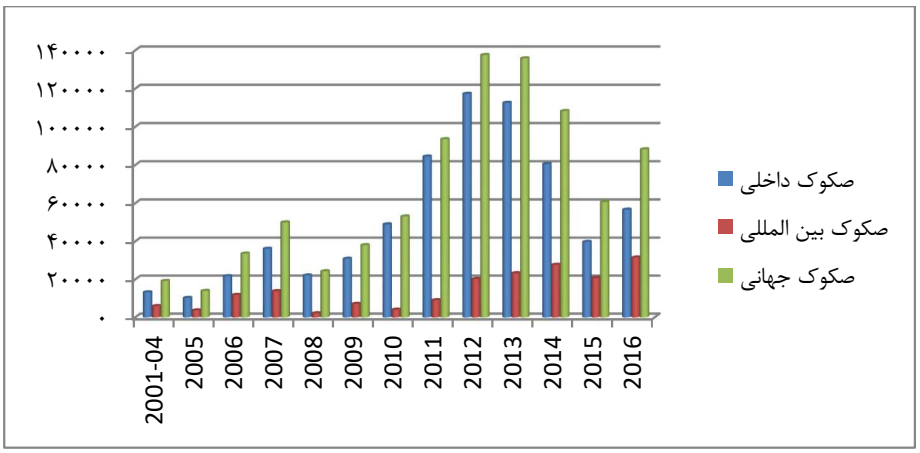


نمودار شماره ۱۰. صکوک کوتاه مدت جهانی با سررسید کمتر از ۱۲ ماه بر اساس نوع ناشر (از ژانویه ۲۰۰۱ تا دسامبر ۲۰۱۶)- ارقام بر اساس میلیون دلار

[Downloaded from mieaoi.ir on 2024-10-12]

۵-۴. بر اساس محل انتشار اوراق

ایران، غیر از یک تجربه در انتشار اوراق مشارکت ارزی، سایر صکوک منتشره‌اش داخلی بوده است. چه بسا این حجم از تمرکز بر صکوک داخلی به دلیل شرایط محیطی از جمله تحریم‌ها و به تبع عدم تعامل بین‌المللی بازار سرمایه ایران با سایر کشورهای دنیا، عدم عضویت در نهادهای بین‌المللی مانند آیسکو، سازمان جهانی بورس‌ها و ... بوده است. بعد از برجام با توجه به استقبال گسترده سرمایه‌گذاران خارجی جهت سرمایه‌گذاری در ایران، فرصت مناسبی پیش‌روی ایران جهت استفاده از ظرفیت بازار بین‌المللی صکوک نهاده شده است و این مهم مستلزم فراهم کردن زیرساخت‌های لازم از جمله راه‌اندازی مؤسسه‌های رتبه‌بندی، تسهیل سرمایه‌گذاری غیر مستقیم خارجی، استانداردسازی گزارش‌های مالی، امکان تسویه بین‌المللی و ... است.



نمودار شماره ۱۱. مقایسه حجم انتشار صکوک جهانی، داخلی و بین المللی

همان‌طور که در نمودار بالا قابل مشاهده است، هر چند حجم صکوک بین‌المللی کمتر از صکوک داخلی است اما نمودار روند رو به رشدی را برای صکوک بین‌المللی نشان می‌دهد. مجموع صکوک بین‌المللی منتشره در سال ۲۰۱۶، به میزان ۳۱,۵۶ بیلیون دلار رسید که نسبت به سال گذشته (۲۰,۸۸ بیلیون دلاری)، ۱۰,۶۸ بیلیون دلار رشد داشته است؛

به طور کلی به نظر می‌رسد که از لحاظ تاریخی، صکوک اجاره جذاب‌ترین ساختار را برای ناشران بین المللی داشته است. با این حال، در سال‌های اخیر از جمله سال ۲۰۱۶، صکوک اجاره و وکالت دو نوع ساختاری بوده‌اند که در میان ناشران از بالاترین جذابیت برخوردار بوده اند، لازم به ذکر است که سهم صکوک وکالت توسط ناشران شبه‌دولتی نزدیک به ۷۲ درصد بوده است.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2024-10-12]

ساختار مرابحه در بازار داخلی، برای ناشران از جذابیت خاصی برخوردار بوده است. نهادهـای شـبه-دولتی، شرکت‌های خصوصی و نهادهای مالی اسلامی در بازارهـای داخلـی از سـاختارهای صـکوک مشارکت، مضاربه، اجاره و وکالت به طور گسترده‌ای استفاده مـی‌کننـد در حالیکـه ناشـران دولتـی تمایل به استفاده از ساختار مرابحه بیش از دیگر ساختارها دارند شاید ایـن امـر بـه دلیـل سـهولت ساختار صکوک مرابحه باشد.

همان‌طور که در نمودارهای شماره‌ی ۶ و ۷ نمایان است، در بازارهای صکوک بین‌المللی بیشـتر از الگوهای مرابحه، اجاره، مشارکت، مضاربه و وکالت استفاده می‌شود. ایران نیز تجربه انتشار داخلی سه الگوی مرابحه، اجاره و مشارکت را دارد. الگوی اوراق مضاربه مورد تأیید کمیته فقهی قرار گرفته و دستورالعمل آن نیز تقریباً نهایی شده است، اما الگوی وکالت تا کنون در دستور کار کمیته فقهـی سـازمان بـورس و اوراق بهـادار قـرار نگرفتـه اسـت. اوراق وکالـت اوراقـی اسـت کـه بـا توجـه بـه انعطاف‌پذیری بالای آن، در چند سال اخیر بسیار مورد توجه کشورهای اسلامی بوده است.

با توجه به محدودیت‌های مختلف در راستای انتشار مسـتقیم صـکوک بین‌المللـی، ایـن امکـان وجود دارد که با ایده گرفتن از گواهی‌های سپرده سهام که در کشورهای غربی منتشـر می‌گـردد، از این سازوکار در انتشار صکوک بین‌المللی استفاده نمود؛ بدین صورت که بـه جـای عرضـه مسـتقیم بین‌المللی صکوک، گواهی آن که دال بر حجم مشخصی از صکوک سپرده‌گذاری شده در یک بانـک داخلی مشخص است، در کشورهای خارجی عرضه شده و سرمایه‌گذاران گـواهی سـپرده صـکوک را معامله خواهند نمود، لازم به ذکر است کشورهای اسلامی نیز تجربه انتشـار گـواهی سـپرده سـهام اسلامی را داشته‌اند[۱].

جمع‌بندی

این تحقیق ضمن نوع شناسی و طبقه بندی صکوک، به بررسی و تحلیل بازار صکوک ایران و جهـان پرداخت. با نگاهی به مبناها و معیارهـای مختلـف در تقسـیم‌بندی صـکوک، درخواهیـد یافـت کـه هم‌پوشانی‌هایی میان طبقه‌بندی‌های مختلف وجود دارد. برای مثال، صـکوک مبتنـی بـر بـدهی در حقیقت همان صکوک مبتنی بر فروش اسـت. قراردادهـای مرابحـه، سـلف، خریـد دیـن و سـفارش ساخت در ماهیت بدهی محسوب می‌شوند. همچنین برای صکوک مبتنی بـر دارایـی و بـا پشـتوانه

۱. برای اطلاعات بیشتر رجوع شود به گزارش پژوهشی با عنوان "گواهی سپرده سهام؛ جذب غیر مسـتقیم سـرمایه خارجی" نوشته محمد توحیدی، میثم حامدی و میثم دعایی و " گواهی سپرده سهام" نوشـته محمـد توحیـدی و محمد جواد پاک‌نیت.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2024-10-12]

دارایی، قرارداد شرعی پایه می‌تواند مبتنی بر فروش، مبتنی بر اجاره، مبتنی بر مشارکت یا مبتنی بر عاملیت باشد.

با نگاهی به مبناها و معیارهای مختلف در تقسیم بندی صکوک، هم پوشانی‌هایی میان طبقه-بندی‌های مختلف وجود دارد. برای مثال صکوک مبتنی بر بدهی در حقیقت همان صکوک مبتنی بر فروش است. قراردادهای مرابحه، سلف، خرید دین و سفارش ساخت در ماهیت بدهی محسوب می شوند. همچنین برای صکوک مبتنی بر دارایی و با پشتوانه دارایی، قرارداد شرعی پایه می تواند مبتنی بر فروش، مبتنی بر اجاره، مبتنی بر مشارکت یا مبتنی بر عاملیت باشد.

بر اساس طبقه‌بندی های مختلف صکوک و تحلیل وضعیت بازار جهانی آن، نکات زیر در مورد بازار صکوک ایران قابل ذکر است:

۱) از منظر سررسید

تا کنون صکوک‌های منتشره در ایران دارای سررسیدهای کوتاه‌مدت تا میان مدت بوده و موارد زیر جزء اقداماتی است که لازم است در دستور کار متولیان بازار صکوک ایران قرار گیرد:

- لزوم طراحی ساختارهای متنوع صکوک کوتاه‌مدت با هدف مدیریت نقدینگی دولت، نهادهای مالی و ...
- لزوم طراحی صکوک بدون سررسید با هدف کمک به نهادهای مالی مانند بانک‌ها جهت تطبیق با الزامات بازل ۳
- لزوم طراحی صکوک با سررسید بلند مدت تا سی سال برای دولت، شرکت‌ها و نهادهای مالی

۲) از منظر داخلی یا بین‌المللی بودن

تا کنون ایران تجربه انتشار تنها یک مورد صکوک مشارکت ارزی را در سال ۱۳۸۹ از طریق سیستم بانکی دارد که شرکت نفت و گاز پارس از منابع حاصل از انتشار این نوع صکوک به منظور تأمین مالی فازهای باقیمانده میدان گازی مشترک پارس جنوبی استفاده نمود. این در حالی است که آمارهای صکوک منتشره بین المللی نشان از استقبال چشم‌گیر کشورهای اسلامی و غیر اسلامی از این ظرفیت است. حضور ایران در بازارهای بین المللی مستلزم فراهم کردن زیرساختهای لازم از جمله راه اندازی مؤسسه‌های رتبه‌بندی، تسهیل سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، استانداردسازی گزارش های مالی، فراهم نمودن امکان تسویه بین المللی و ... است. خاطرنشان می‌شود ساختارهای جذاب برای انتشار اوراق بین المللی الگوهای وکالت، اجاره، مرابحه، اجاره و مضاربه است. اوراق

[Downloaded from mieaoi.ir on 2024-10-12]

وکالت تنها اوراقی است که تا کنون در دستور جلسه کمیته فقهی قرار نگرفته است که با توجه به انعطاف پذیری بالای این اوراق، در چند سال اخیر بسیار مورد توجه کشورهای مختلف اسلامی و غیر اسلامی واقع شده است.

۳) از منظر نوع ناشر

ورود دولت و نهادهای شبه دولتی به بازار صکوک طی چند سال اخیر با طراحی‌های صورت گرفته به ویژه طراحی و معرفی اسناد خزانه اسلامی رو به رشد بوده است که آمارهای ذکر شده نیز گویای این مطلب است. تجربه دنیا نشان می‌دهد که دولت‌ها و نهادهای شبه دولتی از ساختارهای مختلف و متنوعی برای تأمین مالی و نقدینگی خود استفاده می‌کنند؛ بنابراین لازم است اول، ساختارهای متنوعی برای انتشار اوراق دولتی جهت تأمین نیازهای مختلف دولت طراحی شود. در وضعیت فعلی صرفاً از اوراق مشارکت، اسناد خزانه اسلامی و همچنین اوراق اجاره و مرابحه استفاده شده است. دوم، از سال ۲۰۱۰ تا ۲۰۱۶ دولت‌ها و نهادهای شبه دولتی دارای سهم بازار بیش از ۶۰ درصدی در بازار بین‌المللی صکوک هستند که این آمار نشان از تمایل دولت‌ها برای ورود به بازار بین‌المللی است و دولت ایران لازم است اهتمام جدی برای بهره‌گیری از این فرصت بی نظیر را به کار گیرد.

۴) از منظر با پشتوانه دارایی یا مبتنی بر دارایی

همان‌طور که اشاره شد غالب ساختارهای صکوک بین‌المللی منتشره، از نوع مبتنی بر دارایی است که به قوانین و مقررات بین‌المللی مرتبط با اوراق قرضه نزدیک‌تر است. هر چند صکوک با پشتوانه دارایی به اصول شریعت اسلام نزدیک‌تر است، اما ساختار آن برای ناشران به اندازه کافی مطلوب نیست که دلیل آن هزینه‌های معاملاتی بالا، چالش‌های قانونی و مقرراتی، فقدان طبقات دارایی مناسب و همچنین فقدان پرسنل آموزش دیده و ماهر در ساختاربندی صکوک با پشتوانه دارایی است. همچنین در برخی کشورها، محدودیت‌هایی در مالکیت خارجی روی دارایی‌های خاصی وجود دارد که امکان انتقال دارایی پایه به SPV فراساحل و سرمایه‌گذار خارجی را دشوار می‌کند. بنابراین، صکوک مبتنی بر دارایی _ هر چند که برخی مسائل و چالش‌های شرعی را ایجاد می کند_ بخاطر آشنایی سرمایه‌گذاران با ساختار آن و سادگیش، بیشتر مورد توجه ناشران خارجی است. در صورت ورود به بازارهای بین المللی و با توجه به جذابیت ساختار اوراق مبتنی بر دارایی در بازارهای بین المللی، ایران لازم است رویکرد شرعی خود را نسبت به اوراق با پشتوانه دارایی که منجر به فروش واقعی[1] نمی‌شود، مشخص نماید.

1. True Sale

[Downloaded from mieaoi.ir on 2024-10-12]

۵) از منظر میزان استفاده از اعتبارافزاها

در ایران تا کنون با توجه به فقدان مؤسسه‌های رتبه‌بندی، در تمام ساختارهای صکوک از ضمانت شخص ثالث استفاده شده است که رکن ضامن به نوعی ضمانت اصل و سود اوراق را (به فراخور نوع صکوک)[۱] تقبل می‌کند. بنابراین تمام صکوک‌های منتشره در ایران از نوع صکوک با سازوکارهای اعتباری ناقص محسوب می‌شود. مطالعه تجربه انتشار صکوک در سایر کشورها نشان می‌دهد که وجود تنوع در استفاده از اعتبارافزاها بسته به نوع ساختار صکوک و شرایط پیرامون، امری ضروری بوده و لازم است زیرساخت‌های لازم برای استفاده از اعتبارافزاهای مختلف فراهم شود. همچنین لازم است برای ایجاد تنوع در ویژگی‌های ریسک و بازدهی اوراق و متناسب با ماهیت برخی عقود اسلامی، صکوکی طراحی شوند که ضمانت شخص ثالث نداشته و مبنای پرداخت اصل و سود، صرفاً مجموعه دارایی‌های پایه باشد و رتبه‌بندی این نوع اوراق بر اساس توانایی و قابلیت دارایی‌های پایه برای ایجاد جریانات نقدی صورت پذیرد.

۶) از منظر ماهیت سود و بازدهی

تجربه عملی انتشار صکوک در ایران بیانگر آن است که در غالب ساختارهای صکوک منتشره، ماهیت سود و بازدهی ثابت بوده است، حتی در اوراق مبتنی بر سود انتظاری مانند اوراق مشارکت _که سود آن باید مبتنی بر ارزش افزوده پروژه باشد و از قبل قابل تعیین نیست_ نیز تجربه عملیاتی ایران نشان‌دهنده این است که سود علی الحساب در بیشتر موارد مبنای تسویه اوراق قرار گرفته و به نوعی به عنوان اوراق با درآمد ثابت در نظر گرفته شده‌اند. با توجه به وجود سرمایه‌گذاران با شرایط و ویژگی‌های ریسک‌پذیری و ریسک‌گریزی مختلف، لازم است اوراق متنوعی هم با درآمد ثابت و هم با درآمد انتظاری طراحی شود و برای سازگاری اوراق با سود انتظاری با موازین شریعت لازم است بصورت واقعی ارزش افزوده پروژه محاسبه شده و مبنای تسویه اوراق قرار گیرد.

---

۱. در صکوک مبتنی بر درآمد ثابت، ضامن، سود و اصل اوراق را تضمین می‌کند ولی در اوراق مبتنی بر درآمد انتظاری، ضامن اصل اوراق را تضمین کرده و تعهدش در مورد سود اوراق به اندازه‌ای است که محقق شده باشد.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2024-10-12]

منابع

۱. پیرایش، رضا و زهرا باقری (۱۳۹۴)، بررسی به کارگیری ابزارهای تامین مالی اسلامی (صکوک) در ایران، کنفرانس ملی هزاره سوم و علوم انسانی، شیراز، مرکز توسعه آموزش‌های نوین ایران (متانا)، صص ۳-۷

۲. توحیدی، محمد (۱۳۹۶)، تحلیلی بر صکوک با پشتوانه دارایی و صکوک مبتنی بر دارایی، مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار، صص ۶-۱۱

۳. توحیدی، محمد (۱۳۹۲)، سازوکارهای ارتقای رتبه اعتباری اوراق بهادار در تأمین مالی ساختاریافته، مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار، کد پژوهش: ۲۰۱۳-۲۷-۹۲، صص ۹-۱۲

۴. توحیدی، محمد، کاوند، مجتبی و اعتصامی، امیرحسین (۱۳۹۳)، طبقه‌بندی اوراق بهادار اسلامی (صکوک)، مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار، صص ۱-۷

۵. سازمان بورس و اوراق بهادار، دستورالعمل انتشار اوراق اجاره

۶. سازمان بورس و اوراق بهادار، دستورالعمل انتشار اوراق خرید دین

۷. سازمان بورس و اوراق بهادار، دستورالعمل انتشار اوراق سفارش ساخت

۸. سازمان بورس و اوراق بهادار، دستورالعمل انتشار اوراق مرابحه

۹. سازمان بورس و اوراق بهادار، دستورالعمل انتشار اوراق مضاربه

۱۰. سازمان بورس و اوراق بهادار، دستورالعمل انتشار اوراق منفعت

۱۱. شعبانی، احمد و وهاب قلیچ (۱۳۹۰)، قابلیت اوراق بهادار اسلامی در مهار تورم به عنوان ابزار سیاستی، نشریه اقتصاد اسلامی، دوره ۱۱، شماره ۴۳، صص ۱۰-۱۳

۱۲. طالبی، محمد و امیر محمد رحیمی (۱۳۹۱)، شناسایی، طبقه‌بندی و اولویت‌بندی ریسک‌های مربوط به اوراق بهادار اجاره (صکوک اجاره)، جستارهای اقتصادی ایران، دوره ۹، شماره ۱۸، ص۲

۱۳. کاوند، مجتبی (۱۳۹۶)، طبقه‌بندی اوراق بهادار اسلامی (صکوک)، مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار

۱۴. مجلس شورای اسلامی (۱۳۷۶)، قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت

۱۵. مزینی، ا و قربانی، س و صلح‌خواه، ن (۱۳۹۳)، طراحی الگوی عملیاتی تامین مالی بخش صادرات با استفاده از صکوک در اقتصاد ایران، فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی (رشد و توسعه پایدار)، سال چهاردهم (۲)، صص ۲۰۵-۲۲۳

[Downloaded from mieaoi.ir on 2024-10-12]

۱۶.موسویان، سید عباس (۱۳۸۶)، ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)، تهـران: پژوهشـگاه فرهنـگ و اندیشه اسلامی، چاپ ششم

۱۷.موسویان، سید عباس (۱۳۹۲)، بازار سرمایه اسلامی، قم: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی

1. AAOIFI. (2008). Accounting and Auiting Organization for Islamic Financial Institutions's Shari'a Standards. Bahrain: AAOIFI
2. Al-Amine, Muhammad al- Bashir Muhammad (2012). Global sukuk and Islamic securitization market: Financial engineering and product innovation. Brill's Arab and Islamic Laws v.6. Leiden, Boston: Brill
3. Dwight Asset Management Company (2005), Fixed Income Sectors: Asset-Backed Securities A primer on asset-backed securities.
4. Fabozzi, Frank J. Kothari, Vinod (2008), Introduction to Securitization, John Wiley & Sons, Inc.
5. IIFM (2016), IIFM Sukuk Report (6th Edition) , International Islamic Financial Market.
6. IIFM (2016), IIFM Sukuk Report (5th Edition) A Comprehensive study of the Global Sukuk Market, International Islamic Financial Market
7. ISRA & SC (2017), Sukuk: Principles & Practices, International Shariah Research Academy for Islamic Finance.
8. Kamil, W. A. (2008). Introduction to Sukuk. In R. Ratings, Malaysian Sukuk Market Handbook - Your Guide to the Malaysian Islamic Capital Market, (pp. 21-49). Kuala Lumpur: RAM Rating.
9. Lotter, Philipp; Howladar, Khalid; . (2007). Understanding Moody's Approach to Unsecured Corporate Sukuk. Dubai: Moody's Investors Service.
10. Mensah, Samira & Pruvost, Paul-Henri (2007), Standard & Poor's Approach to Rating Sukuk
11. Mohamad Mokhtar, S., Rahman, S., Kamal, H., & Thomas, A. (2009). Sukuk and the Capital Markets, In S. C. Malaysia, Sukuk: Islamic Capital Market Series (pp.17-38). Kuala Lumpur: Sweet & Maxwell Asia.
12. Mohd Noor, L. (2008). Sukuk Rating - General Approach, Criteria and Methodology. In R. Ratings, Malaysian Sukuk Market Handbook - Your Guide to the Malaysian Islamic Capital Market (pp .147 -161). Kuala Lumpur: RAM Ratings.
13. Tariq, Ali Arsalan, & Dar, Humayon (2007). Risks of sukuk structures: Implications for resource mobilization. Thunderbird International Business Review, 49 (2), 202-223. Doi:10/1002/Tie.2014.
14. Wajdi Dusuki, A; Mokhtar, S; (2010), *Critical Appraisal of Shariah Issues on Ownership in Asset-Based Sukuk as Implemented in the Islamic Debt* Market, Research Paper, International Shari'ah Research Academy for Islamic Finance (ISRA).

[Downloaded from mieaoi.ir on 2024-10-12]