

چکیده

بازارهای بدهی جزء لاینفک بخش مالی هستند. طبق احکام اسلامی، مطالبه و پرداخت بهره حرام است. بنابراین در کشورهایی که بخش عمده‌ای از جمعیت آن‌ها را مسلمانان تشکیل می‌دهند بازارهای بدهی کلاسیک (مبتنی بر بهره) نمی‌تواند پاسخ‌گوی نیازهای مالی مسلمانان باشد. در نتیجه در چند سال اخیر توسط شرکت‌ها و دولت‌ها، اوراقی مطابق با احکام اسلامی طراحی و منتشر شده به صکوک معروف و در سال‌های اخیر رشد چشمگیری داشته است. صکوک در واقع یکی از ساختارهای تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار به‌شمار می‌رود. دارندگان صکوک هرکدام گواهی یک مالکیت مشاع با اعتبار دارایی را نگهداری می‌کنند. این دارایی‌های غیرنقدی، می‌توانند حق استفاده از خدمات یا ترکیبی از آن باشند. سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی ۱۴ نوع صکوک سرمایه‌گذاری را معرفی کرده‌است.

در این مقاله ابتدا به مفاهیم تئوریک صکوک پرداخته و سپس به نقش و جایگاه بانک‌ها در انتشار اوراق بهادار صکوک اشاره و در پایان طریقه انتشار این اوراق در ایران و مشکلات پیش‌روی انتشار آن بررسی شده است.

کلمات کلیدی: صکوک، تأمین مالی اسلامی، اوراق قرضه اسلامی.

۱- مقدمه

در اکثر مناطق جهان، دولت‌ها، سازمان‌ها، شرکت‌ها و نهادها جهت تأمین مالی خود از ابزاری به نام اوراق قرضه یا اوراق بهادار با درآمد ثابت استفاده می‌کنند. این اوراق که یکی از ابزارهای اصلی در بازار سرمایه کشورهای غربی است سبب می‌شود دسترسی صاحبان صنایع به صاحبان ثروت و سرمایه‌گذاران سریع‌تر صورت پذیرد. فروشنده این اوراق که بر مبنای ترانزنامه شرکت‌ها تنظیم می‌شود و اساس آن بر پایه بدهی است به خریداران خود طی یک دوره زمانی ثابت، بهره و در سررسید، اصل پول را پرداخت می‌کند، که این مسأله در شرع اسلام عین ریاست و غیرمجاز شناخته می‌شود. به همین دلیل در کشورهای اسلامی و سایر مناطقی که اکثر جمعیت آن‌ها را مسلمانان تشکیل می‌دهند نیاز به جانشینی یک بازار بدهی اسلامی به جای بازارهای بدهی کلاسیک (مبتنی بر بهره) به شدت احساس می‌شد.

ایده انتشار اوراق "صکوک" برای نخستین بار توسط "منذر قحف"^۱ جهت استفاده از اوراق اجاره دارایی برای پوشش شکاف بودجه در سال ۱۹۹۷ مطرح شد. "احمد" و "خان" نیز در همین سال در کتاب خود با عنوان "ابزارهای مالی اسلامی برای تجهیز منابع بخش دولتی" طراحی و انتشار اوراق صکوک توسط دولت‌ها را پیشنهاد کردند.^۲

بانک مرکزی بحرین، نخستین بانکی بود که در سال ۲۰۰۱ به انتشار اوراق قرضه اسلامی صکوک دست زد، به دنبال بحرین، قطر نیز به انتشار ۷۰۰ میلیون دلار اوراق قرضه بین‌المللی روی آورد. مؤسسه آلمانی ساکسونی آنهالت^۴ نخستین بنگاه غیراسلامی بود که در سال ۲۰۰۴ به بازار جهانی اعتبارات اسلامی گام گذاشت و یکصد میلیون دلار اوراق قرضه اسلامی منتشر کرد. صکوک در واقع یکی از ساختارهای تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار^۵ به شمار می‌رود. که این فرآیند تبدیل، اولین بار در دهه ۱۹۸۰ به عنوان یک نوآوری مالی در آمریکا ظهور کرد.^۶ در سال‌های اخیر انتشار اوراق صکوک رشد چشمگیری داشته و تا پایان سال ۲۰۰۶ میزان ۵۰ میلیارد دلار اوراق صکوک منتشر شده است. در کشور ما مطالعات متعددی در خصوص اوراق صکوک و نحوه انتشار آن صورت گرفته است.

^۱ Sukuk

^۲ Monzer Kahaf

^۳ نجفی، مهدی، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، "تأمین مالی از طریق تبدیل اموال عینی به اوراق بهادار: مطالعه فقهی-اقتصادی صکوک"، دانشگاه امام صادق(ع)، تابستان ۱۳۸۵.

^۴ Saxony-Anhalt

^۵ Securitization

^۶ عبده تبریزی، حسین، "تبدیل به اوراق بهادار کردن"، بهمن ماه ۱۳۷۹، تهران.

در این مقاله ابتدا با اشاره به مفاهیم صکوک، به‌طور اجمالی به بررسی انواع آن پرداخته و سپس چند مورد صکوک منتشر شده تشریح می‌شود در ادامه صکوک اجاره که محبوب‌ترین نوع صکوک در میان سرمایه‌گذاران است و همچنین ریسک‌های پیش روی اوراق صکوک بررسی می‌شود و در نهایت نحوه اجرایی نمودن آن در کشور، و نقش بانک‌ها در این مسأله و مشکلات و چالش‌های پیش‌روی آن مورد بررسی قرار می‌گیرد.

۲- مفاهیم صکوک

۲-۱- تعریف صکوک

صکوک (جمع صک) یک واژه عربی است که به معنای "گواهی یا سند" معنی می‌دهد. سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی^۱ صکوک را این‌گونه تعریف کرده است: "صکوک، گواهی‌هایی با ارزش اسمی یکسان است که پس از اتمام عملیات پذیره‌نویسی بیانگر پرداخت مبلغ اسمی مندرج در آن توسط خریدار به ناشر می‌باشد و دارنده آن مالک یک یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها، منافع حاصل از دارایی و یا ذینفع یک پروژه یا یک فعالیت سرمایه‌گذاری خاص می‌شود"^۲. صکوک بیان‌کننده یک سهم در مالکیت دارایی‌های در دسترس جهت سرمایه‌گذاری است. این دارایی‌های غیرنقدی، می‌تواند حق استفاده از خدمات یا ترکیبی از آن باشد. وجه تمایز صکوک با اوراق قرضه متعارف (ربوی) این است که اوراق قرضه متعارف با پشتوانه یکسری بدهی‌های مالی دارای سود ثابت، منتشر می‌شود در حالی که انتشار صکوک به پشتوانه یک دارایی عینی است. از این‌رو انتشار صکوک در یک جامعه مالی اسلامی قابل اجراست. اوراق صکوک به‌صورت کوتاه مدت، میان مدت و بلندمدت و مطابق با اصول شرعی منتشر می‌شود. سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی ۱۴ نوع صکوک سرمایه‌گذاری را معرفی می‌کند، که عبارتند از: ۱- صکوک اجاره ۲- صکوک مالکیت دارایی که در آینده ساخته می‌شود ۳- صکوک مالکیت منافع دارایی موجود ۴- صکوک مالکیت منافع دارایی که در آینده ساخته می‌شود ۵- صکوک سلم (سلف) ۶- صکوک استصناع ۷- صکوک مرابحه ۸- صکوک مشارکت ۹- صکوک مضاربه ۱۰- صکوک نماینده سرمایه‌گذاری ۱۱- صکوک مزارعه ۱۲- صکوک مساقات ۱۳- صکوک مقارضه ۱۴- صکوک حق الامتیاز.

^۱ Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions.

^۲ نجفی، مهدی، "بررسی فرآیند تأمین مالی از طریق انتشار اوراق صکوک"، ماهنامه بورس، شماره ۵۳، مرداد ۱۳۸۵، ص ۳۷.

در ادامه برخی از معمول‌ترین اوراق صکوک شرح داده می‌شود.

۲-۲- شرح برخی از اوراق صکوک

۲-۲-۱- صکوک سلم (سلف)

سلم یک نوع فروش است که به‌موجب آن فروشنده عرضه یک کالای خاص را به خریدار در آینده تعهد می‌کند و خریدار بهای آن کالا را تماماً پیشاپیش پرداخت می‌کند. در اینجا بهای کالا نقداً (آنی) پرداخت می‌شود، اما عرضه کالای خریداری شده، برای مدت مشخصی به تعویق می‌افتد. سلم به‌عنوان ابزاری جهت مدیریت نقدینگی برای بانک‌های اسلامی معرفی شده است و جهت فرصت‌های سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت مورد استفاده قرار می‌گیرد. در برخی از کشورهای اسلامی نیز سلم به‌عنوان جایگزینی برای اسناد خزانه متعارف استفاده می‌شود. ناشر اوراق سلم، فروشنده کالا است و سرمایه‌گذاران (شرکا)، خریداران اوراق سلم می‌باشند. دارندگان صکوک سلم، مالکان کالای سلم بوده و مستحق دریافت بهای فروش کالا پس از دریافت آن هستند.

بنابراین با انتشار اوراق سلم، شرکت می‌تواند 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 می‌توان یک ابزار سرمایه‌گذاری به‌شمار آورد.

یکی از ویژگی‌های مهم ابزارهای سرمایه‌گذاری قابلیت نقدشوندگی آن است. اگر یک ابزار مالی در بازار قابل معامله نباشد و به‌عبارت دیگر قابلیت نقدشوندگی نداشته باشد گزینه چندان مناسبی برای سرمایه‌گذاری به‌شمار نمی‌رود. اوراق سلم به‌دلیل آن‌که متضمن یک دارایی است که بر پایه بدهی ایجاد شده است و مبادله آن بر اساس موازین شرعی غیرمجاز است، لذا قابلیت معامله در بازار ثانویه را ندارد. شخصی که اقدام به خرید اوراق سلم می‌کند انتظار دارد که قیمت کالای موردنظر در تاریخ سررسید افزایش یابد. حال اگر قبل از تاریخ سررسید انتظار وی از قیمت کالا تغییر کند و تصمیم به فروش ورقه سلم خود بگیرد به‌دلیل موارد ذکر شده امکان معامله آن وجود ندارد. برای حل این مشکل در نمونه‌ای از اوراق اسلامی سلم که در مالزی منتشر گردید با استفاده از تبصره‌ای، ریسک ناشی از کاهش احتمالی بهای کالا در سررسید پوشش داده شد. این اوراق اسلامی، اوراق قرضه اسلامی "معیار" نامیده شده و برخلاف سایر

انواع اوراق قرضه، با هدف جمع‌آوری وجوه برای تأمین مالی یک فرآیند خاص طراحی و منتشر نمی‌شود. هدف اصلی اوراق قرضه اسلامی معیار این است که یک ملاک و سنجش برای انتشار و قیمت‌گذاری اوراق قرضه شرکت‌ها باشد. در طراحی این اوراق از اصل مرابحه استفاده می‌شود، زیرا اصل مرابحه با ویژگی‌های این اوراق سازگار است.

در این زمینه، مؤسسه خزانه مالی برهاد (KNB)^۱ اجرای فرآیند انتشار اوراق معیار را برعهده دارد. این مؤسسه یک مؤسسه دولتی در مالزی جهت مدیریت دارایی‌های دولت مالزی است و از طریق انتشار اوراق معیار، یکسری از دارایی‌های مورد تأیید شرعی را به صورت نقدی به سرمایه‌گذاران می‌فروشد و سپس همان دارایی‌ها را با قیمت بالاتر و با تاریخ پرداخت معین در آینده خریداری می‌کند. نکته جالب توجه این است که در این اوراق، قیمت بازخرید دارایی توسط KNB از طریق عقد مرابحه از قبل مشخص است اما قیمت فروش آن (قیمت خرید برای سرمایه‌گذاران) توسط عرضه و تقاضای بازار تعیین می‌شود.

۲-۲-۲- اوراق استصناع^۲

استصناع نوع دیگری از فروش است که کالا قبل از آن که وجود داشته باشد معامله می‌شود. بدین معنی که تولیدکننده طبق سفارش خریدار اقدام به تولید یک کالای خاص می‌کند که تولیدکننده از مواد اولیه خودش جهت ساخت کالای موردنظر استفاده می‌کند. برای اعتبار عقد استصناع، ضروری است که قیمت و مشخصات کالا کاملاً بین طرفین از قبل مشخص باشد^۳. در استصناع ضرورتی ندارد که قیمت پیشاپیش پرداخت شود و با توافق طرفین ممکن است تا هر زمانی به تعویق بیفتد.

روش کار به این صورت است که یک شرکت برای تولید یک محصول جدید به یک خط تولید نیاز دارد ولی در حال حاضر نقدینگی لازم برای ساخت این خط تولید را در اختیار ندارد. این شرکت از یک نهاد مالی درخواست کمک مالی می‌کند. این نهاد مالی از طریق یک قرارداد استصناع، متعهد می‌شود خط تولید را ساخته و تحویل شرکت دهد و در مقابل، هزینه مربوطه را به صورت اقساط دریافت کند. در واقع نهاد تأمین‌کننده مالی در نقش یک پیمانکار ساخت خط تولید عمل می‌کند. سپس عقد یک قرارداد استصناع دیگر، که به استصناع موازی معروف است ساخت خط تولید را به یک پیمانکار سپرده و وجوه نقد را به پیمانکار می‌دهد تا برای

^۱ Khazaneh Nasional Berhad

^۲ Istisna Sukuk

^۳ An Introduction to Islamic Finance, M Tagi Usmani, P.195.

عملیات ساخت خط تولید، نقدینگی کافی 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 هزینه پرداخت شده به پیمانکار متخصص و یک مبلغ اضافی است. 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.

حال باید دید که آیا نهاد مالی می‌تواند به پشتوانه اقساطی که در آینده دریافت می‌کند اوراق استصناع منتشر کرده و آن را در بازار بفروشد؟ در پاسخ باید گفت از آنجا که این اقساط در واقع بدهی شرکت به نهاد تأمین مالی به‌شمار می‌رود، لذا باید فقط به قیمت اسمی آن فروخته شود زیرا در غیراین صورت ربا به‌وجود می‌آید. 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 و به صورت نقدی خریداری کند و در تاریخ سررسید معادل ارزش اسمی آن را دریافت کند.

۳-۲-۲- صکوک مرابحه^۱

مرابحه یک نوع خاص از فروش است که کالاها براساس قیمت تجاری به‌علاوه سود معینی فروخته می‌شود. این نوع فروش به‌عنوان یک روش تأمین مالی شناخته شده است. مرابحه، خرید یک دارایی توسط بانک از طرف یک مشتری (موکل) و فروش دوباره آن براساس پرداخت مدت‌دار در آینده است. بدین ترتیب سرمایه‌گذار متوسط سود و هزینه‌اش را برای مشتری روشن می‌سازد. صکوک مرابحه گواهی‌هایی با ارزش برابر هستند که با هدف تأمین مالی خرید کالاها از طریق مرابحه منتشر می‌شود بنابراین دارندگان این اوراق مالکان کالای مرابحه و مستحق دریافت بهای فروش این اوراق هستند.

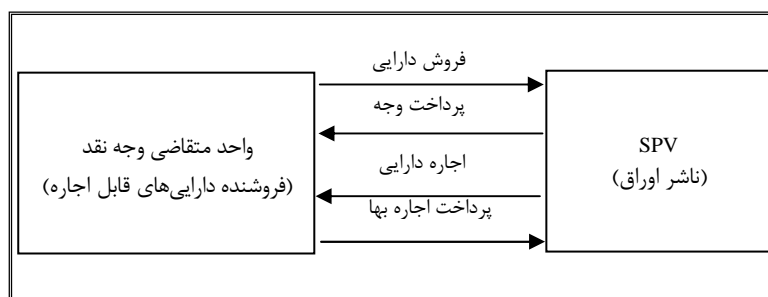
مرابحه یک معامله است و نمی‌توان اوراق صکوک مرابحه را در بازار ثانویه به فروش رساند. صکوک مرابحه بیان‌کننده یک بدهی پولی قابل دریافت از مشتری در شکل قیمت مرابحه است که براساس قواعد شرعی، غیرقابل انتقال است. زیرا انتقال صکوک به شخص ثالث به معنی انتقال پول است و پول تنها می‌تواند در مقابل ارزش اسمی خود معاوضه شود. این مسأله ایجاد بازار ثانویه برای صکوک مرابحه را محدود می‌کند. هر چند مبادله اسناد مرابحه پس از خرید کالای مرابحه و قبل از فروش آن به خریدار مجاز است.

^۱ Murabaha

۴-۲-۲- صکوک اجاره

صکوک اجاره در بین سرمایه‌گذاران مسلمان محبوبیت زیادی به‌دست آورده است و در میان محصولات اسلامی، این نوع از صکوک یک محصول متمایز به‌شمار می‌رود. ناشران (نظیر دولت‌ها و شرکت‌ها) نیز صکوک اجاره را روش مناسبی برای تجهیز منابع می‌دانند. عقد اجاره عبارت از واگذاری حق استفاده از یک دارایی در مقابل دریافت اجاره بهای دوره‌ای می‌باشد. صکوک اجاره توان بالقوه خوبی برای انتشار اوراق صکوک از طریق تبدیل به اوراق بهادار نمودن دارایی‌ها دارد، که به سرمایه‌گذاران کمک فراوانی می‌کند.

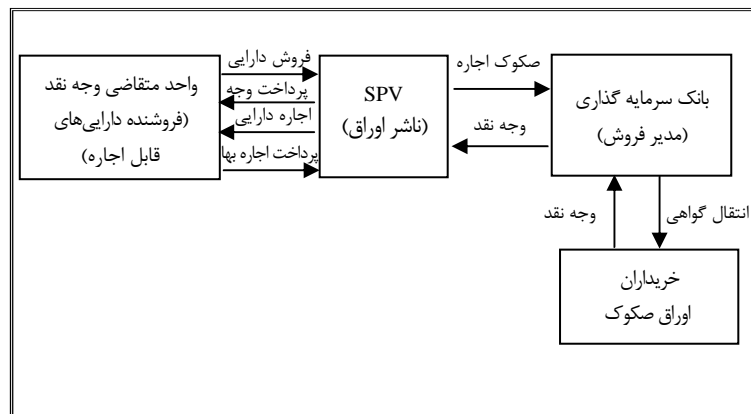
طریقه انتشار این اوراق به این صورت است که شرکت یا نهادی^۱ جهت انجام یک پروژه توسعه‌ای یا ایجاد مشخص، نیاز به وجه نقد دارد و برای این منظور ضمن تأسیس شرکت ویژه (SPV)^۲ یکسری از دارایی‌های خود را که در این پروژه مورد استفاده قرار می‌گیرد و برای اجاره مناسب هستند، شناسایی و انتخاب می‌کند. شرکت تأسیس شده از لحاظ قانونی دارای یک شخصیت کاملاً مستقل بوده و صرفاً برای انتشار اوراق صکوک پروژه تعریف شده ایجاد می‌شود. واحد متقاضی وجه نقد دارایی‌های منتخب را به‌صورت یک پرتفوی به شرکت ویژه می‌فروشد با این توافق که شرکت با هدف ویژه پس از خرید دارایی‌ها مجدداً آن‌ها را در قالب عقد اجاره در اختیار واحد متقاضی وجه نقد قرار دهد و در پایان مدت اجاره نیز با شرایط مشخص مجدداً به این واحد واگذار کند. مدت اجاره، مبلغ اجاره و نیز شرایط نهایی واگذاری مجدد با توافق طرفین تعیین می‌شود.



^۱ Originator

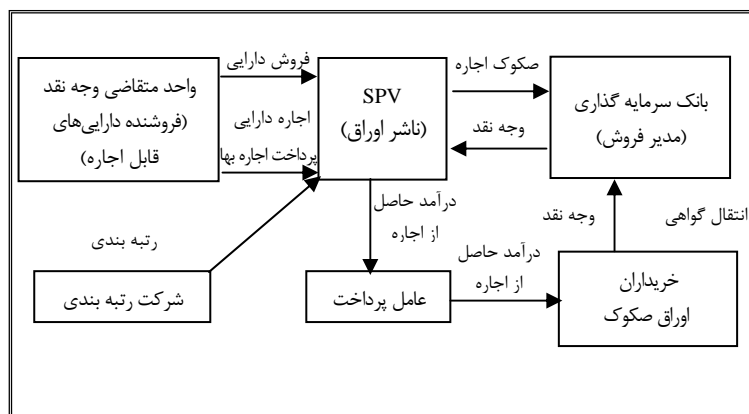
^۲ SPV= Special Purpose Vehicle (شرکت برای موضوع خاص)

در مرحله بعد شرکت ویژه از طریق انتشار اوراق صکوک، دارایی‌های خود را به اوراق بهادار تبدیل می‌کند. اوراق صکوک دارای ارزش مساوی هستند و هر یک بیان‌گر مالکیت مشاع قسمتی از دارایی‌های مورد اجاره می‌باشند. به عبارتی خریداران اوراق صکوک به نسبت میزان ارزش اوراق خود در مالکیت آن دارایی سهیم می‌شوند. جهت پذیره‌نویسی اوراق صکوک یک بانک سرمایه‌گذار با ویژه مشارکت می‌کند. وظیفه این بانک انجام مشاوره و مهندسی مالی اوراق صکوک و نیز پذیره نویسی و ارایه آن در بورس است.



واحد متقاضی وجه نقد، طی عقد جداگانه‌ای دارایی‌ها را از شرکت ویژه اجاره کرده و به‌موجب قرارداد اجاره باید مبلغ اجاره‌بها را طبق شرایطی که در قرارداد ذکر شده در اختیار شرکت ویژه قرار دهد. این شرکت نیز باید اجاره‌بها را بین دارندگان صکوک تقسیم کند. فرآیند دریافت و پرداخت وجوه معمولاً توسط یک مؤسسه امین (عامل پرداخت)^۱ انجام می‌شود. چنان‌چه عرضه اوراق صکوک به‌صورت بین‌المللی باشد، بهتر است یک مؤسسه رتبه‌بندی بین‌المللی شرکت ویژه را رتبه‌بندی کند تا اعتبار این اوراق افزایش یابد.

¹ Trustee



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.

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. اگر ارزش بازاری دارایی‌های مذکور بیش از مبلغ اسمی مندرج در اوراق صکوک باشد آن‌گاه دارندگان صکوک پس از اتمام مدت اجاره با فروش دارایی‌ها، سود سرمایه‌ای به دست می‌آورند و در غیر این صورت با زیان سرمایه‌ای مواجه می‌شوند. بنابراین در حالی که درآمد حاصل از اوراق صکوک نسبتاً پایدار و دارای مخاطره اندکی است، اما خود اوراق می‌توانند با ریسک کاهش قیمت مواجه شوند. به‌طور طبیعی این موضوع می‌تواند انگیزه سرمایه‌گذاران برای خرید صکوک را کاهش دهد. به‌همین دلیل معمولاً همراه با اوراق صکوک یک اختیار فروش^۱ نیز در اختیار سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرد تا در صورت تمایل بتوانند دارایی‌های مربوطه را در زمان انقضای قرارداد اجاره، به قیمت اسمی به واحد متقاضی وجه نقد بفروشند.

اکثر صکوک‌هایی که تا کنون منتشر شده صکوک اجاره بوده است. عقد اجاره باید از عقد خرید و فروش اولیه مستقل باشد و این دو نباید مشروط به یکدیگر باشند. یعنی بانی و شرکت ویژه نباید با این شرط دارایی را خرید و فروش کنند که پس از عقد بیع، شرکت ویژه دارایی را

¹ Put Option

مجدداً به بانی اجاره دهد. چنین شرطی جایز نیست. اما طرفین می‌توانند با امضای یک یادداشت تفاهم غیر قراردادی به این توافق دست یابند.

۲-۳- نمونه‌هایی از صکوک منتشر شده در جهان

انتشار اوراق صکوک ابتدا در بحرین با انتشار اوراق سلم و اجاره با نرخ ثابت به صورت دولتی آغاز شد. به دنبال آن با انتشار صکوک اجاره با نرخ شناور به اضافه مجموعه‌ای از صکوک به وسیله ناشران شرکتی و دولتی انتشار این اوراق در دیگر کشورها نیز پیگیری شد. این اوراق صکوک بر پایه سلم، اجاره، استصناع، استصناع به همراه اجاره و به عنوان سببی از اوراق بهادار مشترک بود. در ادامه به برخی از نمونه‌های صکوک منتشر شده در جهان اشاره می‌شود.

۲-۳-۱- صکوک جهانی قطر

صکوک جهانی قطر (QSC) به صورت یک شرکت ویژه توسط دولت قطر، بانک اسلامی بین‌المللی قطر (QIIB) و بانک HSBC در اکتبر ۲۰۰۳ به منظور انتشار اوراق صکوک جهت تأمین مالی احداث یک شهرک پزشکی تأسیس شد. دولت قطر ۷۰۰ میلیون دلار آمریکا اسناد بهادار (صکوک) منتشر کرد که سررسید آن تا سال ۲۰۱۰ می‌باشد. وجوه حاصل از این اوراق برای تأمین مالی پروژه احداث شهرک پزشکی حمد^۱ در شهر دوحه مورد استفاده قرار گرفت. دارندگان اوراق صکوک مذکور از سال ۲۰۰۳ تا ۲۰۱۰ در پروژه شهرک پزشکی مذکور ذینفع می‌باشند. روش کار به این صورت است که، شرکت ویژه زمین لازم برای احداث پروژه را از دولت خریداری می‌کند (در این پروژه دارایی قابل اجاره که مربوط به پروژه، مذکور زمین است) و از طریق انتشار اوراق صکوک، زمین را به سرمایه‌گذاران می‌فروشد. سود اوراق صکوک در روز نهم ماه‌های آوریل و اکتبر (هر شش ماه یکبار) به سرمایه‌گذاران پرداخت می‌شود. سود این اوراق متغیر است و از طریق زیر محاسبه می‌شود:

$$\text{سود} = \left(\frac{\text{تعداد روزها}}{۳۶۰} \right) \times (۷۰۰ \text{ میلیون دلار}) \times (۰.۰۴\% + \text{نرخ بهره لایبور}) = \text{نرخ سود}$$

شرکت ویژه به نمایندگی از طرف سرمایه‌گذاران (دارندگان اوراق صکوک) زمین خریداری شده را مجدداً در قالب عقد اجاره در اختیار دولت قطر قرار می‌دهد. طبق مفاد قرارداد اجاره‌ای که بین شرکت ویژه (موجر) و دولت قطر (مستأجر) منعقد می‌شود، پرداخت اجاره‌بها هر شش

^۱ Hamad Medical City

ماه یکبار (در ماه‌های آوریل و اکتبر) انجام و مبلغ اجاره نیز براساس نرخ لایبور و یک حاشیه ۴ درصدی تعیین می‌شود. به عبارت دیگر مبلغ اجاره دقیقاً به اندازه میزان سود پرداختی به دارندگان صکوک خواهد بود. مبالغ پرداختی توسط دولت قطر تضمین می‌شود. این اوراق توسط مؤسسه استاندارد اند و پورز (S&P) در رتبه A⁺ قرار گرفته و پیشنهاد شده که در دو بورس اوراق بهادار لوکزامبورگ و بورس مالی بین‌المللی لبوان مالزی عرضه شود.

۲-۳-۲- صکوک جهانی مالزی

صکوک جهانی مالزی، به عنوان یک شرکت ویژه منحصراً با هدف مشارکت در معاملات صکوک منتشر شده در لبوان مالزی برای تأمین مالی ۴ طرح که در ادامه نام برده شده، تأسیس شد. در سوم جولای سال ۲۰۰۲ دولت مالزی اقدام به انتشار گواهی امین به مبلغ ۶۰۰ میلیون دلار کرد که سررسید آن سال ۲۰۰۷ است. هر یک از این گواهی‌های امین بیان‌گر مالکیت مشاع دارایی‌های امین یعنی همان قطعات زمین است. وجوه حاصل از این اوراق جهت توسعه و ساخت چهار طرح به شرح زیر به کار رفت:

بیمارستان سلایانگ^۱، که یک بیمارستان دولتی بوده و به وسیله وزارت سلامت اجرا شد.

بیمارستان Tengku، نیز یک بیمارستان دولتی بوده و به وسیله وزارت سلامت اجرا شد.

یک اداره دولتی در جالان دوتا^۲

مجتمع اداری دولت جالان دوتا (شامل وزارت مالی، وزارت صنعت و تجارت بین‌المللی و

اداره امور مالیات‌های داخلی)

ساختار عمومی انتشار اوراق صکوک فوق همانند اوراق منتشر شده در قطر است. شرکت ویژه جهت خرید بخش‌هایی از زمین از دولت ایجاد می‌شود که آن‌ها به دولت اجاره داده می‌شوند و دولت هر شش ماه اجاره بهای آن را پرداخت می‌کند. این قرار داد از جنس صکوک اجاره می‌باشد. نرخ سود اوراق و همین‌طور نرخ اجاره زمین بر اساس نرخ لایبور به اضافه حاشیه ۹۵ درصد است، پس از خاتمه قرارداد و در سررسید آن دولت مالزی این اوراق را به قیمت اسمی بازخرید می‌کند.

این اوراق توسط مؤسسه خدمات سرمایه‌گذار مودیز^۳ با رتبه Baa2 و توسط مؤسسه استاندارد اندپورز با رتبه BBB رتبه‌بندی شده است.

^۱ Selayang

^۲ Jalan Duta

^۳ Moody's

مدیریت این انتشار با HSBC بود و عاملان آن بانک اسلامی ABC، بانک اسلامی ابوظبی، اسلام بانک، بانک اسلامی دویی، بانک توسعه اسلامی، بانک بین‌المللی May Bank و بانک استاندارد چارترد بوده است. همانند قطر این اوراق در بورس اوراق بهادار لوکزامبورگ و بورس مالی لبوان مبادله می‌شود.

۳-۳-۲- صکوک التقاطی؛ بانک توسعه اسلامی (IDB)

تجهیز منابع چالش پیش‌روی IDB بود که به‌منظور رویارویی با این چالش، IDB به‌صورت اورژانسی اوراق صکوک منتشر کرد. این اوراق در اوت ۲۰۰۳، به ارزش ۴۰۰ میلیون دلار با سررسید سال ۲۰۰۸ منتشر شد. هر صکوک بیان‌گر سود مشاع دارنده آن در دارایی‌های امین (دارایی‌های IDB که به امانت گذاشته شده) بود. دارایی‌های امین توسط یک مؤسسه امین نگهداری می‌شود. این مؤسسه امین فقط برای کمک به اجرای فرآیند انتشار صکوک تأسیس شد. دارندگان اوراق صکوک مستحق دریافت جریان‌های نقدی حاصل از دارایی‌های امین هستند. این دارایی‌ها از طریق قراردادهای اجاره، مرابحه و استصناع به‌وجود آمده‌اند که نرخ بازده آن ۳/۶۲۵ درصد است. اوراق قراردادهای مرابحه و استصناع در بازار ثانویه قابل معامله نیستند. زیرا آن‌ها سند بدهی هستند و معامله آن‌ها در حکم معامله پول است و طبق اصول شرعی، پول تنها می‌تواند با ارزش اسمی بدون پرداخت هیچ وجه اضافی مبادله شود. چنانچه مرابحه و استصناع قسمتی از یک پرتفوی باشند که بخش عمده آن (بیش از ۵۰ درصد) را دارایی عینی تشکیل دهد، آن‌گاه این پرتفوی در بازار ثانویه قابل مبادله است. صکوک منتشر شده توسط IDB سبدهی است که ۵۱ درصد از آن از صکوک اجاره تشکیل شده است بنابراین قابل مبادله در بازار ثانویه هستند.

۴-۲- ریسک‌های تحت ساختار صکوک

ریسک مربوط به این اوراق را به طرق مختلفی می‌توان دسته‌بندی کرد. طارق^۱ در تحقیق خود با همین عنوان یک دسته‌بندی کامل از مخاطره‌های مربوط به اوراق صکوک ارائه کرده است. مهم‌ترین ریسک‌هایی که دارندگان اوراق صکوک با آن مواجه هستند را می‌توان به صورت زیر بیان کرد:

¹ Tariq, Ali Arsalan, Managing Financial Risk of sukuk Structures, UK 2004

۱-۴-۲- ریسک بازار

ریسک بازار، ناشی از تغییرات جاری و آینده ارزش بازاری دارایی‌های خاص، نظیر ارزش بازاری دارایی‌های مشارکتی و تغییرات ارز است. دو نوع از ریسک‌های بازار شناسایی شده‌اند: ریسک عمومی (سیستماتیک) و ریسک ویژه بنگاه (حالت ویژه). ریسک‌های سیستماتیک به‌علت تغییر سیاست‌های اقتصادی و دولتی به‌وجود می‌آیند در حالی که ریسک ویژه بنگاه به واسطه عملکرد داخلی آن بنگاه و خارج از وابستگی به دنیای بیرون به‌وجود می‌آید. ریسک بازار از ریسک نرخ سود، ریسک نرخ ارز و ریسک اعتباری تشکیل شده است.

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

ب- ریسک نرخ ارز: ریسک نرخ ارز از نوسانات نامساعد نرخ ارز ناشی می‌شود. این ریسک به‌دلیل عرضه اوراق صکوک در بازارهای بین‌المللی بروز می‌کند. به‌عنوان مثال، در صورتی که IDB اوراق صکوک منتشر کند، همان‌طور که می‌دانیم واحد پول IDB دینار است، با توجه به این‌که ارزش اوراق صکوک به دلار آمریکا است در نتیجه یک عدم مطابقت نرخ ارز وجود دارد. هر افزایش دلار آمریکا در مقابل دینار، زیان ناشی از نرخ ارز را به‌دنبال خواهد آورد. (اگرچه اخیراً این ناهماهنگی به دلیل سقوط ارزش دلار برای IDB سود ایجاد کرده است) برای کاهش این ریسک می‌توان اوراق صکوک را براساس دو یا چند نرخ ارز بین‌المللی منتشر کرد. به‌طور مثال اگر یک میلیارد دلار اوراق را می‌خواهیم منتشر کنیم می‌توان ۴۰۰ میلیون دلار از آن را در نرخ دلار و ۶۰۰ میلیون دلار از آن را به یورو انتشار داد.

ج- ریسک اعتباری و شراکت: ریسک اعتباری بیان‌کننده این است که به‌علت تأخیر در قرارداد و تصفیه، دارایی یا وام غیرقابل وصول شوند. در انتشار اوراق صکوک که با پشتوانه دارایی و براساس قراردادهای اجاره، استصناع، سلم و مباحه صورت می‌گیرد، ریسک‌های اعتباری متعددی وجود دارد که متناسب با هر یک از عقود است. قراردادهای سلم در معرض ریسکی هستند که کالاها در زمان مورد توافق عرضه نشوند. قرارداد استصناع گرفتار ریسک اجرا می‌باشند، زیرا پیمانکار فرعی ممکن است موفق نشود که خدمات مورد نیاز را به موقع تحویل دهد.

۲-۴-۲- ریسک عملیاتی

الف- ریسک قراردادی: عرضه هرگونه اوراق بهادار دارای مقرراتی برای سررسید اسناد است. در صورتی که متعهد (مقروض) نتواند اجاره بهای مورد توافق را بپردازد، دارندگان اوراق با

استناد به قانون می‌توانند قرارداد را لغو و مقروض را وادار به خرید مجدد دارایی‌ها کنند. از این گذشته اگر مقروض نتواند مبلغ اصلی را بازپرداخت کند، دارندگان اوراق می‌توانند زمان‌بندی مجددی برای پرداخت بدهی انجام دهند.

ب- ریسک کوپن پرداخت: مقروض ممکن است در پرداخت به موقع کوپن‌ها دچار مشکل شود. هر کوپن معوق شده مشمول جریمه دیرکرد خواهد بود که توسط شرکت ویژه محاسبه می‌شود. هر چند توسط انجمن شریعه پیشنهاد شده که این وجوه دیرکرد جهت اهداف خیرخواهانه بخشیده شود.

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

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

۳-۴-۲- عدم انعطاف (سختی) نهادی^۱

اوراق صکوک از کشورهای در حال توسعه سرچشمه گرفته است. زیرساخت‌های مالی در برخی از این کشورها مثل بحرین و مالزی توسعه یافته‌اند، اما اکثراً این کشورها زیرساخت‌های اقتصادی ضعیفی دارند. به‌علاوه، صکوک به ساختار شرعی منحصر به فردی نیازمند است. مجموع این مسائل، نشان‌گر عدم انعطاف این اوراق است که در کوتاه‌مدت قابل رفع نیست و همواره ریسک صکوک را افزایش می‌دهد. برخی از این مشکلات به شرح زیر است:

فقدان مراحل مهندسی مالی و پوشش‌دهی ریسک

فقدان بازارهای پولی بین بانکی

فقدان روش و معیارهای یکسان‌سازی

یکسان نبودن سیستم حسابداری و حسابرسی جهت بازشناسی سود و زیان

نبودن توان ارزیابی زیرساخت‌های سرمایه‌گذاری، پیشرفت و نظارت

¹ Institutional Rigidity

بازارهای مالی ابتدایی دولتی
سیستم‌های سنجش اعتباری ناکارا
عدم وجود بیمه‌های جامع

۵-۲- مقایسه صکوک با ابزارهای مرسوم دارای درآمد ثابت

الف- تفاوت

۱- صکوک بیان‌گر یک دارایی مشخص است در حالی که اوراق قرضه فقط حاکی از تعهد بدهی هستند. یعنی رابطه بین صادرکننده و خریدار اوراق قرضه، رابطه وام‌دهنده و وام‌گیرنده است که نرخ بهره وام هم ثابت است و موجب ربا می‌شود.
دارایی موضوع اوراق صکوک از نظر شرعی باید مجاز و صحیح باشد، در حالی که در اوراق قرضه، دارایی‌هایی که از نظر شرع اسلام پذیرفته نیست نیز می‌تواند پشتوانه اوراق قرار گیرد.
اعتبار اوراق قرضه به اعتبار صادرکننده یا ناشر آن وابسته است و با آن سنجیده می‌شود در حالی که اعتبار صکوک به ناشر بستگی ندارد بلکه به ارزش دارایی پشتوانه بستگی دارد.
فروش صکوک در بازار ثانویه فروش مالکیت یک دارایی است اما فروش اوراق قرضه فروش بدهی است.

در صکوک امکان افزایش اصل دارایی و در نتیجه خود ورقه صکوک وجود دارد در حالی که اصل بدهی در اوراق قرضه قابلیت افزایش ندارد.

ب- تشابه

هر دو قابلیت نقد شوندگی در بازار ثانویه را دارند.
هر دو توسط مؤسسات رتبه‌بندی از نظر اعتباری رتبه‌بندی می‌شوند.
هر دو دارای قابلیت افزایش اعتبار و نیز تنوع در طراحی و عرضه هستند.

۳- نقش بانک‌ها در انتشار اوراق صکوک

بانک‌ها به‌عنوان مشاور، سرمایه‌گذاری و طراحی مهندسی مالی اوراق صکوک در کنار شرکت‌های متقاضی قرار می‌گیرند. در اکثر موارد بانک‌ها از ابتدای پروژه انتشار صکوک به شرکت‌ها مشاوره می‌دهند و روند امور مربوطه را سهل و آسان می‌کنند.
همان‌طور که در بخش اوراق صکوک اجاره مراحل انتشار آن شرح داده شد، ابتدا واحد متقاضی وجه نقد پس از معرفی و پیشنهاد یک پروژه خاص، دارایی‌های مربوط به آن پروژه که قابل اجاره

هستند را شناسایی کرده و برای فروش ارائه می‌دهد. بانک می‌تواند در شناسایی سبد دارایی‌ها به متقاضی مشاوره دهد، و همچنین در تشکیل شرکت ویژه نیز متقاضی را یاری کند، همان‌گونه که در انتشار اوراق صکوک قطر، بانک HSBC و بانک اسلامی بین‌المللی قطر به‌همراه دولت قطر (متقاضی وجه نقد) شرکت ویژه را تشکیل داده‌اند.

شرکت ویژه وظیفه خرید دارایی‌ها از متقاضی، انتشار اوراق صکوک، اجاره دارایی‌ها به متقاضی، قیمت‌گذاری اوراق با توجه به ارزش دارایی‌ها و همچنین تعیین نرخ سود براساس نرخ اجاره‌بها را بر عهده دارد. این شرکت همچنین وظیفه دارد اجاره‌بها را از متقاضی بگیرند. شرکت ویژه، مدیریت کامل اوراق صکوک را بر عهده می‌گیرد که در تمامی مراحل آن، بهتر است از بانک به‌عنوان شریک یا مشاور استفاده کند. البته شرکت ویژه برای انتشار اوراق صکوک به یک بانک سرمایه‌گذاری جهت پذیره‌نویسی و عرضه اوراق در بازارهای سرمایه نیازمند است. در این‌جا توجه به این نکته ضروری است که نحوه عرضه و قیمت‌گذاری این اوراق باید دارای جذابیت لازم برای سرمایه‌گذاران باشد و به راحتی در بازار بورس فروخته شود. که وظیفه انجام این امر (مهندسی مالی) به‌طور کامل بر عهده بانک سرمایه‌گذار است. بانک سرمایه‌گذار معمولاً تضمین فروش اوراق در بازارهای سرمایه را طی یک مدت محدود به شرکت ویژه می‌دهد که در غیر این‌صورت اگر فروش این اوراق در بورس با مشکل مواجه شود و یا استقبال خوبی از آن به‌عمل نیاید، بانک سرمایه‌گذاری موظف است اوراق فروخته نشده را از بازار جمع‌آوری و نزد خود نگه دارد. اهمیت این مسأله به‌دلیل اثراتی است که بر روی سابقه کار بانک می‌گذارد و امکان فعالیت بانک را در این زمینه افزایش می‌دهد. زیرا سایر شرکت‌ها به بانکی که در این زمینه طراحی درستی نداشته است برای انتشار صکوک مراجعه نخواهند کرد. برای افزایش اوراق و عرضه آن در بازارهای بورس بین‌المللی نیاز است که شرکت ویژه توسط یک مؤسسه رتبه‌بندی بین‌المللی رتبه‌بندی شود. این مسأله اطمینان خاطر سرمایه‌گذاران را برای خرید اوراق افزایش می‌دهد. همچنین بهتر است یک عامل پرداخت نیز رابط بین شرکت ویژه و دارندگان اوراق صکوک باشد تا وجوه حاصل از اجاره را از شرکت ویژه اخذ و به دارندگان اوراق صکوک پرداخت کند. البته بانک می‌تواند نقش عامل پرداخت را نیز در این میان برعهده داشته باشد. از میان مراحل انتشار تا فروش اوراق صکوک، مهم‌ترین بخش، فعالیت‌های مربوط به شرکت ویژه است. به‌دلیل آن‌که تأسیس شرکت ویژه و عملکرد صحیح آن بر استقبال از اوراق تأثیر بسزایی دارد. بنابراین نحوه عملکرد بانک‌ها در تأسیس و هدایت این شرکت بسیار با اهمیت است.

۴- انتشار اوراق صکوک در ایران

از میان انواع صکوک معرفی شده، صکوک اجاره بیشترین نزدیکی را با قوانین مالی جمهوری اسلامی ایران دارد. مباحه به دلیل وجود ربح در آن، در ایران غیرمجاز شناخته شده است، استصناع نیز تا حدی منطبق با عقد جعاله در ایران است. در این بخش نحوه اجرایی شدن صکوک اجاره در ایران و مشکلات پیش روی آن بررسی شده است.

۴-۱- روند اجرای طرح صکوک اجاره در ایران

همانند سایر کشورهای که اوراق صکوک اجاره در آن‌ها منتشر شده است، در صورتی که نهادی متقاضی وجه نقد برای اجرای یک پروژه (توسعه‌ای-ایجاد) خاص باشد. لازم است که دارایی‌های قابل اجاره آن پروژه را شناسایی کرده، و پس از تأسیس شرکت ویژه این دارایی‌ها را به این شرکت بفروشد.

همانطور که مطرح شد، شرکت ویژه، یک شرکت با موضوع خاص است که به منظور انتشار اوراق صکوک آن پروژه خاص تأسیس می‌شود. این شرکت می‌تواند در هر منطقه‌ای ایجاد شود. اما به دلیل آن که شرکت در چند نوبت اقدام به خرید و فروش دارایی‌ها می‌کند، مشمول مالیات‌های سنگین می‌شود. به همین دلیل این شرکت‌ها را اغلب در مناطق آزاد تأسیس می‌کنند تا از معافیت مالیاتی برخوردار شوند. اما تأسیس شرکت ویژه در مناطق آزاد اقتصادی داخل کشور به دلیل پاره‌ای مسایل، فروش اوراق صکوک در بازارهای جهانی را با مشکلاتی مواجه می‌سازد. از مهم‌ترین این مسایل عدم رتبه‌بندی شرکت‌های ایرانی توسط مؤسسات رتبه‌بندی بین‌المللی است. چنانچه شرکت‌های ایرانی قصد فروش اوراق صکوک خود در بازارهای سرمایه‌ای بین‌الملل را داشته باشند، عدم رتبه‌بندی باعث می‌شود اعتماد و اطمینان سرمایه‌گذاران از اوراق مذکور سلب شود. لازم به ذکر است آخرین مؤسسه رتبه‌بندی که در ایران فعالیت داشت، مؤسسه رتبه‌بندی فیچ^۱ بود که در سال گذشته فعالیت‌های خود را در ایران به حالت تعلیق در آورد.

شرکت ویژه را می‌توان در مناطق آزاد سایر کشورها نیز تأسیس کرد، که در این صورت قوانین حاکم بر کشور میزبان بر آن شرکت نیز حاکم می‌شود. همچنین برای انتشار اوراق در بازارهای مالی (مانند بورس لوکزآمبورگ) نیز باید شرایط و مقررات حاکم بر بورس‌های بین‌المللی را در این زمینه بررسی کرد.

¹ fitch

چنانچه بخواهیم اوراق صکوک را فقط در داخل کشور منتشر نماییم و از طریق بازار بورس به سرمایه‌گذاران داخلی عرضه کنیم، دیگر نیازمند رتبه‌بندی توسط شرکت‌های بین‌المللی نیستیم. و فقط تأسیس شرکت ویژه در یک منطقه آزاد (مثلاً کیش) به دلیل معافیت‌های مالیاتی و برآورده کردن شرایط سازمان بورس اوراق بهادار برای انتشار اوراق صکوک کفایت می‌کند. اما این مسأله به دلایل زیر ممکن است از سوی خریداران و شرکت‌ها مورد استقبال قرار نگیرد:

دارا بودن یک پروسه طولانی از جمله تأسیس ویژه و ...

امکان دسترسی شرکت‌ها (متقاضیان وجه نقد) به سایر ابزارهای تأمین مالی با دیوانسالاری کمتر از جمله اوراق مشارکت و گواهی سپرده.

امکان اخذ وام از بانک‌های داخلی، هزینه‌های به مراتب کمتر از انتشار صکوک

عدم آشنایی خریداران و سرمایه‌گذاران داخلی با اوراق صکوک

دسترسی به سایر جایگزین‌های پولی و سرمایه‌ای با بازدهی بیشتر از جمله اوراق مشارکت، سپرده‌های مدت‌دار و خرید و فروش سهام در بورس برای سرمایه‌گذاران.

بنابراین انتشار اوراق صکوک با هدف بازارهای داخلی نمی‌تواند اقدام موفق و مؤثری باشد. بلکه صنایع کشور باید به دنبال بازارهای مالی اسلامی خارج از کشور برای تأمین مالی پروژه‌های خود باشند.

۲-۴- مزایای اوراق صکوک اجاره

صکوک، نقدینگی موردنیاز واحد متقاضی وجه نقد را تأمین می‌کند.

دارایی‌هایی که نقدینگی پایین دارند و یا غیرنقد هستند از ترازنامه خارج شده و وجوه نقد جایگزین آن می‌شود.

با این‌که قسمتی از دارایی‌ها از واحد متقاضی وجه جدا می‌شود اما با این حال این واحد می‌تواند از دارایی‌ها استفاده کند.

از آن‌جا که صکوک با پشتوانه دارایی منتشر می‌شود، لذا دارای ریسک کمتری است و هزینه تأمین مالی را نیز کاهش می‌دهد.

صکوک با فراهم کردن امکان تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار به توسعه بازار سرمایه کمک می‌کند.

چنانچه برای داد و ستد اوراق صکوک، یک بازار ثانویه فراهم شود آن‌گاه قابلیت نقدشوندگی این اوراق هم افزایش می‌یابد.

۳-۴- مشکلات انتشار اوراق صکوک در ایران

غیر از مواردی که پیش از این در خصوص مشکلات انتشار اوراق صکوک در ایران عنوان شد، برخی مشکلات حقوقی و شرعی نیز در این زمینه وجود دارد.

از نظر حقوقی براساس "قانون منع تملک اتباع بیگانه نسبت به اموال غیرمنقول" نمی‌توان مالکیت زمین و مستغلات را به اتباع بیگانه واگذار کرد. این مسأله در حالی است که در اوراق صکوک که بر پایه دارایی‌های غیرمنقول منتشر می‌شود، دارندگان اوراق در طول مدت پروژه به صورت مشاع مالک دارایی غیرمنقول هستند و چنانچه این اوراق در بازارهای بین‌المللی منتشر شود، مسلماً اتباع بیگانه آن را خریداری می‌کنند. این قانون در کشورهای عضو MENA^۱ و حوزه خلیج فارس نیز وجود دارد، که در برخی از این کشورها به نحوی جهت انتشار اوراق صکوک این مشکل را مرتفع ساخته‌اند. امارات متحده عربی زمین و مستغلات را به صورت عقد فروش ۹۹ ساله می‌بندد که قابل به ارث رسیدن نیست و اتباع بیگانه می‌توانند به این شرط اقدام به خرید املاک نمایند. در عربستان سعودی نیز که این قانون وجود دارد، برای حل مشکل، تبصره‌ای به این قانون اضافه کردند که بر اساس آن اتباع بیگانه می‌توانند جهت انجام فعالیت‌های شغلی و بازرگانی اقدام به خرید ملک کنند، ولیکن خرید و فروش آن ملک غیرممکن است. در ایران نیز می‌بایست قوانینی وضع شود که این مانع را در جهت انتشار اوراق صکوک اجاره بر طرف کند.

مشکل دیگر در این زمینه وجود اختیار فروش در طراحی این اوراق است. در صورتی که اختیار فروش به خریداران ارایه شود انگیزه خرید بالاتر رفته و علاوه بر ایجاد تقاضای بالاتر، با نرخ سود پایین‌تری نیز می‌توان این اوراق را منتشر کرد. اما هنوز در قوانین کشور، مقررات مربوط به ابزار مشتقه اختیار خرید و فروش به تصویب نرسیده است که تسریع در تصویب آن، این مشکل را نیز مرتفع خواهد کرد. لازم به ذکر است که در طراحی این اوراق شرکت ویژه در هنگام خرید دارایی‌های شرکت اصلی (متقاضی وجه نقد) و پس از اجاره آن، قیمت فروش آن‌ها را در پایان مدت اجاره به شرکت مادر مشخص می‌کند.

نکته دیگری که در انتشار این اوراق در ایران باید بدان توجه نمود توجه به فرهنگ کشورهای است که قرار است این اوراق در آنجا به فروش برسد. با توجه به این که بازار هدف اوراق صکوک منتشر شده کشورهای اسلامی خارجی است، بنابراین توجه به فرهنگ و عقاید آن

^۱ کشورهای MENA کشورهای منطقه خاورمیانه و شمال آفریقا را می‌نامند که شامل: الجزایر، بحرین، جیبوتی، مصر، ایران، عراق، اسرائیل، اردن، کویت، لبنان، لیبی، مراکش، عمان، قطر، عربستان، سوریه، تونس، امارات متحده عربی، یمن.

کشورها اهمیت فراوانی دارد. به‌عنوان مثال با توجه به اینکه بیشترین درصد مسلمانان دیگر کشورها اهل سنت هستند، عقود به کار گرفته شده می‌بایست با احکام شرعی آنان منطبق باشد تا فروش اوراق با مشکل مواجه نشود.

۴-۴- زیر ساخت‌های لازم جهت توسعه بازار صکوک

- ۱- استاندارد کردن دارایی‌هایی که می‌تواند در این فرآیند مورد استفاده قرار گیرد.
- ۲- استاندارد کردن فرآیند ارزیابی قیمت‌گذاری این دارایی‌ها
- ۳- تسهیل امور مربوط به رتبه‌بندی اوراق
- ۴- استاندارد کردن فرآیند انتشار و عرضه اوراق
- ۵- ایجاد یک بازار ثانویه برای خرید و فروش اوراق صکوک و کمک به نقدشوندگی آن
- ۶- وجود قراردادهای محکم با قوانین شفاف

نتیجه‌گیری

انتشار اوراق صکوک در واقع یکی از ساختارهای تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار به‌شمار می‌رود. این اوراق در بازارهای بدهی جایگزینی برای اوراق قرضه و سایر ابزارهای مالی دارای درآمد ثابت به‌شمار می‌رود. از آنجا که طراحی، انتشار و معامله اوراق صکوک طبق اصول اسلامی انجام می‌گیرد، لذا گزینه مناسبی برای مرتفع ساختن نیاز سرمایه‌گذاران مسلمان محسوب می‌شود. ولیکن به‌دلیل جدید بودن فرآیند انتشار اوراق صکوک به نظر می‌رسد برای توسعه و تسهیل این فرآیند در بازارهای مالی اسلامی، باید رابطه منسجمی بین ناشران، سرمایه‌گذاران، مؤسسات رتبه‌بندی و سایر نهادهای مربوطه جهت فراهم شدن زیرساخت‌های لازم شکل گیرد.

منابع و مأخذ

عبده تبریزی، حسین. بهمن ۱۳۷۹. "تبدیل به اوراق بهادار کردن". تهران.

نجفی، مهدی. تابستان ۱۳۸۵. "تأمین مالی از طریق تبدیل اموال عینی به اوراق بهادار: مطالعه فقهی-اقتصادی صکوک". پایان نامه کارشناسی ارشد. دانشگاه امام صادق (ع).

Tariq, Ali Arsalan, "*Managing Financial Risk Of Sukuk Structures*" UK 2004

Usmani, Muhammad Imran. December 2006. "*Fixed Income Securities Shart a Perspective*". State Bank of Pakistan.

"*Increasing The Secondary Market For Sukuks*". International Islamic Financial Market.

"*Reasons to Issue Sukuk And The Structures Behind Them*".
http://www.bankerme.com/bme/2005/feb/how_to_structure_sukuk

"*Reasons to Issue Sukuk And The Structures Behind Them*".
http://www.bankerme.com/bme/2005/feb/how_to_structure_sukuk.asp

"*Demystifying Islamic Investing*".
<http://islamicbankingandfinance.com/islamicbankingandfinance/index.html>

"*Islamic Finance*".
http://www.economist.com/finance/displaystory.cfm?story_id=8382406