



صکوک بین‌المللی: تجربه جهانی و الزامات  
پیش‌رو برای نظام بانکی ایران

رسول خوانساری\*

## چکیده

اوراق بهادار اسلامی که با عنوان صکوک شناخته می‌شوند، به‌عنوان جایگزین اوراق قرضه در مدت بیش از یک دهه به یکی از بخش‌های مهم صنعت مالی اسلامی تبدیل شده است و با گذشت زمان، بسیاری از کشورهای اسلامی و حتی غیراسلامی، در این بخش وارد شده یا فعالیت خود را در آن گسترش می‌دهند. در بازار صکوک، مانند اوراق قرضه متعارف دو بخش داخلی و بین‌المللی وجود دارد که هر یک از آن‌ها کارکردها و ویژگی‌های خاص خود را دارد. این مقاله، پس از معرفی بازار اوراق قرضه بین‌المللی و آشنایی با ویژگی‌های آن، به بررسی صکوک بین‌المللی و جایگاه آن در صنعت مالی اسلامی می‌پردازد. سپس وضعیت صکوک بین‌المللی در ایران تبیین شده و در پایان ضمن پرداختن به نقش نظام بانکی در بازار صکوک بین‌المللی، الزامات پیش‌رو برای توسعه این بازار تشریح می‌گردد.

**واژگان کلیدی:** اوراق قرضه بین‌المللی، صکوک بین‌المللی، نظام بانکی ایران

طبقه‌بندی JEL: G15, G23, E27, C21

## مقدمه

از راهکارهای تأمین مالی در نظام مالی متعارف، فروش اوراق قرضه برحسب ارزی غیر از واحد پول کشوری است که ناشر متعلق به آن است. این کار از طریق انتشار اوراق قرضه در کشور دیگر تحت محدودیت‌های قانونی آن کشور (اوراق قرضه خارجی) یا خارج از حوزه قضایی هر کشور بدون دخالت قانون‌گذاران یا مراجع مالیاتی ملی (اوراق قرضه یورو) انجام می‌شود [۱]. اوراق قرضه بین‌المللی اوراق قرضه دولتی یا غیردولتی هستند که در یک کشور یا ارز بیگانه برای ناشر یا سرمایه‌گذار منتشر می‌شوند و به دلیل ویژگی‌های خاص آنان، طی دهه‌های گذشته با استقبال سرمایه‌گذاران و ناشران گوناگون مواجه شده‌اند [۲].

گرچه اوراق قرضه متعارف در نظام مالی متعارف کاربرد فراوانی دارند، ولی به دلیل وجود برخی اشکالات شرعی از جمله ربوی بودن، استفاده از آن‌ها از نظر شریعت اسلام، مجاز نیست و به‌ویژه در کشورهای دارای جمعیت مسلمان زیاد، استفاده از ابزارهای مالی متعارف مانند اوراق قرضه، کارایی و مقبولیتی ندارد. از این‌رو، اندیشمندان اسلامی با طراحی ابزارهای مالی جایگزین که به اوراق بهادار اسلامی یا صکوک مشهور شده‌اند، به دنبال پر کردن خلأ ناشی از کمبود ابزارهای تأمین مالی بوده‌اند. در سال‌های اخیر، بسیاری کشورها از صکوک به‌عنوان ابزاری برای تأمین مالی و سرمایه‌گذاری استفاده کرده‌اند. برخی کشورها چون مراکش، نیجریه، افریقای جنوبی، فرانسه، انگلستان، قزاقستان و برونئی برای انتشار صکوک در بازارهای مالی خود دست به تغییر مقررات زده‌اند و بسیاری از کشورهای دیگر نیز در حال تعدیل مقررات خود برای انتشار صکوک هستند [۳]. نکته قابل توجه در این زمینه، پذیرش صکوک و انتشار آن در برخی کشورهای غیراسلامی چون انگلستان، سنگال، هنگ‌کنگ، افریقای جنوبی، لوکزامبورگ، امریکا، ژاپن است.

صکوک نیز مانند اوراق قرضه، دارای دو نوع داخلی و بین‌المللی است. هر چند بازار بین‌المللی صکوک به اندازه بازار داخلی آن گسترش نیافته است، ولی در حال

حاضر، صکوک بین‌المللی به‌عنوان موتور محرک اصلی رشد این صنعت عمل می‌کند و نسبت به بازار داخلی آن از رشد بالاتری برخوردار است. استفاده از صکوک بین‌المللی، در بسیاری از کشورهای اسلامی و غیراسلامی گسترش یافته است و دولت‌ها، شرکت‌ها و مؤسسات شبهه دولتی گوناگون این اوراق را منتشر می‌کنند و در حوزه‌های مختلف اقتصادی از طریق این اوراق، تأمین مالی انجام می‌دهند.

با وجود تصویب قانون بازار اوراق بهادار ایران در سال ۱۳۸۴ و توسعه بازار صکوک از آن زمان تاکنون، در زمینه بازار صکوک بین‌المللی، فعالیت زیادی در کشور ایران وجود نداشته و همچنان به‌عنوان یک ظرفیت بالقوه باقی مانده است. این در حالی است که بسیاری از کشورهای خاورمیانه و به‌ویژه کشورهای حوزه خلیج فارس، بخش قابل توجهی از نیازهای تأمین مالی خود را از طریق صکوک برآورده می‌سازند. این امر به‌ویژه در بانک‌های اسلامی نمود بیشتری دارد و بانک‌های اسلامی بزرگ، از طریق انتشار صکوک بین‌المللی از مزایایی چون تقویت سرمایه خود منتفع می‌شوند. در این مقاله می‌کوشیم تا ضمن معرفی بازار اوراق قرضه بین‌المللی و ویژگی‌های آن، به تشریح بازار صکوک بین‌المللی، ویژگی‌ها و مزایای آن بپردازیم و ضمن تشریح وضعیت این بازار در ایران، نقش نظام بانکی در توسعه آن و اقدامات لازم برای توسعه بازار صکوک بین‌المللی در ایران را تبیین نماییم.

### ۱- پیشینه پژوهش

تاکنون در زمینه اوراق بهادار اسلامی (صکوک) در سطح جهان و ایران، پژوهش‌های زیادی انجام شده است. این پژوهش‌ها، به‌لحاظ موضوعی، در زمینه «چیستی صکوک»، «کارکرد صکوک»، «اهمیت صکوک و ضرورت به‌کارگیری آن»، «شرعی بودن صکوک» و «طراحی انواع صکوک» مورد توجه پژوهشگران داخلی و خارجی بوده است.

کاکر و راعی در منبع [۴]، تفاوت بین صکوک و اوراق قرضه یورو را از نظر ارزش در معرض ریسک بررسی کرده و نشان داده‌اند که صکوک، رفتار قیمتی متفاوتی با اوراق قرضه یورو دارند. براساس این مطالعه، هنگام اضافه کردن صکوک به سبدی از اوراق بهادار با درآمد ثابت، ارزش در معرض ریسک آن سبد کاهش می‌یابد که نشان‌دهنده مزایای صکوک برای استفاده به‌منظور متنوع‌سازی است.

مغیره و آورتانی در منبع [۵]، با بررسی تفاوت بین بازده صکوک و اوراق قرضه جهانی در مقایسه با سهام، نتیجه گرفته‌اند که صکوک در تخصیص راهبردی دارایی‌ها و پوشش ریسک سرمایه‌گذاران بین‌المللی اهمیت دارد. همچنین عارف و صفری در منبع [۶] به بررسی تفاوت‌های صکوک و اوراق قرضه در عمل پرداخته و نتیجه گرفته‌اند قیمت‌گذاری صکوک با اوراق قرضه متفاوت است.

عبدالرحمن در منبع [۷] به بررسی مسائل مربوط به مقررات حسابداری صکوک پرداخته است. براساس این پژوهش، توسعه بهتر بازار مالی اسلامی نیازمند ابزارهای مالی اسلامی با چارچوب مقررات‌گذاری بهتر است و انطباق با مقررات حسابداری و گزارشگری است که در عین انطباق با شریعت، قابلیت اجرایی نیز داشته باشد.

فتح‌الرحمن و فیتریاتی در منبع [۸]، بین بازده و ریسک صکوک و اوراق قرضه مقایسه انجام داده‌اند و به این نتیجه رسیده‌اند که میانگین بازده تا سررسید صکوک از میانگین بازده تا سررسید اوراق قرضه بیشتر است، ولی انحراف معیار صکوک نیز کم و بیش از انحراف معیار اوراق قرضه بیشتر است.

طریق و دار در منبع [۹]، به تجزیه و تحلیل ساختارهای صکوک و ریسک‌های گوناگون صکوک دولتی و شرکتی پرداخته‌اند. این مطالعه نشان می‌دهد که تفاوت دیدگاه‌های فقهی ممکن است موجب پدید آمدن ریسک شود و بر قیمت‌گذاری صکوک تأثیر بگذارد.

ویلسون در منبع [۱۰]، به بررسی صکوک به‌عنوان ابزاری برای مدیریت نقدینگی می‌پردازد و ساختارهای گوناگون صکوک را از دیدگاه مالی تجزیه و تحلیل

می‌کند. این مطالعه، صکوک مشارکتی را به‌عنوان ابزار تسهیم ریسک پیشنهاد می‌کند و آن را برای سرمایه‌گذاران مناسب‌تر می‌داند.

عالم و همکاران در منبع [۱۱]، اثر اعلام انتشار صکوک و اوراق قرضه را بر ثروت سهامداران با بررسی ۷۹ مورد صکوک و ۸۷ مورد اوراق قرضه منتشر شده طی سال‌های ۲۰۰۴ تا ۲۰۱۲ در شش بازار مالی اسلامی، تجزیه و تحلیل کرده‌اند. این مطالعه نشان می‌دهد در کوتاه‌مدت، اثر اعلام انتشار صکوک بر ارزش شرکت منفی است، در حالی که درباره اوراق قرضه در همه بازه‌های زمانی به‌جز دوره پس از بحران مالی، این اثر مثبت است. از این‌رو با وجود انگیزه مذهبی برای انتشار صکوک، این اثر منفی ممکن است شرکت‌ها را از تأمین مالی به‌وسیله صکوک باز دارد. برخلاف این مطالعه، اشهری و همکاران در منبع [۱۲] با بررسی اثر اعلام انتشار صکوک و اوراق قرضه بر ثروت سهامداران در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس مالزی، نشان داده‌اند که اثر اعلام انتشار صکوک بر ثروت سهامداران مثبت است. همچنین ابراهیم و مینای در منبع [۱۳]، با بررسی اثر ثروت در انتشار صکوک نتیجه گرفته‌اند که سرمایه‌گذاران به انتشار صکوک واکنش مثبت نشان داده‌اند، در حالی که واکنش آن‌ها نسبت به انتشار اوراق قرضه متفاوت بوده است.

احمد و همکاران در منبع [۱۴] به بررسی اثرات انتشار صکوک بر عوامل کلان اقتصادی پرداخته‌اند و با تأیید رابطه علیت بین صکوک و تولید ناخالص داخلی در مالزی، توصیه کرده‌اند که سیاستگذاران باید سیاست‌هایی را برای تقویت و بروزرسانی جنبه‌های کارکردی بازار سرمایه اسلامی به‌کار گیرند. همچنین سعید و گرسا در منبع [۱۵] اثر عوامل کلان اقتصادی را بری ایجاد ساختارهای مشخص صکوک در بین کشورهایمانند عربستان، کویت، امارات، بحرین، قطر، مالزی، اندونزی و ... بررسی کرده‌اند. این مطالعه نشان می‌دهد که عوامل کلان (مانند سرانه تولید ناخالص داخلی، جمعیت مسلمان، اندازه اقتصاد، میزان باز بودن

اقتصاد و کیفیت مقررات‌گذاری) بر توسعه بازار صکوک مؤثر بوده‌اند، گر چه بروز بحران مالی جهانی در سال ۲۰۰۸، تا حد زیادی بر توسعه این بازار تأثیر منفی گذاشت. مزینی و همکاران در منبع [۱۶] ضمن مروری بر ساختار صادرات غیرنفتی ایران، امکان استفاده از صکوک در حوزه صادرات (کالاها و خدمات) کشور از ابعاد عملیاتی، فقهی و ساختاری را بررسی کرده‌اند. نتایج این مطالعه نشان می‌دهد که در شرایط کنونی و با هدف بهره‌گیری از ساختارهای موجود از میان صکوک قابل استفاده در حوزه صادرات غیرنفتی (شامل استصناع، مضاربه، مشارکت، مرابحه، اجاره و جعاله)، صکوک استصناع، قابلیت عملیاتی شدن در تأمین مالی صادرات خدمات فنی و مهندسی و صکوک مضاربه، قابلیت عملیاتی شدن در تأمین مالی صادرات کالاها را دارد. ضمن اینکه صکوک مشارکت نیز قابلیت عملیاتی شدن در هر دو حوزه را دارد.

زینت‌بخش در منبع [۱۷] صکوک را به‌عنوان ابزاری برای تقویت سرمایه قانونی بانک معرفی کرده و برخی نمونه‌های آن را نیز ذکر کرده است. خوانساری در منبع [۱۸] با معرفی صکوک منطبق با بال ۳، نشان می‌دهد که با استفاده از این ابزار امکان برآورده کردن الزامات سرمایه‌ای در توافقی‌نامه بال ۳ و تقویت سرمایه بانک‌ها فراهم می‌شود. در این منبع بر استفاده بانک‌ها از این ابزار برای ورود به فضای بین‌المللی بانکداری اسلامی تأکید شده و برخی مزایای صکوک در نظام بانکی تبیین گردیده است.

در پژوهش حاضر تلاش می‌شود تا ضمن بررسی بازار اوراق قرضه بین‌المللی و صکوک بین‌المللی، نقش نظام بانکی در توسعه بازار صکوک بین‌المللی تشریح شود و مهم‌ترین الزامات پیش روی نظام بانکی برای توسعه این بازار تبیین گردد.

## ۲- اوراق قرضه بین‌المللی

از ابزارهای مالی متداول در نظام مالی متعارف، اوراق قرضه است که در گستره وسیعی از کشورها و بازارهای مالی توسط دولت‌ها، مؤسسات مالی و شرکت‌های گوناگون با اهدافی چون تأمین مالی، سرمایه‌گذاری، پوشش ریسک و مانند آن منتشر می‌شود. اوراق قرضه را از جهات گوناگون تقسیم‌بندی می‌کنند. این اوراق از نظر قلمرو انتشار، به دو نوع کلی اوراق قرضه داخلی و اوراق قرضه بین‌المللی تقسیم می‌شوند. در بازار اوراق قرضه بین‌المللی، اوراق قرضه توسط یک سندیکای بین‌المللی پذیره‌نویسی می‌شوند، خارج از مرزهای کشور منتشر و به سرمایه‌گذاران در کشورهای گوناگون عرضه می‌شوند [۱۹]. حجم اوراق قرضه بین‌المللی سررسید نشده تا پایان سال ۲۰۱۵ به بیش از ۲۱ میلیارد دلار رسیده است [۲۰].

### الف- اوراق قرضه خارجی:

اوراق قرضه‌ای است که در بازار کشور میزبان (متعلق به سرمایه‌گذاران) و برحسب واحد پول آن کشور، توسط یک ناشر (قرض‌گیرنده) خارجی منتشر می‌شود. مانند اینکه یک شرکت آلمانی در آمریکا، اوراق قرضه‌ای را برحسب دلار منتشر کند و به سرمایه‌گذاران آمریکایی بفروشد. اوراق قرضه خارجی معمولاً برحسب نام یک غذا، حیوان یا نماد مربوط به کشور میزبان نام‌گذاری می‌شوند. اوراق قرضه یانکی (در آمریکا)، بولدگ (در انگلستان)، کانگرو (در استرالیا)، افرا (در کانادا)، کیوی (در نیوزلند)، ماتادور (در اسپانیا)، پاندا (در چین)، سامورایی (در ژاپن) و ماتروشکا (در روسیه)، نمونه‌هایی از اوراق قرضه خارجی است که در کشورهای گوناگون منتشر شده است [۱].

### ب) اوراق قرضه یورو:

اوراق قرضه‌ای که خارج از کشوری که واحد پول اوراق متعلق به آن است، منتشر می‌شود. این اوراق اولین بار در دهه ۱۹۶۰ برحسب دلار در اروپا منتشر



شد<sup>۱</sup> و به‌همین دلیل به اوراق قرضه یورو شهرت یافت [۱]. برخلاف نام این اوراق، واحد پول آن، لزوماً یورو نیست و می‌تواند برحسب هرگونه ارزی منتشر شود. برای نمونه، اوراق قرضه‌ای که برحسب واحد پول دلار در ژاپن منتشر می‌شود، از نوع اوراق قرضه یورو است که به آن اوراق قرضه یورو دلار گفته می‌شود [۲].

بازار اوراق قرضه یورو نه‌تنها به‌دلیل مزایای مالیاتی و بی‌نام بودن اوراق که موجب کاهش هزینه تأمین مالی نسبت به اوراق قرضه داخلی و خارجی می‌شد، بلکه با افزایش تقاضا توسط شرکت‌های چندملیتی و دولت‌ها و نیز ظرفیت موجود برای نوآوری بیشتر، رونق پیدا کرد. همچنین بازار اوراق قرضه یورو با برگشت دلارهای مربوط به کشورهای صادرکننده نفت (که نیاز به یک پایگاه سرمایه‌گذاری دارند) و دیگر کشورهایی که نمی‌خواستند دارایی‌های دلاری در امریکا نگهداری کنند (مانند جمهوری اسلامی ایران) و نیز شرکت‌های امریکایی بیشتر توسعه پیدا کرد که نمی‌خواستند سود خود را به‌دلیل نرخ‌های بالای مالیات به دفتر مرکزی بفرستند. اوراق قرضه یورو معمولاً توسط یک اتحادیه (سندیکا) از بانک‌های سرمایه‌گذاری منتشر می‌شوند و اغلب هزینه انتشار آن‌ها نسبت به اوراق قرضه داخلی بالاتر است. این اوراق ابزارهای تأمین مالی جذابی هستند، زیرا به ناشران امکان می‌دهند تا در کشور دیگر اوراق منتشر کنند و از مزیت‌های بازارهای مالی در کشورهای دیگر استفاده کنند. همچنین به‌دلیل ارزش اسمی کم و نقدشوندگی بالایی که دارند، گزینه مناسبی برای سرمایه‌گذاران محسوب می‌شوند [۲].

اوراق قرضه جهانی<sup>۲</sup>، نوعی اوراق قرضه بین‌المللی بزرگ است که فروش آن در یک کشور یا منطقه جهان دشوار است. از این‌رو به‌طور همزمان در بازارهای مهم کل دنیا فروخته و پس از آن داد و ستد می‌شود. این نوع اوراق اولین بار در سال

<sup>۱</sup> اولین اوراق قرضه یورو در سال ۱۹۶۳ توسط شرکت ایتالیایی موتوروی، به مبلغ ۱۵ میلیون دلار در بورس سهام لوکزامبورگ منتشر شد.

<sup>۲</sup> Global bond

۱۹۸۹ منتشر شد. متوسط حجم انتشار اوراق قرضه جهانی حدود یک میلیارد دلار بوده و بیشتر آن نیز بر حسب دلار آمریکا منتشر شده است. بخشی از اوراق قرضه جهانی بر حسب دلار آمریکا که توسط ناشر آمریکایی (خارجی) در آمریکا فروخته می‌شود، به‌عنوان اوراق قرضه داخلی (یانکی) شناخته می‌شود و بخشی از آن از نوع اوراق قرضه یورو است که در مناطق دیگر عرضه می‌گردد. [۲].

### ۳- انواع اوراق قرضه بین‌المللی

همان‌طور که گفته شد، بازار اوراق قرضه بین‌المللی از نظر تنوع ابزارهای مالی در مقایسه با بازار اوراق قرضه داخلی از تنوع بیشتری برخوردار است. در اینجا برخی از مهم‌ترین ابزارهای مالی این بازار معرفی می‌شود [۲].

۱- اوراق قرضه با نرخ ثابت<sup>۱</sup>: این نوع اوراق تاریخ سررسید معینی دارند که در آن، مبلغ اسمی اوراق بازپرداخت می‌شود. طی عمر اوراق قرضه، پرداخت‌های کوپن ثابت به‌صورت درصدی از ارزش اسمی به‌عنوان بهره (معمولاً به صورت شش ماهه) به دارندگان اوراق پرداخت می‌گردد.

۲- اوراق قرضه میان‌مدت یورو<sup>۲</sup>: این نوع اوراق، ممکن است با نرخ ثابت یا شناور و با سررسیدهای نه ماهه تا سی ساله منتشر شوند. البته معمولاً اوراق قرضه میان‌مدت با سررسید پنج تا ده ساله انتشار می‌یابند. برخلاف اوراق قرضه معمولی که در آن کل مبلغ انتشار یکجا در بازار عرضه می‌شود، اوراق قرضه میان‌مدت یورو به‌صورت پیوسته (از طریق برنامه اوراق قرضه میان‌مدت<sup>۳</sup>) منتشر می‌شود و به ناشر اجازه می‌دهد وجوه مورد نیاز را به‌صورت منعطف تأمین کند.

<sup>1</sup> Straight fixed-rate bond

<sup>2</sup> Euro-medium-term notes

<sup>3</sup> MTN program

۳- اوراق قرضه با نرخ شناور<sup>۱</sup>: اولین اوراق قرضه با نرخ شناور (FRNs) در سال ۱۹۷۰ منتشر شد. این نوع اوراق، اوراق قرضه میان‌مدتی هستند که پرداخت‌های کوپن آنها به یک نرخ مرجع مرتبط شده است. نرخ لایبور یا نرخ تورم از جمله شاخص‌هایی هستند که به‌عنوان نرخ مرجع در این اوراق انتخاب می‌شوند. کوپن‌های این نوع اوراق معمولاً به‌صورت سه ماهه یا شش ماهه براساس نرخ مرجع پرداخت می‌شود.

۴- اوراق قرضه مرتبط با سهام<sup>۲</sup>: دو نوع اصلی اوراق قرضه مرتبط با سهام وجود دارد: اوراق قرضه قابل تبدیل و اوراق قرضه همراه با حق تقدم سهام. اوراق قرضه قابل تبدیل، به سرمایه‌گذار امکان می‌دهد تا اوراق قرضه را با تعداد از پیش تعیین شده‌ای سهام ناشر مبادله کند. اوراق قرضه حق تقدم به دارنده اوراق اختیار می‌دهد تا تعداد معینی سهام را با قیمت مشخص طی دوره زمانی معینی خریداری کند.

۵- اوراق بدون کوپن<sup>۳</sup>: اوراق بدون کوپن به قیمتی کمتر از ارزش اسمی فروخته می‌شوند و طی عمر آنها هیچ‌گونه کوپنی توسط ناشر پرداخت نمی‌شود. سرمایه‌گذار در سررسید، کل ارزش اسمی را دریافت می‌کند.

۶- اوراق قرضه دو ارزی<sup>۴</sup>: این نوع اوراق از اواسط دهه ۱۹۸۰ متداول شدند. اوراق قرضه دو ارزی، مانند اوراق قرضه با نرخ ثابت است که برحسب یک ارز مانند فرانک سوئیس منتشر می‌شود و کوپن‌ها را برحسب همان ارز پرداخت می‌کند؛ ولی در سررسید مبلغ اسمی اوراق برحسب ارز دیگری مانند دلار آمریکا بازپرداخت می‌شود. نرخ کوپن این اوراق معمولاً بالاتر از اوراق قرضه با نرخ ثابت مشابه است.

<sup>1</sup> Floating-rate notes (FRN)

<sup>2</sup> equity-related bonds

<sup>3</sup> Zero-coupon bonds

<sup>4</sup> Dual-currency bonds

#### ۴- صکوک بین‌المللی

از آنجا که برخی ابزارهای مالی متعارف مانند اوراق قرضه به دلیل عدم انطباق با ضوابط شرعی، در بازارهای مالی اسلامی قابل استفاده نیست، برخی اندیشمندان مسلمان در صدد طراحی و به‌کارگیری ابزارهایی منطبق با شریعت برآمدند. صنعت مالی اسلامی در سالین گذشته از رشد خوبی برخوردار بوده است. به‌گونه‌ای که ارزش این صنعت، در پایان سال ۲۰۱۵ به حدود ۱,۸۸ میلیارد دلار رسیده است و انتظار می‌رود در پایان سال ۲۰۱۸ به ۳,۴ میلیارد دلار برسد [۷].

صکوک، طبقه‌ای از ابزارهای مالی منطبق با شریعت در صنعت مالی اسلامی است که می‌تواند به‌عنوان منبع تأمین مالی عمده توسط شرکت‌های بزرگ و دولت‌ها به‌جای اوراق قرضه متعارف مورد استفاده قرار گیرد [۱۱، ۲۲]. صکوک، ابزار مناسبی برای تجهیز منابع و توسعه صنعت مالی اسلامی به‌شمار می‌آید [۱۰، ۲۳] و مؤسسات مالی نیز می‌توانند از آن، برای تخصیص راهبردی دارایی‌ها و پوشش ریسک استفاده نمایند [۵].

از جهت قلمرو، انتشار صکوک می‌توان آن را به دو نوع صکوک داخلی و بین‌المللی تقسیم کرد. صکوک بین‌المللی، صکوک دولتی یا شرکتی است که در یک کشور یا ارز بیگانه برای ناشر یا سرمایه‌گذار منتشر می‌شود. با توجه به آنچه درباره اوراق قرضه گفته شد، صکوک بین‌المللی را نیز می‌توان به دو نوع صکوک خارجی<sup>۱</sup> و صکوک یورو<sup>۲</sup> تقسیم کرد. صکوک خارجی به صکوکی گفته می‌شود که در بازار کشور میزبان (متعلق به سرمایه‌گذاران) و برحسب واحد پول آن کشور، توسط ناشر خارجی منتشر می‌شود. صکوک سامورایی، نمونه‌ای از این صکوک است که توسط دولت‌ها و شرکت‌های خارجی (غیرژاپنی) در ژاپن و برحسب واحد پول این کشور (ین) منتشر شده است [۲۴]. صکوک یورو به

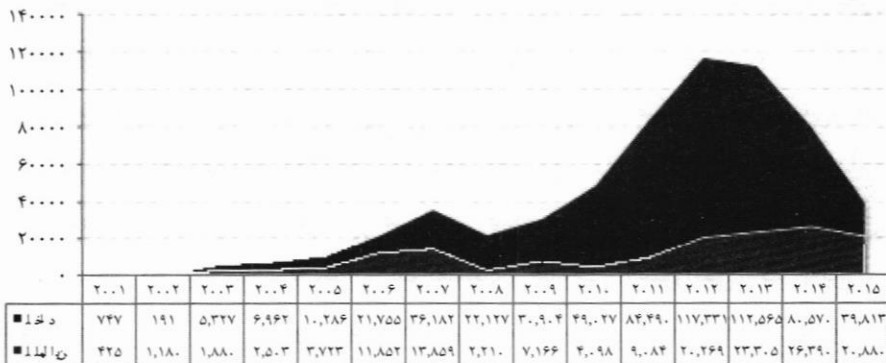
<sup>۱</sup> Foreign Sukuk

<sup>۲</sup> EuroSukuk

صکوک می‌شود که خارج از کشوری که واحد پول اوراق متعلق به آن است، منتشر می‌شود.

از آنجا که بازارهای جهانی در بسیاری از کشورهای اسلامی بکر هستند، صکوک برای سرمایه‌گذاران نهادی بین‌المللی از مزیت رقابتی برخوردار است [۳]. بازار صکوک در سالیان گذشته از رشد قابل توجهی برخوردار بوده است و پس از بانکداری اسلامی، پرشتاب‌ترین بخش در صنعت مالی اسلامی به‌شمار می‌رود. بخش صکوک، با نرخ رشد سالانه مرکب ۲۰ درصدی بین سال‌های ۲۰۰۹ تا ۲۰۱۴، سریع‌ترین رشد را در بین بخش‌های گوناگون صنعت مالی اسلامی داشته است. حجم کل صکوک منتشر شده از سال ۲۰۰۱ تا سپتامبر ۲۰۱۵ به حدود ۷۶۸ میلیارد دلار رسیده است. در این میان صکوک بین‌المللی با حجم انتشار نزدیک به ۱۴۹ میلیارد دلار، سهم زیادی در رشد این بخش از صنعت دارد. در سال ۲۰۱۵ مبلغ ۲۰,۸۸ میلیارد دلار صکوک بین‌المللی منتشر شده است [۲۵]. شکل شماره ۱ روند انتشار صکوک داخلی و بین‌المللی طی سال‌های ۲۰۰۱ تا ۲۰۱۵ را نشان می‌دهد.

شکل شماره ۱: روند انتشار صکوک داخلی و بین‌المللی از سال ۲۰۰۱ تا ۲۰۱۵ (میلیون دلار)



مأخذ: [۲۵]

در حال حاضر، صکوک در بورس‌های اختصاصی مانند بورس لبوان<sup>۱</sup> مالزی، بازار سوم وین، بورس مالی بین‌المللی دویی و بورس سهام لندن عرضه می‌شود. دولت‌ها و قانونگذاران در کشورهای مختلف، به نقش مهم صکوک در بازارهای سرمایه پی برده‌اند و به دنبال توسعه بازارهای صکوک هستند [۲۶]. تقاضا برای صکوک همچنان بیش از عرضه آن است و توسعه سایر بخش‌های صنعت مالی اسلامی (بانکداری، صندوق‌های سرمایه‌گذاری و تکافل) نیز به رشد آن کمک کرده است. زیرا در این بخش‌ها مؤسسات به‌طور فعال در پی فرصت‌های سرمایه‌گذاری در انواع صکوک برای رفع نیازهای مدنظر خود هستند. برای نمونه، بانک‌های اسلامی متقاضی صکوک با کیفیت برای رفع نیازهای خود در زمینه نقدینگی و کفایت سرمایه هستند و بیمه‌گران برای به‌دست آوردن بازده‌های کم‌ریسک و با ثبات در صکوک سرمایه‌گذاری می‌کنند. همچنین مدیران صندوق‌ها برای سرمایه‌گذاران در اوراق با درآمد ثابت منطبق با شریعت، از صکوک استفاده می‌کنند [۲۰].

دلیل دیگر شدت تقاضا در بخش صکوک، افزایش سرمایه‌گذاران در مناطق گوناگون جهان از جمله آسیا، خاورمیانه و افریقای شمالی (منا)، اروپا و امریکای شمالی است. به ویژه در کشورهای اروپایی، حاکم شدن شرایط نرخ بهره پایین در منطقه یورو، سرمایه‌گذاران را به متنوع کردن سرمایه‌گذاری‌ها و استفاده از فرصت‌های با نرخ بازده بیشتر تشویق کرده است. افزایش دسترسی به صکوک رتبه‌بندی شده در سطح بین‌المللی، سرمایه‌گذاران غیرسنتی (مانند بانک‌های سرمایه‌گذاری بین‌المللی و شرکت‌های مدیریت دارایی) را ترغیب کرده تا متناسب با سطح ریسک‌پذیری خود در صکوک عرضه شده سرمایه‌گذاری نمایند. برای نمونه، در سال ۲۰۱۴، صکوک عرضه شده توسط انواع سرمایه‌گذاران شامل بانک‌های مرکزی،

<sup>۱</sup> Labuan Exchange

صندوق‌های ثروت ملی، صندوق‌های بازنشستگی، بانک‌های اختصاصی، مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری و مؤسسات بانکی خریداری شد [۲۷].

هر چند بازار صکوک بین‌المللی تنها کمتر از ۲۰ درصد کل انتشار صکوک از سال ۲۰۰۱ تا ۲۰۱۵ را تشکیل می‌دهد، ولی محرک اصلی بازار صکوک به‌شمار می‌آید. صکوک بین‌المللی برحسب دلار و دیگر ارزهای رایج و در سررسیدهای گوناگون حتی تا سی سال نیز منتشر می‌شود [۲۵]. جدول شماره ۱ توزیع کل صکوک بین‌المللی منتشر شده از ژانویه ۲۰۰۱ تا دسامبر ۲۰۱۵ را به تفکیک مناطق گوناگون نشان می‌دهد. همان‌طور که در این جدول مشاهده می‌شود امارات با انتشار ۸۱ مورد صکوک به ارزش ۵۳.۸ میلیارد دلار، از زمان پیدایش بازار صکوک بین‌المللی تاکنون، بیشترین سهم را در این بازار داشته است. این کشور به‌همراه عربستان سعودی بیش از ۵۰ درصد کل حجم انتشار صکوک بین‌المللی را به‌خود اختصاص داده‌اند. همچنین در سال ۲۰۱۵، حدود ۳۲ درصد از حجم انتشار صکوک بین‌المللی مربوط به این دو کشور است. در عین حال سهم کشورهایمانند ترکیه، اندونزی و قطر در این بازار در حال افزایش است [۲۵].

جدول شماره ۱: آمار صکوک بین‌المللی منتشر شده به تفکیک مناطق گوناگون از ژانویه ۲۰۰۱ تا دسامبر ۲۰۱۵

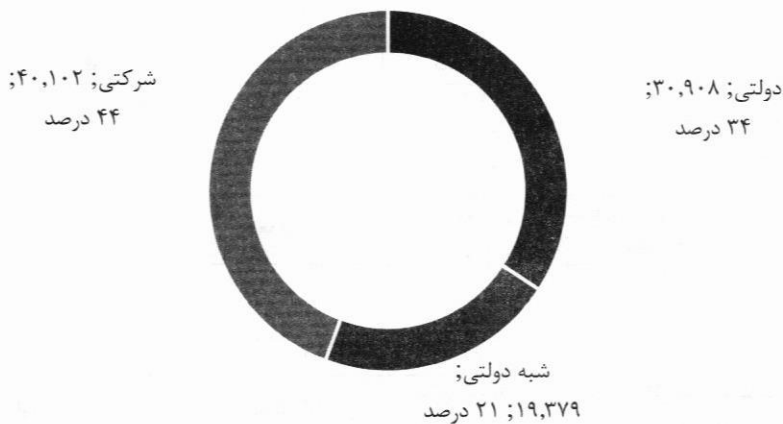
سهم از کل مبلغ منتشر شده (درصد)	مبلغ انتشار (میلیون دلار)	تعداد انتشار	آسیا و آسیای شرقی
۰,۰۷	۹۷	۱	چین
۱,۴۸	۲,۱۹۶	۴	هنگ کنگ
۵,۳۸	۸,۰۰۳	۱۱	اندونزی
۰,۱۲۷	۱۹۰	۳	ژاپن
۲۰,۲۷	۳۰,۱۶۵	۵۳	مالزی
۱,۰۸	۱,۶۰۰	۲	پاکستان
۰,۴۸	۷۱۱	۴	سنگاپور
۲۸,۸۷	۴۲,۹۶۱	۷۸	مجموع
سهم از کل مبلغ منتشر شده (درصد)	مبلغ انتشار (میلیون دلار)	تعداد انتشار	شورای همکاری خلیج فارس و خاورمیانه
۵,۲۸	۷,۸۶۰	۹۹	بحرین
۱,۴۳	۲,۱۲۷	۱۳	کویت
۶,۵۱	۹,۶۸۵	۱۱	قطر
۱۵,۶	۲۳,۲۱۸	۳۹	عربستان سعودی
۳۶,۱۶	۵۳,۸۱۹	۸۱	امارات متحده عربی
۶۴,۹۸	۹۶,۷۰۹	۲۴۳	مجموع
سهم از کل مبلغ منتشر شده (درصد)	مبلغ انتشار (میلیون دلار)	تعداد انتشار	افریقا
۰,۳۴	۵۰۰	۱	افریقای جنوبی
۰,۰۹	۱۳۰	۱	سودان
۰,۴۲	۶۳۰	۲	مجموع
سهم از کل مبلغ منتشر شده (درصد)	مبلغ انتشار (میلیون دلار)	تعداد انتشار	اروپا و سایر مناطق
۰,۰۰	۱	۱	فرانسه
۰,۰۴	۵۵	۱	آلمان
۰,۱۹	۲۸۰	۳	لوکزامبورگ
۳,۸۴	۵,۷۱۶	۱۷	ترکیه
۰,۶۹	۱,۰۲۸	۸	انگلستان
۰,۹۲	۱,۳۶۷	۵	ایالات متحده آمریکا
۰,۰۵	۷۷	۱	قزاقستان
۵,۷۳	۸,۵۲۴	۳۶	مجموع
۱۰۰	۱۴۸,۸۲۴	۳۵۹	کل

مأخذ: [۲۵]



در بازارهای صکوک داخلی و بین‌المللی، انواع ناشران دولتی، شبه دولتی و شرکتی اقدام به انتشار صکوک می‌کنند. تا پیش از بحران مالی سال ۲۰۰۸، بیشتر حجم صکوک منتشر شده مربوط به صکوک شرکتی بوده است ولی پس از بحران مالی، صکوک دولتی و شبه‌دولتی با اقبال بیشتری روبه‌رو شده است. بیشتر صکوک شرکتی، برای تأمین مالی زیرساخت‌ها منتشر شده است [۲۶]. در شکل شماره ۲ توزیع صکوک بین‌المللی سررسید نشده تا پایان دسامبر ۲۰۱۵ بر حسب نوع ناشر نشان داده شده است.

شکل شماره ۲: توزیع صکوک بین‌المللی سررسید نشده تا پایان دسامبر ۲۰۱۵ به تفکیک نوع ناشر (میلیون دلار)



مأخذ: [۲۵]

در بازار صکوک بین‌المللی، سهم ناشران دولتی و شبه‌دولتی به تدریج افزایش یافته و از ۲۸ درصد طی دوره زمانی ۲۰۰۱ تا ۲۰۰۸، به ۶۶ درصد طی دوره زمانی ۲۰۱۳ تا ۲۰۱۴ رسیده است. همچنین در سال ۲۰۱۵، جابه‌جایی قابل توجهی از صکوک دولتی به شبه‌دولتی مشاهده می‌شود؛ به‌گونه‌ای که صکوک شبه‌دولتی، ۴۳ درصد از حجم انتشار صکوک بین‌المللی را به‌خود اختصاص داده است [۲۵].

بازار صکوک بین‌المللی دولتی، رشد خوبی داشته است. در گذشته این رشد تنها مربوط به بازار صکوک داخلی (و غالباً کوتاه‌مدت) در کشورهایی مانند مالزی، بحرین، اندونزی، سودان و ترکیه بود. ولی به تازگی تعداد بیشتری از دولت‌ها وارد بازار صکوک بلندمدت‌تر و برحسب ارزهای رایج‌تر نظیر دلار آمریکا، پوند انگلستان و یورو شده‌اند. در سال‌های ۲۰۱۴ و ۲۰۱۵ تعداد ۱۶ مورد صکوک دولتی بلندمدت به ارزش تقریبی ۱۰,۴ میلیارد دلار در کشورهای گوناگونی از جمله اندونزی، ترکیه، امارات، پاکستان، انگلستان و هنگ‌کنگ منتشر شده است. در این میان پنج مورد از صکوک منتشر شده به ارزش ۳ میلیارد دلار، مربوط به دولت‌های انگلستان، افریقای جنوبی، هنگ‌کنگ و لوکزامبورگ است که برای اولین بار صکوک منتشر کرده‌اند. در بین این کشورها، هنگ‌کنگ بیشترین مقدار صکوک را منتشر کرده است. این کشور اولین بار در سال ۲۰۱۴ و سپس در ماه می ۲۰۱۵ صکوک بین‌المللی دولتی خود را در مجموع به ارزش ۲ میلیارد دلار منتشر کرده است [۲۵].

مشارکت‌کنندگان بازار صکوک در سراسر جهان، از ورود دولت‌های جدید به این بازار به‌ویژه در مورد صکوک دارای رتبه اعتباری AAA استقبال خوبی می‌کنند. زیرا مسیر شرکت‌ها برای ورود به بازار را هموار می‌کند. این امر می‌تواند موجب فراهم شدن حجم و تنوع کافی در انتشار صکوک شود، چیزی که بازار صکوک مدت‌ها از آن بی‌بهره بوده است [۲۵]. پیش‌بینی می‌شود که دولت‌ها و شرکت‌های اروپایی و امریکایی بیشتری در این بازار وارد شوند و منابع بیشتری را از طریق صکوک به‌دست آورند [۱]. جدول شماره ۲ فهرستی از مهم‌ترین صکوک بین‌المللی منتشر شده (از نظر مبلغ انتشار) بین ژانویه ۲۰۱۴ تا ژوئیه ۲۰۱۵ را نشان می‌دهد.

جدول شماره ۲: صکوک بین‌المللی منتخب از نظر حجم انتشار طی زانویه ۲۰۱۴ تا ژوئیه ۲۰۱۵

ناشر	سال انتشار	کشور	نوع صکوک	مبلغ انتشار (میلیون دلار)	سررسید (سال)	واحد پول	ساختار
دولت مالزی	۲۰۱۵	مالزی	دولتی	۵۰۰,۱	۲۰	دلار امریکا	ترکیبی
دولت اندونزی	۲۰۱۴	اندونزی	دولتی	۵۰۰,۱	۱۰	دلار امریکا	وکالت
پتروناس	۲۰۱۵	مالزی	شرکتی	۲۵۰,۱	۵	دلار امریکا	وکالت
دولت هنگ کنگ	۲۰۱۵	هنگ کنگ	دولتی	۰۰۰,۱	۵	دلار امریکا	ترکیبی
بانک اسلامی دویی	۲۰۱۵	امارات	شرکتی	۰۰۰,۱	بدون سررسید	دلار امریکا	مضاربه
دولت رأس الخیمه	۲۰۱۵	امارات	دولتی	۰۰۰,۱	۱۰	دلار امریکا	اجاره
بانک توسعه اسلامی	۲۰۱۵	عربستان	شبه دولتی	۰۰۰,۱	۵	دلار امریکا	وکالت
دولت پاکستان	۲۰۱۴	پاکستان	دولتی	۰۰۰,۱	۵	دلار امریکا	اجاره
هواپیمایی امارات	۲۰۱۵	امارات	شرکتی	۹۱۳	۱۰	دلار امریکا	اجاره
بانک اسلامی قطر	۲۰۱۵	قطر	شرکتی	۷۵۰	۵	دلار امریکا	مضاربه

مأخذ: [۲۵]

بازار صکوک داخلی و بین‌المللی از نظر مشارکت‌کنندگان و ویژگی‌ها با یکدیگر متفاوتند. یکی از جنبه‌های تفاوت صکوک داخلی و بین‌المللی، مربوط به ساختار

صکوک منتشر شده در دو بازار است. در بازار صکوک داخلی، ساختار مباحه بیشترین سهم را در صکوک دولتی داشته است. همچنین ساختارهای مشارکت و مباحه در صکوک شرکتی و شبه‌دولتی، سهم بیشتری داشته‌اند. این در حالی است که از زمان تشکیل بازار صکوک بین‌المللی، صکوک اجاره در این بازار بیشتر رایج بوده است. ساختار اجاره در بین صکوک دولتی و شرکتی و ساختار وکالت در بین صکوک شبه‌دولتی بیشترین سهم را داشته است [۲۵].

از مباحث مهم در انتشار صکوک، انواع ریسک‌های بالقوه در آن‌ها است. از این‌رو معمولاً ناشران در امیدنامه صکوک به ریسک‌های احتمالی صکوک منتشر شده اشاره می‌کنند تا سرمایه‌گذاران با آگاهی از آنها اقدام به خریداری و مبادله صکوک نمایند. هر یک از انواع صکوک برحسب ساختار و ارکان خود، ریسک‌های مختلفی دارند که تبیین آن‌ها به‌طور تفصیلی در حوصله این مقاله نیست. ولی به‌طور کلی برای صکوک می‌توان به ریسک‌هایی چون ریسک نرخ بازده (احتمال نوسان نرخ‌های بازده به‌ویژه نرخ‌های معیار در نظر گرفته شده برای بازده صکوک مانند نرخ لایبور)، ریسک اعتباری (احتمال ناتوانی ناشر یا بانی در ایفای تعهدات خود) و ریسک نقدینگی (احتمال ناتوانی در مبادله صکوک در بازار ثانویه)، ریسک انطباق با شریعت (احتمال عدم تطابق صکوک با اصول و ضوابط شرعی) و ریسک‌های مربوط به دارایی پایه اشاره کرد. همچنین در صکوک بین‌المللی برخی ریسک‌ها به‌طور خاص اهمیت بیشتری می‌یابند. برای نمونه، ریسک نرخ ارز (به‌دلیل انتشار صکوک برحسب ارزهای دیگر مانند دلار، یورو و غیره)، ریسک قانونی (مانند احتمال تغییر مقررات کشور ناشر، بروز دعاوی مربوط به ورشکستگی و ارجاع آنها به دادگاه‌های کشورهای دیگر و غیره) و ریسک سیستماتیک (به‌دلیل فهرست شدن صکوک بین‌المللی در بورس‌های مختلف و وجود ارکان گوناگون در انتشار صکوک) از جمله ریسک‌های احتمالی در رابطه با انتشار صکوک بین‌المللی است [۲۹].

## ۵- صکوک بین‌المللی در ایران

جمهوری اسلامی ایران در سال ۱۳۷۳ (۱۹۹۴ میلادی) مقررات ناظر بر انتشار اوراق مشارکت را تهیه کرد و شهرداری تهران به‌عنوان ناشر، اولین اوراق مشارکت را برای تأمین مالی پروژه بزرگراه شهید نواب صفوی منتشر نمود. به دلیل عدم اطلاع پژوهشگران حوزه مالی اسلامی از این ابداع، ایده استفاده از ابزارهای مالی اسلامی را به اوایل سال‌های ۱۹۹۷ میلادی یعنی سه سال پس از تصویب ضوابط اجرایی انتشار اوراق مشارکت ایران نسبت می‌دهند. بنابراین، ایران به‌عنوان اولین کشوری بود که اقدام به طراحی و انتشار چنین ابزارهایی نمود. البته توسعه بازار صکوک و طراحی انواع مختلف آن توسط سایر کشورهای اسلامی به‌ویژه کشورهای عربی و مالزی بوده است.

پس از تصویب قانون بازار اوراق بهادار ایران در سال ۱۳۸۴، بازار صکوک کشور از نظر حجم و تنوع ابزارهای مالی موجود توسعه قابل توجهی داشته است. طی این مدت حجم قابل توجهی صکوک داخلی در کشور منتشر شده است. تنها در بازار سرمایه ایران در سال ۱۳۹۴، مبلغ ۷۲۷۹ میلیارد ریال صکوک منتشر شده است. در بازار مالی ایران، تاکنون انواع صکوک با بازده ثابت و متغیر و نیز صکوک غیرانتفاعی در کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار مورد بررسی و تایید قرار گرفته است و برخی از انواع آن مانند اوراق اجاره، مباحه، سلف و مشارکت به مرحله اجرا نیز رسیده است.

با وجود توسعه بازار صکوک داخلی در ایران، از نظر انتشار صکوک بین‌المللی، کشور ایران، جایگاه مناسبی در بین کشورهای وارد شده در این بازار ندارد. اولین و تنها مورد انتشار صکوک بین‌المللی در ایران، مربوط به صکوک ارزی شرکت نفت و گاز پارس است. این صکوک که می‌توان آن را از نوع صکوک یورو<sup>۱</sup> دانست، از

<sup>۱</sup> EuroSukuk

اواخر سال ۱۳۸۸ و سپس سال ۱۳۸۹ از طریق نظام بانکی طی چهار مرحله و در مجموع به مبلغ ۱,۲ میلیارد یورو (به‌همراه ۴۰ هزار میلیارد ریال اوراق مشارکت ریالی) با هدف مشارکت بیشتر مردمی و تأمین مالی بخشی از فازهای باقیمانده میدان مشترک گازی پارس جنوبی انتشار یافت. با وجود تلاش‌های صورت گرفته برای فروش اوراق مشارکت ارزی، به‌دلیل تشدید تحریم‌های بانکی و بروز شرایط متلاطم ارزی در اوایل سال ۱۳۹۰، این تلاش‌ها، آن‌گونه که باید به ثمر نشست و فروش اوراق مشارکت ارزی بعد از سال ۱۳۸۹ موفقیت‌آمیز نبود و طی سالیان اخیر کشور ایران، نمود قابل توجهی در بازار صکوک بین‌المللی نداشته است. این در حالی است که بازار صکوک بین‌المللی در سطح دنیا، از رشد زیادی برخوردار بوده و کشورهای چوچون امارات و مالزی در این بازار پیشگام بوده‌اند.

با توجه به نهایی شدن توافق هسته‌ای ایران با عنوان برنامه جامع اقدام مشترک در سال ۱۳۹۵ و رفع برخی تحریم‌های اقتصادی ایران، در صورت فراهم شدن برخی زیرساخت‌ها و انجام اقدامات لازم، کشور ایران نیز می‌تواند در بازار صکوک بین‌المللی، نقش مؤثری ایفا کند. در این میان، نقش نظام بانکی کشور نیز بسیار مهم است و در توسعه این بازار مؤثر خواهد بود. در ادامه برخی جنبه‌های مربوط به نقش نظام بانکی در توسعه بازار صکوک بین‌المللی و نیز اهمیت توسعه این بازار برای نظام بانکی تشریح می‌شود.

#### ۶- نقش نظام بانکی در توسعه بازار صکوک بین‌المللی ایران و الزمات پیش‌رو

بانک‌ها و مؤسسات مالی همواره به‌عنوان یکی از بازیگران اصلی در بازارهای مالی شناخته می‌شوند و معمولاً بخش قابل توجهی از اوراق بهادار توسط آنها منتشر می‌شود. در بازار صکوک بین‌المللی نیز بانک‌ها و مؤسسات مالی اسلامی نقش برجسته‌ای دارند. به‌طور کلی، بانک‌ها در انتشار صکوک می‌توانند نقش‌های مختلفی داشته باشند. گاهی بانک در نقش عامل، صکوک منتشر می‌کند و برای

موجودیت دیگر تأمین مالی انجام می‌دهد. در این حالت، یک یا گروهی از دارایی‌های مشتری، پایه انتشار صکوک قرار می‌گیرد. گاهی بانک در نقش بانی، برای تأمین منابع برای خود صکوک منتشر می‌کند. این حالت خود بر دو نوع است؛ گاهی بانک بر پایه دارایی‌های غیرتسهیلاتی (مانند شعب خود) و گاهی بر پایه دارایی‌های تسهیلاتی، صکوک منتشر می‌کند [۱۸]. همچنین بانک می‌تواند به‌عنوان ضامن یا بازارگردان نیز در بازار صکوک ایفای نقش نماید.

ورود بانک‌های کشور به بازار صکوک بین‌المللی علاوه بر توسعه این بازار، مزیت‌های قابل توجهی نیز برای بانک‌ها خواهد داشت. برای نمونه، از چالش‌های کنونی نظام بانکی ایران، پایین بودن نسبت کفایت سرمایه در بانک‌های ایران نسبت به استانداردهای بین‌المللی است. بانک‌های اسلامی، برای انطباق با استانداردهای بانکی کمیته بال و البته با رعایت قوانین شریعت در نحوه تأمین سرمایه، باید به افزایش سرمایه قانونی خود بپردازند. انتشار صکوک از راهکارهایی است که از طریق آن امکان برآورده کردن الزامات سرمایه‌ای مربوط به توافقنامه‌های بال و تقویت سرمایه بانک‌ها فراهم می‌شود. این صکوک به‌عنوان صکوک منطبق با بال<sup>۳</sup> شناخته می‌شود و بانک‌ها می‌توانند از ساختارهای مختلف مانند مشارکت، مضاربه و وکالت برای انتشار این صکوک و دستیابی به سطوح استاندارد کفایت سرمایه استفاده نمایند. انتشار این صکوک، این امکان را برای بانک‌ها فراهم می‌سازد که در عین تقویت سپر سرمایه‌ای خود، سهم بازار صکوک و عرضه صکوک در بازارهای جهانی را نیز افزایش دهند و موجب توسعه بازار صکوک بین‌المللی در نظام مالی کشور شوند. عدم نیاز به ذخیره قانونی، احتیاطی و نقدینگی، افزایش ظرفیت اعطای تسهیلات، مدیریت نقدینگی بهتر، تأمین مالی پایدار و توجه به سلیق گوناگون سرمایه‌گذاران با درجات ریسک مختلف از سوی

<sup>۱</sup> Basel III compliant sukuk

بانک‌های اسلامی، برخی از مهم‌ترین مزایای استفاده از صکوک منطبق با بال ۳ توسط بانک‌های اسلامی، است [۱۸]. تاکنون برخی بانک‌های اسلامی بزرگ، اقدام به انتشار این صکوک کرده‌اند که برخی از مهم‌ترین آنها عبارتند از [۲۸]:

- انتشار یک میلیارد دلار صکوک توسط بانک اسلامی ابوظبی برای افزایش سرمایه ردیف اول در سال ۲۰۱۲

- انتشار یک میلیارد دلار صکوک توسط بانک اسلامی دویی برای افزایش سرمایه ردیف اول در سال ۲۰۱۳

- انتشار ۱/۴ میلیارد ریال سعودی (معادل حدود ۳۷۳ میلیون دلار) صکوک توسط بانک سعودی هلندی برای افزایش سرمایه ردیف دوم در سال ۲۰۱۲.

نظام بانکی از جنبه‌های گوناگون می‌تواند به توسعه بازار صکوک بین‌المللی در ایران کمک نماید. بانک‌های ایرانی می‌توانند در نقش بانی به انتشار صکوک بین‌المللی مبادرت ورزند و از طریق آن، نسبت کفایت سرمایه خود را تقویت نمایند و در نتیجه شرایط بهتری برای فعالیت در عرصه بین‌المللی کسب نمایند. زیرا از ملاک‌های مهم سایر بانک‌ها و مؤسسات خارجی برای همکاری با بانک‌های داخلی، وجود شرایط مطلوب از نظر وضعیت سرمایه است. در این راستا، استفاده از ظرفیت مؤسسات بین‌المللی مالی اسلامی مانند بانک توسعه اسلامی، هیئت خدمات مالی اسلامی و ... در تسهیل فرایند انتشار و جلب اطمینان سرمایه‌گذاران و فعالان بین‌المللی در این بازار، نقش کلیدی خواهد داشت.

نظام بانکی در فرایند انتشار صکوک بین‌المللی توسط ناشران دیگر از جمله دولت، مؤسسات دولتی، شرکت‌ها و مانند آن نیز اثرگذار باشد. برای نمونه، با انتشار صکوک بین‌المللی توسط بنگاه‌های تولیدی بزرگ کشور، از یک‌سو شرکت‌ها می‌توانند به مزایایی چون دسترسی به منابع مالی بیشتر، تقویت وجهه و اعتبار بین‌المللی، پوشش ریسک نرخ ارز و غیره دست پیدا کنند و از سوی دیگر، نظام بانکی نیز می‌تواند از مزایایی چون افزایش درآمدهای کارمزد محور (از محل



انتشار یا ضمانت اوراق)، افزایش ظرفیت اعتباری برای حمایت از تأمین مالی خرد، افزایش تنوع و عمق بازار بین‌بانکی، متنوع‌سازی و توسعه ابزارهای سیاست‌گذاری پولی و غیره بهره‌مند شود. در واقع، با توجه به آنکه نظام مالی ایران، بانک‌محور است، می‌توان از این ظرفیت در زمینه توسعه بازار صکوک بین‌المللی و کمک به تقویت ناشران و فعالان این بازار از طریق نظام بانکی استفاده کرد. برخی از الزامات و اقدامات پیش روی نظام بانکی به‌منظور بهره‌مندی از ظرفیت بازار صکوک بین‌المللی به‌شرح ذیل است:

- تهیه قوانین و مقررات لازم برای تسهیل انتشار صکوک بین‌المللی در نظام بانکی
- شناسایی و بررسی زمینه‌های انتشار صکوک بین‌المللی توسط ناشران مختلف و نحوه ایفای نقش نظام بانکی در آنها
- تشکیل گروه‌های تخصصی به‌منظور بررسی چالش‌های فقهی و مالی انتشار صکوک بین‌المللی و ارائه راهکارهای لازم برای رفع آن‌ها
- همکاری و تعامل بیشتر با مؤسسات بین‌المللی مقررات‌گذار در زمینه مالی اسلامی
- ارتقای سطح استانداردهای نظام بانکی در چارچوب استانداردهای بین‌المللی مانند توافقنامه‌های بال، استانداردهای IFSB و ...
- توسعه همکاری و تعامل با بازار سرمایه در زمینه انتشار صکوک بین‌المللی
- تقویت زیرساخت‌های الکترونیکی برای انتشار اوراق بهادار در مقیاس بین‌المللی

### جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

در این مقاله، پس از معرفی اوراق قرضه بین‌المللی و انواع آن، صکوک بین‌المللی به‌عنوان یکی از ابزارهای نوین مالی در صنعت مالی اسلامی معرفی شد و ضمن بررسی وضعیت این صنعت در نظام مالی ایران، نقش و جایگاه نظام بانکی در توسعه بازار صکوک بین‌المللی نیز تبیین گردید. با وجود آنکه کشور ایران سهم قابل توجهی از دارایی‌های منطبق با شریعت در صنعت مالی اسلامی را داراست،

ولی عمده این سهم مربوط به دارایی‌های نظام بانکی است و اوراق بهادار اسلامی یا صکوک سهم چندانی در این میان ندارد. گر چه طی سال‌های گذشته در زمینه انتشار صکوک داخلی، اقدامات و فعالیت‌های خوبی صورت گرفته و بازار صکوک داخلی رشد مناسبی تجربه کرده است، ولی بازار صکوک بین‌المللی در ایران، بنا به دلایل گوناگون رشد خوبی نداشته و شاید بتوان گفت بازاری بکر است.

نظام بانکی می‌تواند در توسعه بازار صکوک بین‌المللی نقش قابل توجهی ایفا کند. برای نمونه انتشار صکوک منطبق با بال ۳ توسط بانک‌ها، ضمن تقویت سرمایه بانک‌ها موجب توسعه این بازار و افزایش وجهه نظام مالی ایران در فضای بین‌المللی خواهد شد. هر چند برخی موانع سیاسی از جمله وجود تحریم‌های اقتصادی، شرایط دشواری را برای ورود به عرصه بین‌المللی و توسعه بازار صکوک بین‌المللی پدید آورده است، ولی مناسب است نظام بانکی، با همکاری سایر ارکان اقتصادی کشور، بسترها و اقدامات لازم را طوری طرح‌ریزی و اجرا نماید که در صورت برطرف شدن موانع بیرونی، امکان استفاده حداکثری از شرایط پدید آمده فراهم شود.

تشکیل مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری و تقویت سازوکارهای ارتقای کیفیت اعتباری، تسهیل و تقویت قوانین مربوط به سرمایه‌گذاری خارجی، استانداردسازی گزارشگری مالی در بازار پول و سرمایه کشور، همکاری نزدیک‌تر با برخی مؤسسات مالی بین‌المللی مانند بانک توسعه اسلامی، هیئت خدمات مالی اسلامی، رفع موانع ارتباط با بانک‌های خارجی، ارتقای استانداردهای صنعت بانکی و ... از جمله اقدامات قابل پیگیری به‌منظور فراهم شدن بستر لازم برای انتشار صکوک بین‌المللی در نظام مالی ایران است.

## کتابنامه

## فارسی و انگلیسی

- [1] G. Arnold: *Financial Times Guides Bond and Money Markets*, Harlow, England; New York: Pearson, 2015.
- [2] C. S. Eun and B. G. Resnick: *International Financial Management*, Seventh Edition ed., New York, NY: McGraw-Hill/Irwin series in finance, insurance, and real estate. McGraw-Hill Education., 2015.
- [3] M. Zulkhibri: *A Synthesis of Theoretical and Empirical Research on Sukuk*, Borsa Istanbul Review, vol. 15, no. 4, p. 237–248, 2015.
- [4] S. Cakir and F. Raei: *Sukuk vs. Eurobonds: Is There a Difference in Value-at-Risk?*, IMF Working Paper No. 07/237, 2007.
- [5] A. I. Maghyereh and B. Awartani: *Dynamic Transmissions Between Sukuk and Bond Markets*, Research in International Business and Finance, vol. 38, p. 246–261, 2016.
- [6] M. Ariff and M. Safari: *Valuation of Islamic debt instruments, the Sukuk: Lessons for market development*, Islamic banking and finance—Essays on corporate finance, efficiency and product development, p. 1, 2015.
- [7] A. R. Abdul Rahman: *Accounting regulatory issues on investments in Islamic bonds*, International Journal of Islamic Financial Services, vol. 4, no. 4, pp. 20-35, 2003.
- [8] H. Fathurahman and R. Fitriati: *Comparative analysis of return on sukuk*, American Journal of Economics, vol. 3, no. 3, pp. 159-163, 2013.
- [9] A. A. Tariq and H. Dar: *Risks of Sukuk structures: Implications for resource mobilization*, Thunderbird International Business Review, vol. 49, no. 2, p. 203–223, 2007.
- [10] R. Wilson: *Innovation in the structuring of Islamic sukuk securities*, Humanomics, vol. 24, no. 3, p. 170–181, 2008.

- [11] N. Alam, K. M. Hassan and M. A. Haque: *Are Islamic Bonds Different from Conventional Bonds? International evidence from capital market tests*, Borsa Istanbul Review, vol. 13, no. 3, p. 22–29, 2013.
- [12] Z. Mohd Ashhari, L. S. Chun and A. M. Nassir: *Conventional Vs Islamic Bonds Announcements; The Effects on Shareholders' Wealth*, International Journal of Business and Management, vol. 4, no. 6, 2009.
- [13] Y. Ibrahim and M. S. Minai: *Islamic bonds and the wealth effects: evidence from Malaysia*, Investment Management and Financial Innovations, vol. 6, no. 1, p. 184–191, 2009.
- [14] N. Ahmad, S. N. M. Daud and Z. Kefeli: *Economic Forces and the Sukuk Market*, Procedia - Social and Behavioral Sciences, vol. 65, p. 127 – 133, 2012.
- [15] A. Said and R. Grassa: *The Determinants of Sukuk Market Development: Does Macroeconomic Factors Influence the Construction of Certain Structure of Sukuk?*, Journal of Applied Finance & Banking, vol. 3, no. 5, p. 251–267, 2013.

[۱۶] ا. مزینی، س. قربانی و ن. صلح خواه: *طراحی الگوی عملیاتی تأمین مالی بخش صادرات با استفاده از صکوک در اقتصاد ایران*، فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی (رشد و توسعه پایدار)، جلد سال چهاردهم، شماره شماره ۲، صص ۲۰۵–۲۳۳، ۱۳۹۳.

[۱۷] ا. زینت بخش: *صکوک منطبق با استانداردهای کمیته بازل ۳: ابزاری برای افزایش سرمایه قانونی بانک‌ها و تقویت بازار سرمایه ایران*، پایگاه اطلاع‌رسانی بازار سرمایه ایران (<http://www.sena.ir/PrintNews.aspx?ID=24478>)، ۱۳۹۳/۱۲/۶.

[۱۸] ر. خوانساری: *کاربرد صکوک در تقویت سرمایه بانک‌ها: تجربه بین‌المللی براساس توافقنامه بال ۳*، در مجموعه مقالات بیست و ششمین همایش بانکداری اسلامی (شهریور ۱۳۹۴)، تهران، ۱۳۹۴.

- [19] A. Saunders and M. M. Cornett: *Financial markets and institutions*, New York: McGraw-Hill/Irwin, 2012.
- [20] BIS: *Bank for International Settlements*, July 2016. [Online]. Available: <http://stats.bis.org>.
- [21] IFSB: *IFSB Islamic Financial Services Industry Stability Report 2016*, Islamic Financial Services Board, 2016.
- [22] P.-O. Klein and L. Weill: *Why do companies issue sukuk?*, Review of Financial Economics, pp. 1-8, 2016.
- [23] A. Jobst, P. Kunzel, P. Mills and A. Sy: *Islamic bond issuance: What sovereign debt managers need to know*, International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and, vol. 1, no. 4, p. 330-344, 2008.
- [۲۴] ر. خوانساری و و. قلیچ: *صکوک سامورایی*، پورتال پژوهشکده پولی و بانکی &<http://www.mbri.ac.ir/Default.aspx?PageName=islamicbankingpages> (ID=90556). ۱۳۹۲/۱۱/۰۷.
- [25] IIFM: *A Comprehensive Study of the Global Sukuk Market*, International Islamic Financial Market, Manama, 2016.
- [26] M. Safari, M. Ariff and S. Mohamad: *Sukuk Securities; New Ways of Debt Contracting*, Singapore: John Wiley & Sons, 2014.
- [27] IFSB: *IFSB Islamic Financial Services Industry Stability Report 2015*, Islamic Financial Services Board, 2015.
- [28] B. G. Lackmann: *Basel III Creates New Opportunities for Sukuk (Islamic Bond) Issuance*, Nomura Journal of Capital Markets, vol. 6, no. 1, 2014.
- [29] O. Ismath Bacha and A. Mirakhor: *Islamic Capital Markets; a Comparative Approach*, Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, 2013.
- [30] KFHR: *Global Sukūk Weekly Report*, 18 September 2014.

- [31] F. E. Warnock and V. C. Warnock: *International Capital Flows and U.S. Interest Rates*, Federal Reserve System, 2005.
- [32] J. Burger and F. Warnock: *Foreign Participation in Local Currency Bond Markets*, Review of Financial Economics, vol. 16, no. 3, 2007.