

پژوهشکده پولی و بانکی
بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران



دست‌نامه صکوک: راهنمایی برای ساختاردهی صکوک

رضا یارمحمدی
رسول خوانساری
سید محمد حسن ملیحی

MBRI -TR-96012

بهمن ۱۳۹۶

گزارش ترجمه‌ای

www.mbri.ac.ir



پژوهشکده پولی و بانکی
بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

پژوهشکده پولی و بانکی

بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

تهران: میدان آرژانتین، ابتدای بزرگراه آفریقا، پلاک ۱۰

کدپستی: ۱۵۱۴۹۴۷۱۱۱ صندوق پستی: ۷۹۴۹-۱۵۸۷۵

www.mbri.ac.ir

- دیدگاه و نظرات ارائه شده در این مقاله متعلق به نویسندگان بوده و لزوماً نظر پژوهشکده پولی و بانکی را منعکس نمی کند.
- کلیه حقوق مادی و معنوی این اثر متعلق به پژوهشکده پولی و بانکی می باشد، لیکن استفاده از نتایج این مقاله با ذکر منبع بلامانع است.



دست‌نامه صکوک: راهنمایی برای ساختاردهی صکوک^۱

رضا یارمحمدی^۲

رسول خوانساری^۳

سید محمد حسن ملیحی^۴

چکیده

اوراق بهادار اسلامی که با عنوان صکوک شناخته می‌شوند، به عنوان 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. یکی از مسائل مهم در بازار صکوک، انواع ساختارهای مورد استفاده در طراحی قرارداد صکوک است که از جهات مختلف بر فرایند انتشار و تسویه صکوک اثرگذار است. صکوک اجاره، مرابحه، مشارکت، وکالت و غیره از جمله ساختارهای مورد استفاده در طراحی صکوک هستند که هر یک ویژگی‌ها و شرایط خاصی دارند و با اهداف گوناگون مورد استفاده قرار می‌گیرند.

در گزارش حاضر پس از طرح پیشینه بازار صکوک و ریشه‌های شکل‌گیری آن، مهم‌ترین ساختارهای قابل استفاده در طراحی صکوک معرفی و تشریح می‌شود. همچنین در مورد هر ساختار، نمونه‌ای به عنوان موردکاوی ارائه شده و فرایند انتشار آن تبیین می‌گردد.

کلید واژه: مالی اسلامی، صکوک، ساختاردهی

^۱. این گزارش برگرفته از گزارشی با عنوان «The Sukuk Handbook: A Guide to Structuring Sukuk» است که از سوی موسسه بین‌المللی Latham & Watkins LLP منتشر شده است. جهت دریافت متن انگلیسی گزارش به این لینک مراجعه شود:
<https://www.jdsupra.com/post/fileServer.aspx?fName=32ee3f20a-f4f-4da4-a9cf-628b43d69e80.pdf>

^۲. دانشجوی دکتری مدیریت مالی، دانشگاه امام صادق (علیه‌السلام).

^۳. کارشناس ارشد پژوهشکده پولی و بانکی و دانشجوی دکتری مدیریت مالی، دانشگاه تهران.

^۴. دانشجوی دکتری مالی بین‌الملل، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکز.



تاریخچه صکوک و توسعه آن

توسعه محصولات مالی مدرن منطبق با موازین شریعت، نسبتاً موضوعی جدید بوده و قدمت آن به اوایل سال ۱۹۷۰ و ظهور اولین بانک اسلامی برمی‌گردد. در سال‌های اخیر، پژوهشگران دینی و فعالان بازار بر این مسئله تاکید کرده‌اند که محصولاتی تولید کنند که علاوه بر داشتن منافع محصولات مالی متعارف، جنبه‌های شرعی نیز در آن مد نظر قرار گیرد. از آنجا که بازار مالی اسلامی روندی رو به رشد را طی می‌کند، فرآیند توسعه ابزارها نیز همچنان ادامه دارد. برآوردها حاکی از آن است که در آینده، ارزش بازار مالی اسلامی به تریلیون‌ها دلار رسیده و بسیاری از نهادها و موسسات مالی در سراسر جهان در مالی اسلامی و از جمله در زمینه صکوک فعال شوند.

سازمان حسابداری و حسابرسی موسسات مالی اسلامی (AAOIFI)، صکوک را اینگونه تعریف می‌کند: «صکوک سرمایه‌گذاری عبارت است از گواهی‌هایی با ارزش مساوی که بعد از اتمام عملیات پذیره‌نویسی، بیانگر پرداخت مبلغ اسمی مندرج در آن توسط خریدار به ناشر است، و دارنده آن مالک یک یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها، منافع حاصل از دارایی و یا ذینفع یک پروژه یا یک فعالیت سرمایه‌گذاری خاص می‌شود». بر این اساس صکوک به عنوان «گواهی‌های امانی سرمایه‌گذاری اسلامی» شناخته می‌شوند.

اوراق قرضه فقط حاکی از تعهد بدهی هستند، در حالی که [بسیاری از] صکوک بیانگر مالکیت یک دارایی مشخص است.

در دهه گذشته بازار صکوک به دلیل استقبال زیاد مردم نسبت به محصولات و خدمات مالی اسلامی با رشد چشمگیری مواجه شد. بر اساس گزارش موسسه اس‌اند‌پی، در سال ۲۰۱۴، حدود ۱۱۶,۴ میلیارد دلار صکوک توسط دولت‌ها، شرکت‌ها و موسسات دولتی منتشر شد. در سال‌های اخیر به دلیل محدودیت‌های نقدینگی در صنعت بانکی، بازار صکوک منبع اصلی تامین مالی برای بسیاری از شرکت‌ها بوده است.

اصول مربوط به مالی اسلامی

اصول کلیدی مرتبط با ساختار صکوک همانند اصول اساسی در دیگر ساختارهای مالی اسلامی، می‌تواند به صورت زیر خلاصه شود:

- دادن یا گرفتن بهره (ربا) ممنوع است.

بر اساس اصول شریعت، پول وسیله‌ای برای سنجش ارزش بوده و یک ابزار مبادله محسوب می‌شود و هیچ مطلوبیت ذاتی ندارد. بر این اساس، مطابق با اصول شریعت، یک سرمایه‌گذار نباید هیچ سود یا منفعتی صرف کارکردن روی پول به دست آورد. در حقیقت بازده یک سرمایه‌گذار باید به واسطه سرمایه‌گذاری و ریسک تجاری



که سرمایه‌گذار پذیرفته است به دست آید. بنابراین سرمایه‌گذاران باید از درآمدی که به واسطه مالکیت دارایی‌ها یا سودهایی که از کسب‌وکارهای ناشی از سرمایه‌گذاری آنها حاصل شده، منتفع شوند.

- دارایی‌های مبنای انتشار صکوک باید مطابق با موازین شریعت باشد:

دارایی‌ها و کسب و کارهای در نظر گرفته شده برای انتشار صکوک باید منطبق با موازین شریعت بوده و نمی‌تواند مرتبط با مواردی همچون قمار و یا تولید و فروش مواد الکلی یا گوشت خوک باشد.

- ممنوعیت غرر، سفته بازی (سفته بازی که منع شده است) و جهالت نسبت به ارکان معامله:

شریعت عمدتاً قراردادهایی همچون قمار، که با عدم اطمینان یا ریسک غیرضروری همراه هستند (معاملات غرری) و یا معاملاتی که در آن شخص به دلیل استفاده از جهل دیگران سودی به دست می‌آورد را ممنوع اعلام کرده است. در حقیقت معاملاتی که با عدم قطعیت در مورد ارکان معامله همچون قیمت، زمان تحویل یا موضوع معامله مواجه هستند توسط شریعت منع شده است. به عبارتی می‌توان گفت کلیه حقوق و تعهداتی که مرتبط با گواهی‌های سرمایه‌گذاری هستند باید شفاف و روشن باشد.

ریشه صکوک

واژه «صک» هر گونه سند و مدرکی دال بر تعهدات مالی طرفین را در برمی‌گیرد. ریشه این واژه به سال ۷۰۰ تا ۱۳۰۰ میلادی بر می‌گردد. در قرآن کریم گفته شده که در تنظیم قراردادها نباید تزلزل راه داشته باشد و همه چیز باید شفاف باشد. همچنین باید نکته زیر نیز در نظر گرفته شود: «هنگامی که می‌خواهید در مورد تعهدات آینده میان دو نفر صحبت کنید بهتر است این تعهدات نوشته شود که این عمل در نزد خدا پسندیده تر بوده و می‌تواند به عنوان مدرکی در نظر گرفته شود و شک و شبهه میان دو طرف معامله را برطرف کند» (سوره بقره، آیه ۲۸۲).

توسعه صکوک به عنوان ابزار مالی مدرن

مجمع فقهی بین‌المللی اسلامی (IIFA)، جهت توسعه بازار صکوک در سال ۱۹۸۸، بیانیه‌ای صادر کرد که در آن چنین آمده بود: «هر ترکیبی از دارایی‌ها (یا منافع آنها) می‌تواند در قالب ابزارهای مالی قرار گیرد که اولاً به قیمت بازار فروخته شده، ثانیاً ترکیب گروه‌های دارایی پایه متشکل از دارایی‌های فیزیکی زیادی است». تصمیمات مجمع فقهی بین‌المللی اسلامی در بسیاری از موسسات مالی منطبق با شریعت و کمیته‌های فقهی آنها بسیار تاثیرگذار است. این بیانیه نقطه عطفی در تکامل مالی اسلامی بوده و راه را برای معرفی صکوک به عنوان ابزارهای بازارهای



سرمایه هموار کرد. همچنین سازمان حسابداری و حسابرسی موسسات مالی اسلامی (AAOIFI) که در سال ۱۹۹۱ تاسیس شد، نقشی مهم در هماهنگ کردن استانداردهای شرعی در صنعت مالی ایفا می‌کند.

مقام پولی بحرین (در حال حاضر بانک مرکزی بحرین) اولین دستگاه دولتی بود که در سال ۲۰۰۱ دست به انتشار صکوک زد. بعدها صکوک منتشر شده در کشورهای دیگر از جمله مالزی، قطر، پاکستان و دبی، توجه بین‌المللی را به خود معطوف کرد و شرایط را برای رشد بی‌سابقه صکوک در عرصه بین‌المللی فراهم نمود. برای مثال در کشورهای عضو شورای همکاری خلیج فارس انتشار صکوک بین سال‌های ۲۰۰۵ تا ۲۰۰۷ دو برابر شد یعنی حجم آن از ۲۵,۵ میلیارد دلار به ۴۸,۲ میلیارد دلار رسید.

ولی در اواخر سال ۲۰۰۸ و اوایل سال ۲۰۰۹ صکوک رشد کمتری را به خود دید که این امر دو دلیل عمده داشت:

- شبیهاتی که نسبت به انطباق برخی از ساختارهای صکوک با شریعت مطرح شد؛
- بحران اعتباری جهانی که موجب افزایش هزینه‌های استقراض و کاهش تعهد و اعتماد سرمایه‌گذاران به بازار اوراق بهادار شد.

در اواخر سال ۲۰۰۷، شیخ تقی عثمانی رییس سازمان حسابداری و حسابرسی موسسات مالی اسلامی (AAOIFI)، این سوال را مطرح کرد که آیا اکثر ابزارهای صکوک که در بازار موجود هستند با اصول شریعت تطابق دارند یا خیر؟ عدم اطمینان پیش آمده در بازار در پی اظهار نظر شیخ تقی عثمانی موجب شد فقهای AAOIFI نشست‌هایی را در اوایل سال ۲۰۰۸ برگزار کنند و پیرو آن، این سازمان یک بیانیه رسمی به عنوان رهنمودی درباره ساختارهای صکوک منتشر کرد.

در گذشته ساختار تعدادی از صکوک منتشره همچون مضاربه و مشارکت، بدین صورت بود که بانی به واسطه (ناشر) تعهد خرید دارایی پایه به قیمت اسمی را در زمان سررسید یا به هنگام بروز نکول در اوراق می‌داد. ولی طبق بیانیه AAOIFI این امر خلاف موازین شریعت شناخته شد و باید بانی تعهد خرید دارایی مبنای انتشار اوراق را بر مبنای خالص ارزش دارایی، ارزش بازار، ارزش معادل نقدی یا هر قیمتی که در زمان خرید دارایی به توافق می‌رسیدند، تعیین می‌کرد.

هدف AAOIFI از صدور این بیانیه، اطمینان از انطباق صکوک منتشر شده در آینده با شریعت بر اساس استانداردهای منتشر شده از سوی این سازمان بود.

انتشار صکوک شرکت‌های بزرگ در کشورهای شورای همکاری خلیج فارس از رقم ۱۳,۵ میلیارد دلار به رقم ۵,۵ میلیارد دلار در سال ۲۰۰۸ کاهش یافت. بسیاری از فعالان بازار مالی اسلامی معتقد بودند این بیانیه قصد بازنگری در صکوک منتشر شده تا پیش از آن را نداشته است، گرچه این بیانیه درباره این موضوع ساکت بوده است. به هر حال صدور این بیانیه همزمان با وقوع بحران مالی جهانی موجب کاهش شدیدی در انتشار صکوک



شد. به طوری که حجم انتشار صکوک شرکتی در کشورهای عضو شورای همکاری خلیج فارس از ۱۳,۵ میلیارد دلار در سال ۲۰۰۷ به ۵,۵ میلیارد دلار در سال ۲۰۰۸ کاهش یافت.

گرچه تعیین سهم هر یک از دو عامل در کاهش رشد بازار صکوک دشوار است، ولی این حقیقت که بیانیه AAOIFI در عین الزام آور نبودن موجب افول بازار صکوک شده، واضح است. همچنین این بیانیه موجب شد تا بسیاری از متخصصان در ساختارهای صکوک بازنگری کنند و در عین حفظ ویژگی‌های اقتصادی صکوک، آنها را بر اساس اصول تجویز شده در بیانیه طراحی کنند.

یکی از نتایج بیانیه AAOIFI، این است که بازار صکوک به صورت فزاینده حول سه نوع صکوک، استانداردسازی (همگون) شده است: اجاره، مرابحه و مضاربه-وکالت. با وجود این، هنوز این استانداردسازی بطور کامل عنصر عدم قطعیت را در رابطه با طراحی ساختار منطبق با شریعت حذف نکرده است.

بازار امروزی صکوک

بازار صکوک جهانی پس از طی دوره بحران مالی جهانی به سرعت در حال رشد بوده و در سال ۲۰۱۵ حجم آن به ۶۳,۵ میلیارد دلار رسیده است. در حال حاضر بازار صکوک، منبع سرمایه مهمی برای بسیاری از شرکت‌ها، دولت‌ها و نهادهای عمومی در جنوب شرقی آسیا، خاورمیانه و شمال آفریقا به حساب می‌آید. در حال حاضر کشور مالزی به همراه کشورهای اندونزی و عربستان سعودی بیشترین سهم از انتشار صکوک را به خود اختصاص داده‌اند.

در گذشته، مشکلات مربوط به طراحی ساختارهای صکوک سبب می‌شد بسیاری از اشخاصی که نیاز به تامین منابع مالی دارند بتوانند از طریق بازار اوراق قرضه یا از طریق وام‌های بانکی توسط بانک‌های اروپا و ایالات متحده، اقدام به جذب منابع مالی کنند. علاوه بر این، قیمت‌گذاری (نرخ بازده) صکوک به طور کلی جذابیت کمتری نسبت به وام‌های معمولی و بازار اوراق قرضه متعارف داشت. با این حال، بحران اعتباری در اروپا و ایالات متحده همراه با بحران منطقه یورو، چشم انداز را تغییر داد و سبب شد بسیاری از شرکت‌ها به صورت فزاینده‌ای به سمت بازار صکوک با نقد شوندگی بالا حرکت کنند.

در سال‌های اخیر، امارات متحده عربی، به ویژه دبی، به شدت به تامین مالی بین‌المللی متکی بوده‌اند. دبی نیازمند تامین مالی حدود ۸,۱ میلیارد دلار برای بازسازی جاده‌ها، ساخت فرودگاه، هتل‌ها و توسعه شبکه ریلی خود جهت آماده سازی نمایشگاه آخرین دستاوردهای نوآوری جهانی ۲۰۲۰ است؛ که می‌تواند منجر به انتشار حجم بالایی از صکوک در این کشور شود. حتی انتظار می‌رود کشورهای هم‌چون قطر، که طی سال‌های متمادی، رشد خود را از درآمد حاصل از فروش گاز کسب کرده‌اند، برای تامین مالی جهت ساخت استادیوم‌های مدرن و



زیرساخت‌های مورد نیاز برای جام جهانی ۲۰۲۲، نیازمند تامین مالی خارجی باشند. عقب نشینی بانک‌های اروپایی و آمریکایی شکاف مالی عمیقی در اقتصاد در حال رشد این مناطق پدید خواهد آورد.

در سال ۲۰۱۵ اقتصاد عربستان سعودی و امارات متحده عربی به ترتیب حدود ۳,۴ درصد و ۳,۵-۳ درصد رشد داشته است. به دنبال رشد اقتصادی منطقه، بانک‌ها و نهادهای مالی، سرمایه‌گذاران مهمی در جهت رشد بازار صکوک در خاورمیانه به شمار می‌آیند. علاوه بر این، به دنبال افزایش تعداد کسب و کارهای خانوادگی در خاورمیانه، پس از تحمل ضررهای قابل توجه در سرمایه‌گذاری هایشان در بازارهای اروپایی و آمریکایی، این افراد ترجیح می‌دهند سرمایه‌های خود را در داخل کشورهای خود سرمایه‌گذاری نموده و تاجایی که امکان دارد از ابزارهای منطبق با شریعت بهره‌مند شوند.

به طور معمول صکوک توسط سرمایه‌گذارانی خریداری می‌شود که قصد نگهداری اوراق تا سررسید را دارند. به همین دلیل بازار ثانوی این نوع اوراق معمولاً با وجود بی‌ثباتی در اقتصاد کلان، از ثبات لازم برخوردار است. مهمتر از همه اینکه، به واسطه رشد و توسعه بازار صکوک، ناشران این نوع اوراق قادر به دستیابی به قیمت‌گذاری مطلوب‌تر در مقایسه با معادل آن در بازار اوراق قرضه معمولی هستند. این عوامل به همراه برخی عوامل دیگر سبب شده است که پژوهشگران پیش‌بینی نمایند که حجم انتشار جهانی صکوک تا سال ۲۰۲۰ به رقمی بالغ بر ۲۵۰ میلیارد دلار برسد.

آینده بازار صکوک

برخلاف اوراق قرضه متعارف، صکوک برای ناشران این امکان را فراهم می‌کند تا بتوانند اوراق مذکور را هم در میان سرمایه‌گذاران مسلمان و هم سرمایه‌گذاران غیرمسلمان منتشر کنند. همزمان با رشد بازار صکوک، تمایل سرمایه‌گذاران اروپایی و آمریکایی به این بازار بیشتر شده است. این اوراق در میان سرمایه‌گذاران اروپایی و آمریکایی، به عنوان یکی از بهترین راه‌ها جهت تنوع بخشی پرتفوی و کسب بازده بالاتر از طریق سرمایه‌گذاری در بازارهای در حال رشد آسیای جنوب شرقی، خاورمیانه و شمال آفریقا به حساب می‌آید.

برای مثال، حدود ۲۷ درصد صکوک منتشره شرکت برق عربستان سعودی (با سررسید ۳۰ ساله) در سال ۲۰۱۴ به سرمایه‌گذاران مستقر در ایالات متحده آمریکا فروخته شد. این موضوع نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران آمریکایی به صورت فزاینده‌ای علاقه‌مند به سرمایه‌گذاری در صکوک بلندمدت بوده و سرمایه‌گذاران مهم و بالقوه‌ای برای بازار صکوک محسوب می‌شوند.



طی سالیان گذشته، بخش اعظم صکوک بین‌المللی توسط دولت‌ها و نهادهای عمومی با تضامین مستقیم یا غیرمستقیم دولتی منتشر شده است. با این حال، همان طور که بازار صکوک روز به روز پیچیده تر و بالغ تر می شود، راه برای ورود شرکت‌های دولتی و خصوصی با درجه اعتبارهای گوناگون، به این بازار مهیا می شود.

در اکتبر ۲۰۱۳، شرکت ماجد الفطیم مالک و اپراتور چند مورد از بزرگترین و موفق‌ترین مراکز خرید دبی، صکوک به مبلغ ۴۰۰ میلیون دلار منتشر کرد. این امر نشان می‌دهد که شرکت‌های خانوادگی بدون حمایت دولتی نیز می‌توانند به راحتی به بازار صکوک دسترسی پیدا کرده و اقدام به سرمایه‌گذاری نمایند.

شرکت ماجد الفطیم یکی از شرکت‌های با رتبه اعتباری بالا در خاورمیانه بوده که در زمان انتشار، موسسه فیچ رتبه اعتباری آن را BBB تشخیص داده بود. شرکت توسعه املاک و مستغلات دارالارکان، با وجود داشتن رتبه اعتباری نامناسب برای سرمایه‌گذاری، برای نخستین بار در سال ۲۰۱۰، با موفقیت ۴۵۰ میلیون دلار صکوک با نرخ بازده بالا منتشر نمود. موفقیت ماجد الفطیم و دارالارکان در انتشار صکوک، بازار را برای ورود دیگر شرکت‌های منطقه‌ای خصوصی در خاورمیانه ترغیب کرد.

افزایش وسعت و عمق بازار صکوک جهانی نشان دهنده قابلیت آن در فراهم سازی تامین مالی بلند مدت است. گرچه بیشتر صکوک منتشر شده سررسید سه تا پنج سال دارند، ولی بازار نشان داده است که سرمایه‌گذاران به اوراق با سررسید بالاتر نیز تمایل دارند. برای مثال، در آوریل ۲۰۱۳، شرکت برق سعودی اقدام به انتشار صکوک بین‌المللی با سررسید سی ساله نمود (که سفارشی به میزان ۵ میلیارد دلار یعنی پنج برابر حجم انتشار برای آن ثبت شد) و سرمایه‌گذاران به این اوراق تمایل خاصی نشان دادند طوری که دوباره این شرکت، به فکر انتشار اوراق دیگری با سررسید سی ساله در سال ۲۰۱۴ افتاد.

در آوریل ۲۰۱۴ دولت دبی صکوک با سررسید ۱۵ ساله منتشر کرد که فاقد رتبه اعتباری بود. بعدها شرکت برق سعودی و دولت دبی تصمیم گرفتند صکوک با ساختار ترنچ‌بندی دوگانه (انتشار همزمان هر دو طبقه بلندمدت و کوتاه مدت) منتشر کنند. این ساختار به ناشر این امکان را می‌دهد تا بتواند هم از مزیت تقاضای منطقه‌ای خوب برای اوراق با سررسید کوتاه مدت تر استفاده کرده و هم از تقاضای بین‌المللی برای اوراق با سررسید بلندمدت‌تر بهره مند شود.

در حالیکه بیشتر سرمایه‌گذاران صکوک مربوط به کشورهای اسلامی هستند، اما انتظار بر این است که این اوراق بتواند سرمایه‌گذاران نهادی مهم در دیگر نقاط جهان همچون ایالات متحده، اروپا و آسیا را نیز به طور فزاینده‌ای جذب کند. جهانی‌سازی بازار صکوک نه تنها مزایای قیمتی داشته بلکه منافی را نیز برای ناشران فراهم می‌آورد. انتظار می‌رود که بیشترین صکوک منتشره مربوط به شرکت‌های چندملیتی، به‌ویژه شرکت‌هایی با حجم عملیات قابل توجه در کشورهای اسلامی باشد. برای مثال، در نوامبر سال ۲۰۰۹، جنرال الکتریک، اولین شرکت چندملیتی جهانی بود که بازار را با فروش ۵۰۰ میلیون دلار صکوک به سرمایه‌گذاران در خاورمیانه، آسیا و اروپا،



شگفت‌زده کرد. هدف این شرکت، تامین مالی از طریق منابع جایگزین و غیرغربی و تنوع بخشی به ساختار مالی خود است. اعتقاد بر این است که با وجود بهبودی در شرایط بازار جهانی، ولی همچنان بسیاری از شرکت‌های چندملیتی این رویه را دنبال می‌کنند.

چالش‌های پیش رو بر سر راه توسعه بازار صکوک

اگر چه بازار صکوک با سرعت قابل توجهی در حال رشد و توسعه است، اما همچنان با چالش‌های جدی مواجه است که ممکن است مانع رشد و توسعه آن در آینده شود. در ذیل به برخی از مهمترین چالش‌های پیش رو اشاره شده است:

نظام حقوقی: صکوک نیازمند ایجاد یک نهاد واسط (SPV) و انتقال دارایی‌های مبنای انتشار اوراق، توسط شرکت بانی (تامین مالی‌شونده) به واسط است. این مساله ممکن است سبب افزایش مالیات و هزینه‌های ثبت و بیشتر شدن نقش‌ها و وظایف نهادها شده و این امر نقطه ضعف این اوراق در مقایسه با اوراق قرضه متعارف به حساب آید. یکی از دلایل اصلی که همچنان کشور مالزی به عنوان یکی از کشورهای منتشرکننده بیش از ۶۰ درصد صکوک جهانی به حساب می‌آید به خاطر قوانینی است که در زمینه تصویب مالیات دولتی، نقل و انتقال و ثبت املاک در این کشور وضع شده است تا مزیت صکوک در مقایسه با اوراق قرضه متعارف کاهش نیابد. برخی کشورها نیز به دنبال کاهش قوانین سختگیرانه در مقابل انتشار اوراق بهادار اسلامی (صکوک) هستند. برای مثال، کشور انگلستان در قانون تامین مالی مصوب سال ۲۰۰۹، با حذف موانع مالیاتی سعی در رشد و توسعه بازار صکوک نموده است. تصویب این قانون موجب افزایش انگیزه این کشور برای تبدیل شدن به یک مرکز بین‌المللی پیشرو در زمینه مالی اسلامی شد. در جولای ۲۰۱۴ دولت انگلستان صکوک دولتی به ارزش ۲۰۰ میلیون پوند منتشر کرد که از اولین موارد انتشار صکوک توسط یک دولت مستقل اروپایی به حساب می‌آید. کشورهای ژاپن، سنگاپور و هنگ‌کنگ نیز دست به اقدامات مشابهی زدند.

استاندارد سازی: معمولاً در صکوک منتشر شده یک فتوا (از طریق انتشار بیانیه قانونی) از جانب فقها در مورد انطباق صکوک با ضوابط شرعی صادر می‌شود. در هر کشوری فقها و کارشناسان علوم دینی در رابطه با صکوک منتشره نظرات مختلفی ارائه می‌دهند و هر یک از فقها، مقلدین خاص خود را دارند؛ این امر ممکن است سبب ایجاد ناهمگونی در بازار صکوک شود و بر بازار تاثیر نامطوب بر جای گذارد. از این رو لازم است مجموعه‌ای از اصول و ضوابط که مورد توافق اکثریت نیز هست مد نظر قرار گیرد. دولت مالزی برای رفع این مشکل، یک هیئت نظارت شرعی در سطح ملی تشکیل داده تا از انطباق هر یک از صکوک منتشر شده با اصول پذیرفته شده شرعی اطمینان حاصل شود. دیگر کشورها نیز تلاش‌هایی را در این زمینه انجام داده‌اند.



سازوکار نکول: توسعه یک بازار کامل مستلزم آن است که سرمایه‌گذاران، با حق و حقوق خود و نیز راه‌های برون رفت به هنگام بروز نکول آشنا شوند. در گذشته، بسیاری از سرمایه‌گذاران با توجه به حق مالکیت در دارایی‌های پایه، صکوک را به عنوان ابزاری وثیقه‌دار در نظر می‌گرفتند. با این حال، با وقوع برخی موارد نکول با حجم بالا، سرمایه‌گذاران دریافته‌اند که برخی از صکوک ممکن است در شرایط متعارف مطمئن نباشند.

هرچند از دیدگاه شرعی، معمولاً صکوک به عنوان سهم مشاع در مالکیت استخری از دارایی‌ها، منافع و/یا خدمات در نظر گرفته می‌شود، ولی اینکه سرمایه‌گذاران در هنگام نکول اوراق حق مراجعه به دارایی پایه را داشته باشند یا نه، به ساختار در نظر گرفته شده برای آن اوراق بر می‌گردد. برای مثال، ساختار صکوک ممکن است به گونه‌ای باشد که سازنده دارایی، به جای فروش واقعی دارایی‌های پایه، اقدام به فروش اسمی آنها به نهاد واسط (SPV) نماید. ممکن است این فروش با تعیین حقوق بدون تکمیل تشریفات پذیرش دارایی مورد نیاز صورت گیرد. بدون فروشی واقعی، معمولاً دارندگان صکوک به عنوان طلبکاران غیرتضمین شده نهاد واسط به حساب می‌آیند. حتی در مورد فروش واقعی مالکیت دارایی به نهاد واسط نیز ممکن است توافقنامه‌های قراردادی وجود داشته باشد تا این اطمینان حاصل شود که دارندگان صکوک هیچ گونه ادعای قانونی بر دارایی‌های پایه ندارند. به طور معمول تعهد خریدی که توسط بانی ارائه می‌شود، بدین صورت است که نهاد واسط در صورت بازخرید صکوک یا در صورت نکول، باید دارایی‌ها را به بانی منتقل کند. این تعهد خرید، موجب ایجاد ادعایی قراردادی برای نهاد واسط در مقابل بانی در صورت عدم بازپرداخت قیمت خرید دارایی است که برابر با مبلغ اسمی صکوک است. ولی در صورت عدم ادعا بر روی دارایی‌ها، سبب می‌شود دارندگان صکوک در موقعیتی مشابه با دارندگان اوراق قرضه تحت عنوان اوراق قرضه تضمین نشده معمولی قرار گیرند. بنابراین سطح حمایت از سرمایه‌گذاران، بستگی به ساختار خاص صکوک دارد. به نظر می‌رسد که سازمان حسابداری و حسابرسی موسسات مالی اسلامی (AAOIFI)، استفاده از ساختارهای با پشتوانه دارایی که سرمایه‌گذاران در صورت نکول، حق مراجعه واقعی به دارایی پایه را دارند، تشویق می‌کند. برای مثال در برخی از ساختارهای صکوک، در صورت نکول اوراق، سرمایه‌گذاران فقط حق مراجعه به بانی اوراق را دارند و نمی‌توانند به دارایی مبنای انتشار مراجعه کنند و این امر سبب می‌شود که دارندگان صکوک شبیه دارندگان اوراق قرضه متعارف شوند. البته می‌توان گفت اگرچه ساختارهای صکوک با پشتوانه دارایی (یعنی آنهایی که دارندگان اوراق حق رجوع به دارایی مبنای انتشار را دارند) کماکان وجود دارد، ولی تعداد آنها کم است.



خلاصه ساختارهای صکوک

سازمان حسابداری و حسابرسی موسسات مالی اسلامی، چهارده نوع صکوک مجاز را معرفی کرده است. انتخاب نوع ساختار صکوک به عوامل مختلفی همچون نوع دارایی مبنای انتشار، مالیات، ملاحظات قانونی، سرمایه گذاران هدف و دیدگاه‌های شرعی فقها، بستگی دارد.

در پی انتشار بیانیه AAOIFI، که موجب ایجاد محدودیت‌هایی از جهت بازخرید صکوک به ارزش اسمی یا استفاده از تسهیلات برای جبران زیان در درآمدهای دارایی‌های پایه شد، محبوبیت ساختارهای مشارکت و مضاربه در بازار کاهش یافت.

صرف نظر از ساختار انتخاب شده، در صکوک معمولاً بانی یک واسط را انتخاب می‌کند و مالکیت دارایی‌های پایه را به او منتقل می‌کند. سپس واسط صکوک را منتشر کرده و وجوه حاصل از انتشار را به بانی پرداخت می‌کند. بنابراین به لحاظ نظری، دارایی‌های پایه از سایر دارایی‌های بانی مستقل‌اند. ولی در عمل بانی به استفاده از دارایی‌ها (برای مثال در قالب قرارداد اجاره) یا مدیریت دارایی (برای مثال در قالب مشارکت یا مضاربه) ادامه می‌دهد. به طور معمول، صکوک منتشره به عنوان ابزارهای اعتباری شرکت شناخته می‌شوند و در زمان نکول، دارندگان صکوک حق مراجعه به دارایی‌های خودشان را ندارند. معمولاً بازخرید از طریق اعمال حق دارندگان اوراق در برابر بانی بر اساس تعهد خرید (سازوکاری شبیه به تضمین اصل سرمایه) انجام می‌شود. هرچند اوراق از نظر شرعی، بیانگر حق مالکیت در یک دارایی هستند، ولی واقعیت اقتصادی و تجاری آن است که بیشتر صکوک منتشر شده بدون پشتوانه هستند و این امر می‌تواند آنها را به اوراق قرضه متعارف شبیه نماید.

ملاحظات ساختاری صکوک

برخی ملاحظات برای انتخاب ساختاری مناسب در مورد صکوک وجود دارد که در ذیل به آنها اشاره شده است:

- **انتقال مالکیت:** بسته به کشور محل انتشار، ماهیت دارایی‌های پایه و قرارداد شرعی مورد استفاده، ناشر باید برای انتقال مالکیت دارایی پایه ملاحظات قانونی مربوطه را در نظر بگیرد. این ملاحظات شامل رویه‌های لازم برای انتقال حق مالکیت همانند ثبت و پرداخت هرگونه هزینه مرتبط با انتقال دارایی و مالیات می‌شود.
- **ماهیت دارایی‌ها:** دارایی‌های پایه اوراق باید برای اهداف سازگار با شریعت به کارگرفته شوند. برای مثال نباید در فعالیت‌ها و کسب‌وکارهای مرتبط با مشروبات الکلی، محصولات مرتبط با گوشت خوک و قمار به کار گرفته شوند. برای نقل و انتقال این دارایی‌ها، نباید هیچ گونه مانعی وجود داشته باشد و همچنین باید



ارزش بازاری آنها در زمان انتشار مساوی یا بیشتر از ارزش اسمی اوراق منتشر شده باشد. هرچند ارزش گذاری توسط شخص ثالث الزامی نیست، ولی روش ارزش گذاری و زمان بندی باید به طور دقیق مد نظر قرار گیرد.

- **مالیات و زکات:** تملک یا خرید دارایی‌ها یا دیگر معاملات منطبق با موازین شریعت، ممکن است منجر به مالیات بر ارزش افزوده، مالیات بر درآمد، مالیات بر منفعت سرمایه ای یا اشکال دیگری از مالیات شود. همچنین، مالکیت یک دارایی نیز ممکن است مشمول مالیات شود. در برخی از کشورها (مانند عربستان سعودی) زکات پرداخت می‌شود و این امر در ساختار صکوک نیز دیده می‌شود.
- **قابل معامله بودن صکوک:** برای آنکه صکوک در بازار ثانوی مطابق با اصول شریعت قابلیت معامله داشته باشد، باید نشان دهنده مالکیت در دارایی‌هایی عینی (فیزیکی) باشد، نه اینکه تنها نشان دهنده بدهی یا تعهدات باشد. برخی از فقها معتقدند که دارایی‌های عینی (فیزیکی) باید دست کم یک سوم از ارزش اسمی اوراق را تشکیل دهند. برخی دیگر نیز بر این باورند که بین ۵۱ تا ۷۰ درصد ارزش اسمی اوراق باید از نوع دارایی‌های عینی باشد.^۱
- **تفاوت های منطقه ای:** ساختارهای تامین مالی منطبق با شریعت که در خاورمیانه پذیرفته شده است ممکن است تفاوت‌های زیادی با منطقه آسیا داشته باشد. دلایل زیادی برای وجود این تفاوت‌ها وجود دارد؛ از جمله طرز تفکر و نظرات متفاوت علمای دینی بین منطقه آسیا و خاورمیانه، قوانین مختلف محلی و از همه مهمتر مقررات گوناگون مالیاتی، می‌تواند سبب این تفاوت‌ها باشد. برای مثال در بسیاری از کشورهای عربی حاشیه خلیج فارس ساختار صکوک معاف از مالیات در نظر گرفته می‌شود، در حالی که در برخی کشورهای شرق آسیا، مالیات بر ارزش افزوده، مالیات بر درآمد و انواع دیگر مالیات وجود دارد و بر ساختار صکوک تاثیر می‌گذارد.

^۱. شایان ذکر است این دیدگاه بیشتر در میان اهل سنت به دلیل عدم جواز بیع دین در تعهدات مالی مطرح است. زیرا از نظر فقها طبق قاعده غلبه اکثریت، حکم صکوک بر اساس استخر دارایی‌های پایه در نظر گرفته می‌شود و از این رو لازم است اکثریت استخر دارایی‌ها از نوع فیزیکی یا عینی باشد تا بیع دین در آن مجاز باشد.



خلاصه‌ای از انواع ساختارهای صکوک

در ذیل خلاصه‌ای از هشت نوع صکوکی که مرسوم است آورده شده است.

صکوک اجاره

این نوع اوراق از سال ۲۰۰۸ تاکنون بالاترین حجم انتشار را به خود اختصاص داده و در بازار بیشتر مرسوم بوده است. رواج این نوع صکوک تا حد زیادی به دلیل سازگاری بیشتر با موازین شریعت و نیز آشنایی سرمایه‌گذاران با ساختار فروش و اجاره مجدد است. ماهیت اجاره به عنوان فروش یا اجاره به شرط تملیک، برای ناشرانی که دارایی‌های قابل اجاره همچون املاک و مستغلات، کشتی یا هواپیما دارند، بسیار مناسب است. پرداخت اجاره بها می‌تواند ثابت یا بر اساس نرخ بازار همچون نرخ لایبور در نظر گرفته شود.^۱

صکوک وکالت

اوراق وکالت گواهی‌هایی هستند که به وسیله بانی به منظور تامین مالی جهت تملک یا سرمایه‌گذاری در دارایی‌ها، کالاها یا خدمات منتشر می‌شود. ساختار صکوک وکالت مشابه ساختار مضاربه بوده و این اوراق بیانگر مالکیت مشاع دارندگان آنها در دارایی‌ها، کالاها یا خدمات پایه‌ای این اوراق است. در مرحله بعد، این تملک‌ها یا سرمایه‌گذاری‌ها در اختیار وکیل قرار می‌گیرد تا آنها را از طرف دارندگان اوراق مدیریت کند. دارندگان اوراق ریسک این تملک‌ها و سرمایه‌گذاری‌ها را پذیرفته و در عوض، حق کسب سود ناشی از آنها را به دست می‌آورند.

صکوک مشارکت

ساختار مشارکت زمانی کاربرد دارد که بانی مالک دارایی واقعی مشهود نبوده یا سرمایه لازم برای خرید دارایی را نداشته باشد. از این رو، از قرارداد مشارکت برای تجهیز منابع جهت ایجاد یا توسعه یک پروژه یا تامین مالی یک فعالیت کسب و کار استفاده می‌شود. قبل از انتشار بیانیه AAOIFI در سال ۲۰۰۸، مشارکت یکی از متداول‌ترین ساختارهای صکوک محسوب می‌شد. ولی انتقاد بیانیه از خرید دارایی‌های مبنای انتشار به قیمت اسمی در اوراق مشارکت، منجر به کاهش استفاده از این ساختار در بازار شد.

صکوک مضاربه

ساختار مضاربه شبیه ساختار مشارکت است و زمانی کاربرد دارد که بانی مالک دارایی واقعی مشهود نبوده یا سرمایه لازم برای خرید دارایی را نداشته باشد. این نوع صکوک به صورت خاص برای طرح‌های توسعه‌ای کاربرد

^۱. البته در مورد جواز شرعی انتشار اوراق اجاره با نرخ‌های شناوری همچون لایبور اختلاف نظر وجود دارد.



دارد و ساختار آن به سودآوری پروژه گره می‌خورد. حجم انتشار این نوع صکوک نیز پس از صدور بیانیه AAOIFI در سال ۲۰۰۸ بسیار کاهش یافت. استفاده از صکوک مضاربه توسط بانک‌ها به عنوان سرمایه لایه اول و لایه دوم به منظور اجرای استانداردهای کمیته بال در مورد کفایت سرمایه نیز امکان‌پذیر است.

صکوک استثمار

صکوک استثمار یک ساختار سرمایه‌گذاری بوده و زمانی مورد استفاده قرار می‌گیرد که کسب و کار بانی شامل هیچ دارایی مشهودی نباشد یا دارایی‌های مشهود بانی بسیار اندک باشد. برای مثال، می‌توان به نهادهای مالی اسلامی اشاره کرد که درآمدهایشان از طریق دریافت مطالبات ناشی از انواع مختلف قراردادهایی است که با مشتریان خود امضاء می‌کنند. این حقوق که به واسطه قراردادها به وجود می‌آید می‌تواند به عنوان سببی از دارایی‌های پایه فروخته شود و بازار ثانوی برای آنها شکل بگیرد.

صکوک منفعت

صکوک منفعت بیانگر مالکیت دارنده آن بر مقدار معینی خدمات یا منافع آینده از یک دارایی بادوام است که در ازای پرداخت مبلغ معینی به وی منتقل شده است مانند گواهی حق اقامت در هتل معین برای روز معین، حق استفاده از خدمات آموزشی دانشگاه برای ترم یا سال معین، حق استفاده از یک ساعت پرواز برای مقصد معین و حق استفاده از خدمات حج یا عمره برای سال معین. صکوک منفعت در حالت خاص اوراق بهادار بانام یا بی‌نام قابل نقل و انتقالی است که بر اساس عقود اسلامی منتشر گردیده و نشان دهنده مالکیت مشاع دارندگان آن بر منافع آینده دارایی‌های بادوام می‌باشد که در ازای پرداخت مبلغی معین منتقل شده و دارندگان اوراق می‌توانند از عین یا معادل مالی منافع بهره مند گردند.

صکوک استصناع

واژه استصناع در لغت از باب استفعال از ماده صنع است و به معنای طلب و سفارش ساخت چیزی را می‌گویند و از دید عرف استصناع عبارت است از اینکه کسی یا صنعتگر (مثل نجار) قرارداد ببندد که کالای مشخصی را در زمان معینی برایش بسازد. در اصطلاح استصناع قراردادی است که به موجب آن یکی از طرفین در مقابل مبلغی معین ساخت و تحویل پروژه یا کالای مشخصی در زمان معینی را نسبت به طرف دیگر به عهده (ذمه) می‌گیرد. صکوک استصناع به ویژه برای تامین مالی پروژه‌های زیرساختی کلان مناسب است.

صکوک مراهجه

صکوک مراهجه زمانی مورد استفاده قرار می‌گیرد که بانی صاحب دارایی واقعی مشهود نبوده یا سرمایه لازم برای خرید دارایی را نداشته باشد. در این ساختار، ناشر به واسطه پول‌هایی که از سرمایه‌گذاران جمع‌آوری می‌کند به



وکالت از طرف آنها دارایی مورد نیاز بانی را خریداری کرده و به بانی می‌فروشد. بانی نیز ملزم است در سررسیدهای مشخص اقساط آن را به ناشر پرداخت کرده تا ناشر آن اقساط را در اختیار دارندگان اوراق قرار دهد.

اوراق مرابحه در برخی از کشورها از جذابیت لازم در میان سرمایه‌گذاران برخوردار نیست چرا که به دلیل مسائل شرعی، در آن کشورها برای این نوع اوراق بازار ثانوی وجود ندارد و این اوراق نمی‌توانند به صرف فروخته شوند. چون خرید و فروش این نوع اوراق در حقیقت همان خرید و فروش بدهی محسوب می‌شود که میان علمای آنها محل اختلاف بوده و خرید و فروش آنرا شرعی نمی‌دانند. این دیدگاه بیشتر در میان کشورهای شورای همکاری خلیج فارس و پاکستان جریان دارد. اما کشور مالزی بازار ثانوی اوراق مرابحه را غیرشرعی نمی‌داند. البته اوراق مرابحه در کشورهای شورای همکاری خلیج فارس و پاکستان در صورتی می‌تواند مورد معامله واقع شود که بخش کوچکی از یک پرتفوی بزرگتر از دارایی‌های صکوک که شامل ابزارهای قابل معامله همچون اجاره، مشارکت و یا مضاربه هستند را شامل شود [طبق قاعده غلبه اکثریت].

صکوک اجاره

اجاره شامل انتقال منفعت یک دارایی به شخص دیگر در ازای پرداخت اجاره‌بها است. صکوک اجاره، شایع‌ترین ساختار صکوک است که مورد استفاده قرار می‌گیرد (بر اساس مبلغ انتشار) و از منظر مفسران به عنوان ساده‌ترین ساختار صکوک در مقایسه با دیگر انواع ساختارهای صکوکی که توسعه یافته‌اند، در نظر گرفته می‌شود. این نوع صکوک از محبوبیت خاصی برخوردار است. چرا که ساختار آن ساده بوده و توسط هر دو گروه سرمایه‌گذاران متعارف و سرمایه‌گذاران اسلامی پذیرفته شده است. لازم به ذکر است که موسسات رتبه بندی بین‌المللی نیز این اوراق را پذیرفته‌اند. صکوک اجاره شامل انتقال مالکیت یا منفعت/خدمات دارایی‌های مشهود مانند املاک و مستغلات، هواپیما یا کشتی از بانی به نهاد واسط از طریق انتشار گواهی‌های صکوک است که نشان‌دهنده مالکیت منافع مشاع چنین دارایی‌هایی برای سرمایه‌گذاران است. سپس دارایی توسط نهاد واسط برای یک دوره مشخص که معمولاً با سررسید اوراق منطبق است، به بانی اجاره داده می‌شود.

هر دارنده اوراق، مستحق دریافت اجاره‌به‌های حاصل از قرارداد اجاره متناسب با نسبت مالکیت در دارایی پایه است. مقدار این اجاره‌به‌ها که نهاد واسط آنها را پرداخت می‌کند، برابر با مقدار توزیع دوره‌ای قابل پرداخت صکوک در آن زمان می‌باشد. این مقدار می‌تواند توسط نرخ ثابت یا متغیر (مانند لایبور) بسته به نوع صکوک منتشر شده، محاسبه شود. در تاریخ انتشار، بانی می‌تواند وارد یک تعهد خرید شود که بر اساس آن، این حق به نهاد واسط داده می‌شود تا بانی را ملزم به خرید دارایی‌ها در زمان نکول صکوک یا در سررسیدهای معین با قیمت اعمالی که مساوی مبلغ اصلی به‌علاوه هرگونه مبلغ تعلق گرفته ولی پرداخت نشده در زمان های توزیع دوره‌ای



است، نماید. پولی که توسط نهاد واسط دریافت می‌شود، برای پرداخت مبالغ توزیع دوره‌ای به سرمایه‌گذاران صکوک استفاده خواهد شد. از آنجا که پرداخت‌های صکوک، وابسته به پرداخت‌های بانی به نهاد واسط تحت قرارداد اجاره مربوطه و تعهد خرید است، مشابه با اوراق قرضه شرکتی، دارندگان صکوک، رتبه اعتباری بانی را مد نظر قرار می‌دهند. تنها در صکوک با پشتوانه دارایی، معمولاً مستندات، این امکان را برای دارندگان صکوک فراهم می‌آورد تا در صورت نکول، در مقابل عدم بازپرداخت قیمت خرید دارایی‌ها توسط بانی متناسب با تعهد خرید، که دارندگان اوراق را در موقعیتی مشابه دارندگان اوراق قرضه تحت عنوان اوراق قرضه تضمین نشده معمولی قرار می‌دهد، حق ادعا داشته باشند.

الزامات شرعی در صکوک اجاره

- ۱- موجر باید مالک دارایی بوده یا این حق به او داده شده باشد که بتواند دارایی را به مستاجر اجاره دهد؛
- ۲- سود ناشی از اجاره باید سازگار با موازین شرعی باشد. برای مثال اجاره دادن دارایی به فروشنده ای که مشروبات الکلی می‌فروشد منع شرعی دارد؛
- ۳- دارایی‌های پایه اجاره باید در طول دوره اجاره وجود داشته باشند و نمی‌توان دارایی‌ها را همزمان به اجاره شخص دیگری درآورد.
- ۴- مدت اجاره و مبلغ اجاره‌بها باید در آغاز قرارداد مشخص باشد.
- ۵- مستاجر باید مورد اجاره را برای هدفی که در قرارداد ذکر شده است بکار گیرد.
- ۶- موجر باید در طول مدت اجاره، همچنان آن دارایی را حفظ کند و خدماتی که لازم است در طول دوره اجاره داده شود را انجام دهد. البته او برای این امر می‌تواند یک وکیل به نمایندگی از طرف خود انتخاب کند.
- ۷- هر گونه خسارت احتمالی از جمله آسیب یا از دست رفتن دارایی به عهده واسط (به عنوان موجر) است.

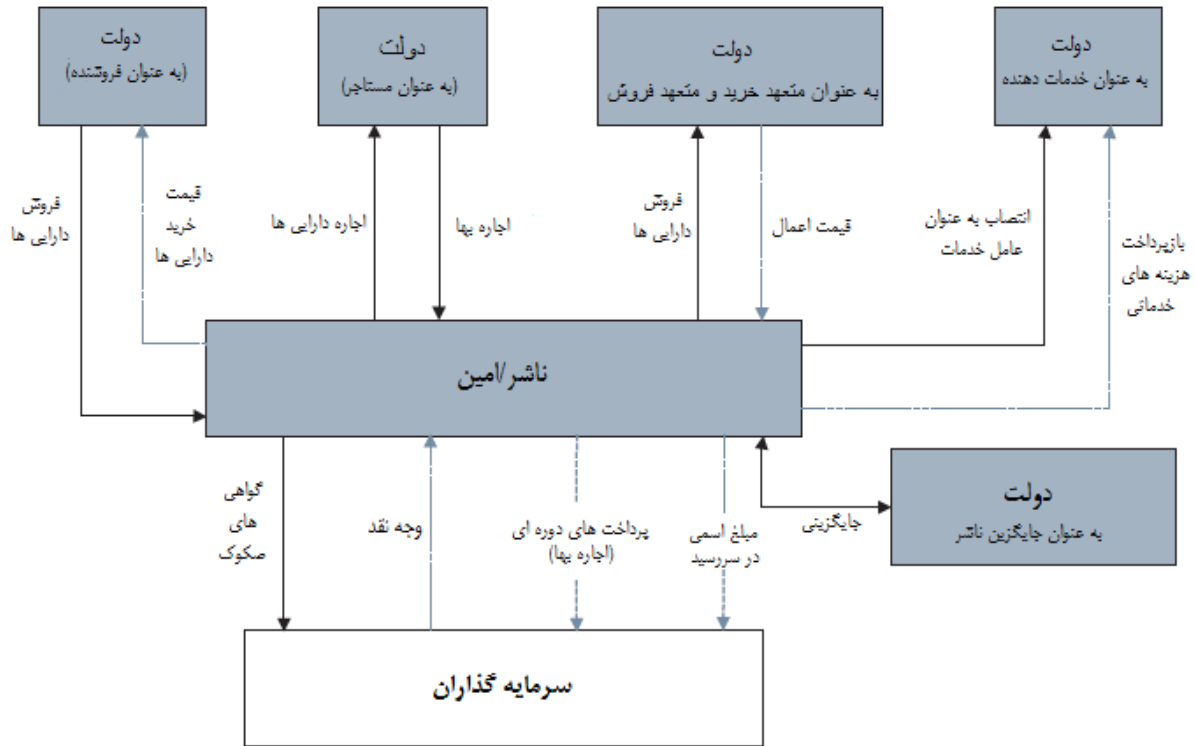
موردکای: دولت دبی

دولت دبی در آوریل ۲۰۱۴ برنامه‌ای را برای انتشار گواهی‌های امانی به ارزش ۵ میلیارد دلار و انتشار ۷۵۰ میلیون دلار صکوک اجاره با سررسید سال ۲۰۲۹ اجرا کرد. این صکوک، اولین مورد انتشار صکوک دولتی ۱۵ ساله و بلندمدت‌ترین صکوک منتشر شده توسط یک ناشر بدون رتبه تا آن تاریخ بود.

بانک اسلامی دبی، بانک ملی دبی امارات، بانک اچ‌اس‌بی‌سی، بانک ملی ابوظبی و بانک استاندارد چارترد، به عنوان مدیران عرضه در معامله، انتخاب شدند. ناشر، امین و موجر در این مورد دایره مالی دبی (Dubai DOF Sukuk) بود؛ شرکتی با مسئولیت محدود که تحت قوانین جزایر کیمن تنها به منظور انتشار صکوک تحت برنامه



انتشار گواهی‌های امانی ثبت شده است. دارایی پایه مشهود قرارداد اجاره املاک و مستغلات واقع در امارات متحده عربی بود.



ساختار صکوک اجاره شامل موارد زیر است:

- ۱- تشکیل یک نهاد واسط مالی: دولت دبی، یک نهاد واسط تحت قانون جزایر کیمن به عنوان ناشر، امین و موجر ایجاد می‌کند.
- ۲- انتشار صکوک: واسط، اقدام به انتشار صکوک می‌نماید.
- ۳- تاسیس امین: سرمایه‌گذاران، صکوک را خریداری کرده و در قبال خرید خود، وجه نقد به واسط می‌پردازند. نهاد واسط نیز یک امین برای حمایت از سرمایه‌گذاران تاسیس می‌کند یا خودش این نقش را عهده‌دار می‌شود.
- ۴- خرید و فروش دارایی پایه: دولت به عنوان فروشنده، دارایی پایه را به نهاد واسط (به عنوان امین) فروخته و انتقال می‌دهد. در حقیقت، نهاد واسط با استفاده از وجه نقد حاصل از فروش اوراق به سرمایه‌گذاران، دارایی پایه را از دولت خریداری می‌کند.
- ۵- قرارداد اجاره (اجاره به شرط تملیک): نهاد واسط به عنوان موجر، طبق قرارداد اجاره، دارایی پایه را به دولت برای مدت مشخصی (ده سال) اجاره می‌دهد.



- ۶- پرداخت های اجاره‌بها: دولت به عنوان مستاجر توافق می‌کند تا طی دوره‌های زمانی مشخص، پرداخت- های منظمی به نهاد واسط به عنوان موجر و امین بپردازد.
- ۷- پرداخت مبالغ توزیعی به سرمایه‌گذاران: نهاد واسط به عنوان ناشر، مبالغی را که دولت به او طی دوره‌های تعیین شده پرداخت می‌کند، در اختیار سرمایه‌گذاران (دارندگان اوراق) قرار می‌دهد.
- ۸- قرارداد خرید و فروش دارایی پایه در سررسید: در سررسید یا بر اساس یک قرارداد اختیار خرید، نهاد واسط به عنوان امین، اقدام به فروش دارایی کرده و دولت ملزم به خرید آن دارایی بر اساس قیمت اعمال از نهاد واسط است.
- ۹- بازپرداخت هزینه های خدمات: نهاد واسط به منظور ایفای وظایف خود همچون قبول تعهدات، پرداخت هزینه‌های نگهداری، بیمه و مالیات مرتبط با دارایی‌ها، می‌تواند دولت را بکار گرفته تا این وظایف را عهده‌دار شود. بدین منظور نهاد واسط در قبال این خدمت‌رسانی دولت، ملزم به پرداخت هزینه به دولت است.

صکوک وکالت

وکالت، قراردادی است که بین دو طرف بسته می‌شود و به موجب آن یک طرف می‌پذیرد که به نمایندگی از طرف دوم عمل نماید. در حقیقت، سرمایه‌گذاران یک شخص را به نمایندگی از طرف خود، برای سرمایه‌گذاری در مجموعه‌ای از سرمایه‌گذاری‌ها یا دارایی‌هایی که توسط نماینده به عنوان وکیل سرمایه‌گذاران و امین آنها خریداری شده است، انتخاب می‌کنند. پس از آن، وکیل بر اساس خبرگی خود سرمایه‌گذاری‌ها را برای مدت زمانی که در توافق آمده است، مدیریت کرده تا بازده مورد نظر حاصل شود. سپس، واسط بازده حاصل شده را برای تامین پرداخت‌های دوره‌ای را که باید توسط ناشر به سرمایه‌گذاران پرداخت شود، به کار می‌گیرد. به طور معمول، هر گونه سود بیش از مقادیر توزیع دوره‌ای به عنوان پاداش انگیزشی به وکیل پرداخت می‌شود. در سررسید اوراق، مدیر سرمایه‌گذاری پرتفوی صکوک را نقد کرده و درآمد حاصل از انحلال را به سرمایه‌گذاران پرداخت می‌کند.

الزامات شرعی در صکوک وکالت

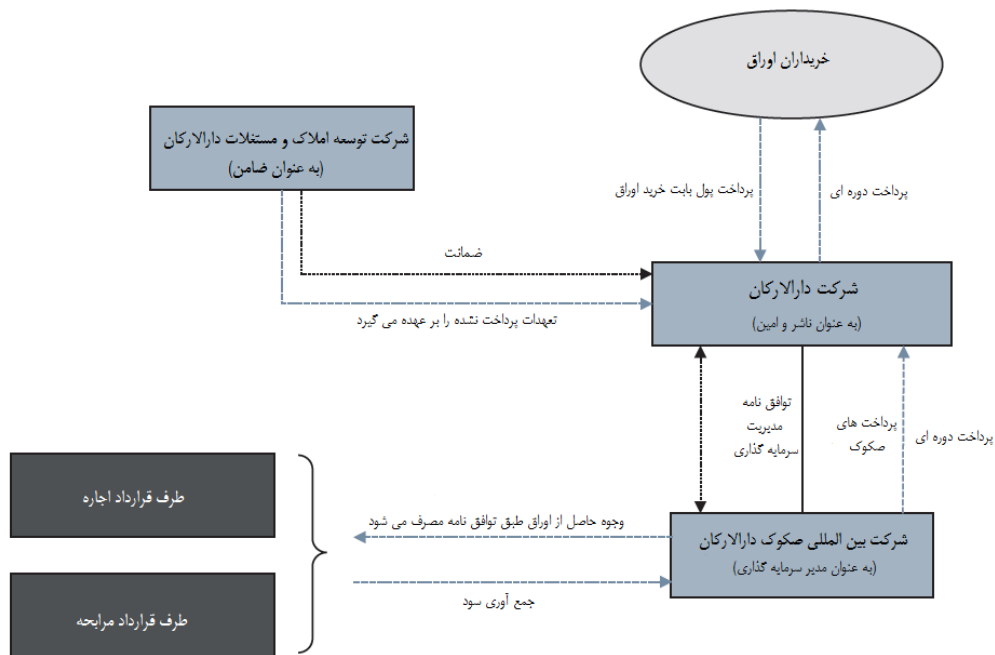
- دارایی‌های وکالت باید مشمول معیارهای خاص باشد. برای مثال، دست کم یک سوم دارایی‌های پایه باید از نوع عینی (فیزیکی) باشد [مطابق برخی دیدگاه‌های فقهی].



- قرارداد وکالت باید در طول دوره قرارداد، شفاف بوده و هیچ گونه ابهامی نداشته باشد. برای مثال، نوع سرمایه‌گذاری‌هایی که توسط وکیل انجام می‌شود و شرایط فسخ قرارداد باید شفاف و بدون ابهام نوشته شود.
- باید سازوکاری جهت جایگزینی دارایی‌هایی که منطبق با موازین شرعی نیستند، در نظر گرفته شود.
- ممکن است ناشر برای انجام وظایف خود طبق موازین شرعی، فقط نیازمند انتخاب وکیل باشد.
- ناشر، تنها سود مورد انتظار را دریافت می‌کند؛ به عبارتی هر گونه اضافه‌ای که حاصل می‌شود، توسط وکیل به عنوان سود خودش برداشت می‌شود.

مطالعه موردی: شرکت توسعه املاک و مستغلات دارالارکان

اولین مورد انتشار، شامل صکوک وکالت به ارزش ۴۵۰ میلیون دلار در ماه می ۲۰۱۳، انتشار بعدی به ارزش ۳۰۰ میلیون دلار در نوامبر ۲۰۱۳ و مورد آخر نیز به ارزش ۴۰۰ میلیون دلار در ماه می ۲۰۱۴ اتفاق افتاد. ساختار انتشارها سبب شد که دارالارکان علاوه بر انتشار ۴۵۰ میلیون دلار صکوک در سال ۲۰۱۳-اولین معامله‌ای که ساختار نوآورانه وکالت را با یک پیمان رسمی با بازده بالا ترکیب می‌کرد- انتشار اوراق را با موفقیت تکرار کند. این پیمان رسمی با بازده بالا برای تکرار ویژگی‌هایی که معمولاً در معاملات املاک و مستغلات متعارف با بازده بالا در بازارهای نوظهور یافت می‌شد، طراحی شده بود. موفقیت این معامله، دارالارکان را برای استفاده از یک ساختار برنامه‌ریزی شده جهت انتشارهای بعدی با حداقل هزینه، تشویق نمود. دارالارکان یک نهاد واسط را تحت قوانین جزایر کیمن، به عنوان ناشر صکوک و امین سرمایه‌گذاران، تاسیس نمود. علاوه بر این، شرکت بین‌المللی صکوک دارالارکان که یکی از شرکت‌های تابعه دارالارکان بوده و تحت قوانین عربستان سعودی به ثبت رسیده است، به عنوان وکیل یا مدیر سرمایه‌گذاری در ارتباط با صکوک به خدمت گرفته شد. بانک الخیر، دویچه بانک شعبه لندن و گلدمن ساکس بین‌المللی، به عنوان برنامه‌ریزان و معامله‌گران تحت عنوان مدیران عرضه و همکار، به خدمت گرفته شدند.



صکوک وکالت شامل معاملات ذیل می شود:

- **انتشار صکوک:** واسط، به عنوان ناشر، اقدام به انتشار صکوک می نماید و به موجب این انتشار، باید پرداخت های دوره ای و مبلغ ناشی از انحلال را به دارندگان اوراق بپردازد.
- **پذیره نویسی صکوک:** دارندگان اوراق در ازای خرید گواهی های صکوک، به ناشر صکوک وجه نقد پرداخت می کنند.
- **قرارداد مدیریت سرمایه گذاری (وکالت):** عواید حاصل از صکوک، توسط ناشر جمع آوری شده و در اختیار مدیر سرمایه گذاری قرار می گیرد تا در مجموعه ای از سرمایه گذاری ها که شامل قراردادهای اجاره و مرابحه می شود، سرمایه گذاری نماید. حداقل ۵۱ درصد از مبلغ اسمی اوراق توسط مدیر سرمایه گذاری در قراردادهای اجاره سرمایه گذاری می شود.^۱
- **طرح سرمایه گذاری:** مدیر سرمایه گذاری، عواید حاصل از صکوک را در پرتفوی از قراردادهای صکوک سرمایه گذاری می نماید و طبق قرارداد باید در حفظ ارزش پرتفوی اوراق تلاش نماید. مدیر سرمایه گذاری نباید دارایی های خود را با پرتفوی صکوک مخلوط کند؛ او همچنین باید شرایط خاصی که در قرارداد مدیریت سرمایه گذاری آمده است را رعایت کند.
- **جمع آوری سود و تقسیم آن بین صاحبان اوراق:** پیش از هرگونه پرداخت دوره ای سود، مدیر سرمایه گذاری عواید جمع آوری شده از طرفین معامله را که طبق قراردادهای اجاره و مرابحه بدست آمده است،

^۱. در مورد این صکوک، ملاک ۵۱ درصد در نظر گرفته شده است.



به واسطه می‌پردازد. واسطه (یا عامل پرداخت) نیز طی دوره‌های زمانی مشخص، این سودها را بین دارندگان اوراق توزیع می‌کند. شرکت دارالارکان نیز به عنوان ضامن، عدم بازپرداخت‌های دوره ای صکوک را تضمین می‌کند.

- **انحلال:** قبل از تاریخ سررسید، مدیر سرمایه‌گذاری باید پرتفوی صکوک را نقد کرده و عواید حاصله را در اختیار ناشر (یا عامل پرداخت) قرار دهد. ناشر نیز به نوبه خود باید چنین مبلغی را در اختیار دارندگان اوراق قرار دهد.

صکوک مضاربه

مضاربه عبارت از مشارکت در سود است که به موجب آن سرمایه از یک طرف (مالک) و کار از طرف شخص دیگر (عامل/مضارب) تامین می‌شود. به عبارتی می‌توان گفت مضاربه، به مشارکت مبتنی بر سهم دلالت دارد که شخص عامل از سرمایه طرف دیگر استفاده کرده و در نهایت بر اساس توافقی که کرده اند، سود را بین خودشان تقسیم می‌کنند. در صکوک مضاربه نیز، یک واسطه تاسیس شده تا بتواند اوراق را منتشر کند و از سرمایه‌گذاران وجه نقد تامین کند. بانی به واسطه تخصص و نیروی کار خود و منابعی که از ناشر اخذ کرده است در جهت مدیریت هر چه بهتر این منابع گام بر می‌دارد. هر گونه سودی که به واسطه این قرارداد به دست می‌آید، در پایان بر اساس توافق بین مالک (صاحب سرمایه) و عامل بین آنها تقسیم می‌شود. نهاد واسطه نیز به کمک عواید حاصل از قرارداد مضاربه، پرداخت‌های دوره‌ای دارندگان اوراق را بین آنها توزیع می‌کند.

قبل از انتشار بیانیه AAOIFI در سال ۲۰۰۸، معمولاً ساختار صکوک مضاربه شامل یک تعهد خرید به نفع واسطه بود. بدین صورت که نهاد واسطه بتواند سرمایه مالک را با قیمت اعمال از پیش تعیین شده خریداری کند. ولی طبق این بیانیه این امر خلاف موازین شریعت شناخته شد و باید بانی تعهد خرید دارایی پایه را بر مبنای ارزش بازار، تعیین می‌کرد.

الزامات شرعی در مورد صکوک مضاربه

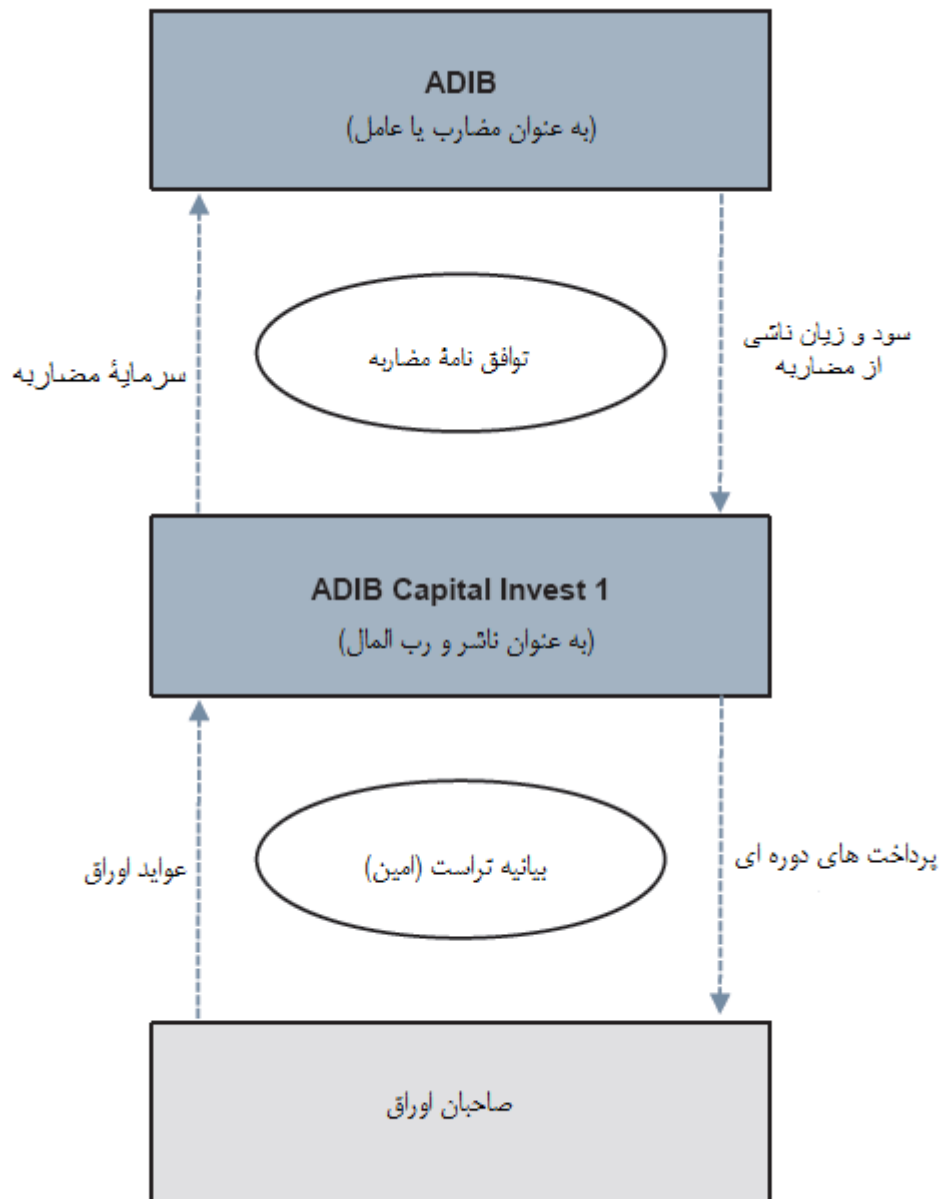
- قرارداد مضاربه ممکن است به صورت خاص یا عام باشد. در قرارداد مضاربه عام، صاحب سرمایه (واسطه به نمایندگی از دارندگان اوراق)، به عامل (بانی) اجازه می‌دهد که بدون هیچ‌گونه محدودیتی سرمایه را مدیریت کند. عامل نیز باید از آزادی عملی که به او سپرده شده است مطابق با قرارداد، در جهت بالابردن



- منافع طرفین اقدام کند. ولی در مضاربه خاص، صاحب سرمایه مجموعه‌ای از محدودیت‌ها را بر عامل اعمال می‌کند.
- سرمایه مضاربه باید نقدی باشد. با این حال ممکن است این سرمایه به صورت دارایی‌های فیزیکی نیز فراهم شود که البته باید ارزش آنها مشخص گردد. حداقل یک‌سوم از سرمایه باید در دارایی‌های فیزیکی منطبق با موازین شرعی سرمایه‌گذاری شود.
 - عامل باید به سرمایه تعیین شده برای مضاربه دسترسی آزادانه داشته باشد.
 - نسبت تسهیم سود باید از قبل تعیین شده باشد و باید به صورت درصدی از سود واقعی باشد نه به صورت درصدی از سرمایه یا مبلغ پرداختی.
 - اگر سود محقق شده بیشتر از میزان سودی که دو طرف پیش بینی کرده بودند شد، دو طرف می‌توانند توافق کنند که این میزان سود مازاد به یکی از آنها اختصاص داده شود.
 - هر گونه ضرر و زیانی که به واسطه قرارداد مضاربه حاصل شود، توسط مالک حداکثر به میزان مبلغ سرمایه‌گذاری شده تحمل می‌شود. بنابراین دارندگان اوراق، تنها به میزان مبلغ سرمایه خود متحمل زیان خواهند شد

مطالعه موردی: بانک اسلامی ابوظبی

بانک اسلامی ابوظبی در نوامبر سال ۲۰۱۲، اقدام به انتشار یک میلیارد صکوک مضاربه کرد. حجم سفارش ثبت شده برای این صکوک، پانزده برابر بیشتر از حجم انتشار بود و استقبال خوبی از آن صورت گرفت. نرخ سود مورد انتظار این صکوک نیز ۶,۳۷۵ درصد، در نظر گرفته شده بود. این صکوک از سوی موسسه IFN برنده جایزه قرارداد مضاربه سال و نیز از سوی نشریه بنکر به عنوان قرارداد سال خاورمیانه برگزیده شد. ادیب، بانک اچ‌اس‌بی‌سی، مورگان استنلی، بانک ملی ابوظبی و بانک استاندارد چارترد به عنوان مدیران عرضه مشترک و باروا بانک و بانک اسلامی شارجه، به عنوان همکاران عرضه انتخاب شدند. از آنجا که تعدادی از بانک‌های متعارف، ابزارهای سرمایه‌ای لایه اول دیگری منتشر کرده‌اند، که ویژگی‌های مورد نیاز این ابزارها را با ساختارهای منطبق با شریعت با وجود چالش‌های دیگر، ترکیب می‌کنند، این ابزارها می‌بایست به شکلی ساختار یابند که به عنوان سهام به جای بدهی طبقه‌بندی شوند. به گونه‌ای که این ابزارها بتوانند به عنوان حقوق صاحبان سهام در مقابل بدهی در ترازنامه ناشر، ثبت شوند. صکوک مضاربه ساختاری مطلوب و منطبق با شریعت، برای تطبیق با ویژگی‌های سرمایه اضافی لایه اول (Tier 1) مانند پرداخت‌های سود احتیاطی، فراهم می‌کند. مادامی که ساختار این معامله دقیقاً از ساختار صکوک مضاربه معمولی پیروی کند، چند تفاوت کلیدی به صکوک این اجازه را می‌دهد تا با بازل ۳ همخوانی داشته باشد.



صکوک مضاربه شامل مراحل ذیل است:

- انتشار صکوک و تاسیس امین: در تاریخ انتشار، خریداران اوراق قیمت انتشار را به ناشر پرداخت می کنند. ناشر، به عنوان امین سرمایه گذاران، بیانیه تراست را در مورد عواید حاصل از انتشار اوراق، همچنین حقوق و منافع ایجاد شده برای سرمایه گذاران منتشر می کند.



- **قرارداد مضاربه:** ناشر (به عنوان امین) عواید حاصل از انتشار اوراق مضاربه را جمع‌آوری کرده و طبق قرارداد مضاربه در اختیار عامل قرار می‌دهد. عامل (شرکت ادیب) نیز مطابق با قرارداد مضاربه، عواید حاصل را در فعالیتهای تجاری به کار می‌گیرد.
 - **مسئولیت‌های عامل:** عامل (شرکت ادیب)، توافق می‌کند که نیروی کار و تخصص خود را برای اداره کسب‌وکار به کارگیرد تا بتواند از سرمایه تامین شده از طریق دارندگان اوراق، در جهت خلق سود حرکت کند.
 - **توزیع سودهای ایجاد شده:** برخلاف موارد قبلی انتشار صکوک مضاربه، پرداخت‌های سودهای مضاربه توسط شرکت ادیب (به عنوان عامل) به صلاحدید خود او انجام می‌شود. در هر موعد پرداخت سود، شرکت ادیب (به عنوان عامل) سود حاصل از اوراق مضاربه را مطابق قرارداد (۹۰ درصد به ناشر و ۱۰ درصد به عامل) بین ناشر و عامل توزیع می‌کند. ادیب (عامل) هیچ گونه تعهدی مبنی بر پرداخت وجوه در رابطه با سود اوراق مضاربه که بر اساس قرارداد به دارندگان اوراق پرداخت نشده است، ندارد.
 - **پرداخت سود به دارندگان اوراق:** ناشر، سهم سودی را (در صورت وجود) که از اوراق مضاربه به دست آمده در مواعد مقرر شده برای پرداخت به دارندگان اوراق کنار می‌گذارد.
 - **سررسید:** این اوراق، اوراق بهادار دائمی هستند که تاریخ بازپرداخت ثابتی نداشته و بر این اساس، می‌توان گفت اوراق مضاربه، یک قرارداد دائمی بوده که تاریخ سررسید مشخصی ندارد.
- با توجه به شرایط خاص مندرج در قرارداد مضاربه، ادیب (به عنوان عامل) ممکن است کل اوراق مضاربه (و نه بخشی از آن) را بر مبنای انحلال واقعی مطابق شرایط ذیل تسویه نماید:
- الف- در اولین تاریخی که سرمایه‌گذار می‌خواهد یا هر تاریخ توزیع دوره‌ای سود بعد از اولین تاریخی که سرمایه‌گذار درخواست می‌کند؛
- ب- در هر تاریخ از زمان شروع انتشار اوراق یا بعد از آن (در زمان وقوع یک رویداد مالیاتی و یا در زمان رویداد یک واقعه سرمایه‌ای).

نمونه‌های دیگر در زمینه انتشار صکوک مضاربه

نمونه دیگر انتشار صکوک مضاربه مربوط به شرکت بین‌المللی پتروشیمی سعودی (Spichem) است که در آن، موسسه اوراق بهادار دویچه عربستان سعودی و موسسه ریاض کپیتال به عنوان مدیران عرضه مشترک، مبلغ ۱,۸ میلیارد ریال سعودی برای این شرکت منتشر کردند. شرکت بین‌المللی پتروشیمی سعودی در سال ۱۹۹۹ تاسیس



شد و یکی از بزرگترین هلدینگ‌های پتروشیمی در عربستان سعودی به شمار می‌آید. این صکوک از یک ساختار نوآورانه مضاربه تبعیت می‌کرد که بر اساس حقوق نامشهود بین شرکت اصلی و شرکت های تابعه تنظیم شده بود. مورد دیگر انتشار صکوک مضاربه، مربوط به شرکت دانا گاز (PJSC) است که بزرگ‌ترین شرکت مستقل نفت و گاز در امارات متحده عربی است. این شرکت در سال ۲۰۰۷ در ارتباط با برنامه تجدید ساختار خود، صکوک مضاربه قابل تبدیل به ارزش یک میلیارد دلار منتشر کرد.

بانک سعودی-فرانسوی نیز بر اساس ساختار مرکب مضاربه و مرابحه، صکوک به ارزش ۲ میلیارد ریال سعودی با سررسید سال ۲۰۲۴ منتشر کرد. این معامله ترکیبی از قراردادهای مضاربه و مرابحه بوده که ۴۹ درصد مبلغ انتشار مربوط به مرابحه و ۵۱ درصد آن نیز مربوط به مضاربه بود. این نوع صکوک جهت افزایش نسبت کفایت سرمایه بانک منتشر شده و به عنوان سرمایه لایه دوم (Tier 2) طبقه بندی شده است.

نمونه دیگر صکوک ترکیبی مضاربه-مرابحه، مربوط به شرکت ملی صنعتی^۱ (TASNEE) در عربستان سعودی است با سررسید سال ۲۰۲۰ به مبلغ ۵,۵۷۵ میلیارد ریال سعودی است. این نوع صکوک به صورت عرضه خصوصی در عربستان سعودی منتشر شد و بانک اچ‌اس‌بی‌سی عربستان سعودی مدیریت عرضه و نیز مشاوره شرعی آن را بر عهده داشت.

صکوک مشارکت

به موجب مشارکت، هر یک از طرفین قرارداد در سرمایه به صورت مساوی یا به شکل‌های دیگر شریک می‌شوند تا برای ایجاد یک پروژه جدید یا سهام شدن در یک پروژه خاص اقدام کنند و در سود و زیان شریک شوند. در واقع می‌توان گفت صکوک مشارکت، نشان‌دهنده مشارکت دارنده آن در یک طرح است.

مشارکت از کلمه عربی شرکت به معنای همکاری، گرفته شده است. قرارداد مشارکت شامل گرد هم آوردن سرمایه بین دو یا چند نفر به صورت شراکتی است. شرکا، سودهای حاصله را بر اساس توافقی که از قبل با هم کرده‌اند، بین خود تقسیم می‌کنند. هر گونه سود مازاد بر مقدار سود مورد توافق در قرارداد، ذخیره شده و در مواقعی که سود حاصل شده برای پوشش دادن میزان توزیع سود دوره‌ای کفایت نکند، مورد استفاده قرار می‌گیرد. شریعت به طور کلی دو دسته گسترده از مشارکت را به رسمیت می‌شناسد: ۱- شرکت عقدی (مشارکت قراردادی) و ۲- شرکت غیرعقدی (مشارکت در اموال).

^۱ National Industrialization Company



شرکت عقدی شامل قرارداد بین بانی و امین برای ترکیب دارایی‌ها، نیروی کار یا بدهی‌ها است، در حالی که شرکت غیرعقدی شامل معامله‌ای است که منجر به مالکیت مشترک بانی و امین در دارایی‌ها خواهد شد. هنگام تصمیم‌گیری درباره ساختار صکوک بر مبنای شرکت عقدی یا شرکت غیرعقدی، ضروری است که ماهیت کسب و کار بانی و اینکه آیا دارایی پایه برای انتشار صکوک موجود است یا خیر مشخص شود. اگر هیچ دارایی مشهودی وجود نداشته باشد که بتواند به مشارکت در انطباق با شریعت کمک کند، ساختار شرکت عقدی انتخاب بهتری به حساب می‌آید.

الزامات شرعی در صکوک مشارکت

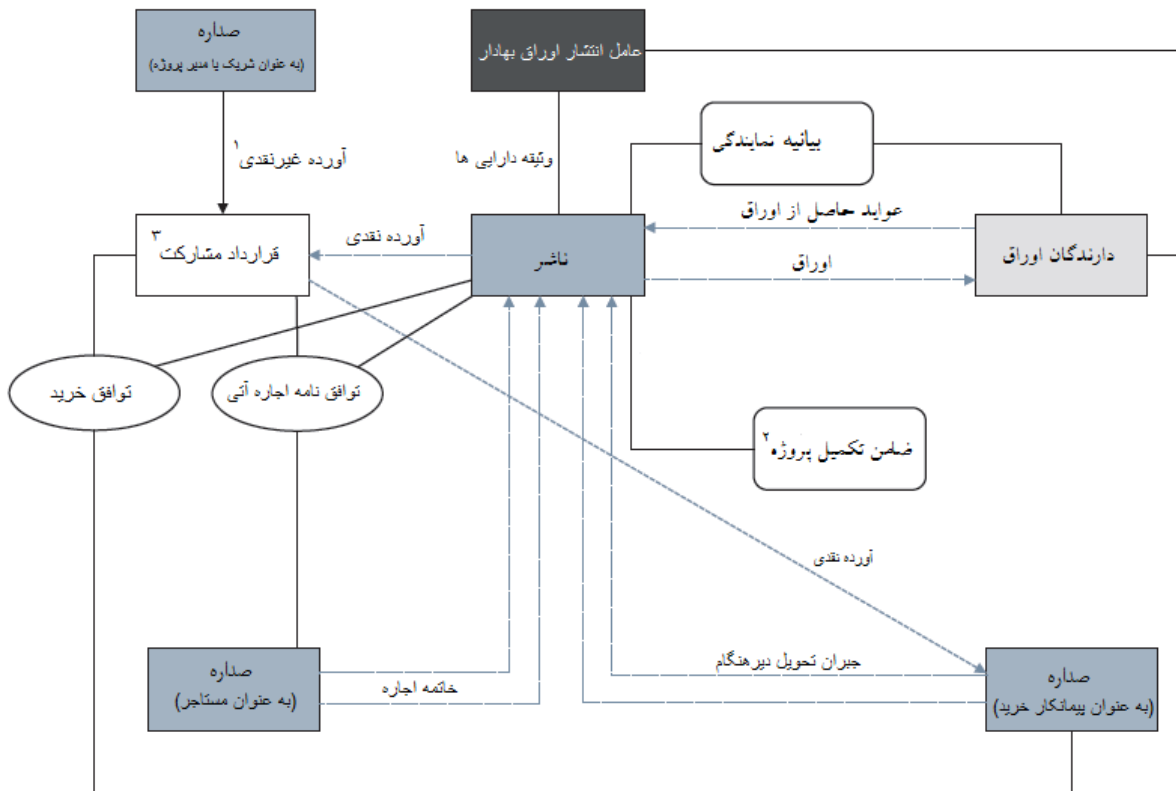
- نسبت تقسیم سود بین شرکا باید در آغاز قرارداد مشخص شود.
- نسبت تقسیم سود می‌تواند برای هر کدام از شرکا به شکل درصدی از کل سرمایه تعیین شود. ممکن است شرکاء به توافق برسند که سود را به نحوی بین خود تقسیم کنند که با سهم سرمایه آنها متناسب نباشد، البته این امر منوط به آن است که درصد اضافی در نظر گرفته شده به نفع شریک خاموش (شریکی که در مدیریت نقشی ندارد) نباشد؛
- سود شرکاء نباید به صورت یک مبلغ معین یا درصدی از سرمایه شرکت در نظر گرفته شود؛
- سود اضافی می‌تواند در یک حساب ذخائر کنار گذاشته شود تا در آینده بتواند هر کمبودی در مقادیر توزیع دوره‌ای یا قیمت اعمال (مبلغ اصل سرمایه) را پوشش دهد؛
- هرگونه زیان شرکا باید متناسب با سهم‌الشرکه آنها باشد؛
- باید بین ۳۳ و ۵۰ درصد از دارایی‌های مشارکتی شامل دارایی‌های فیزیکی (عینی) باشد (بسته به نوع دیدگاه فقهی)؛
- هر شریک می‌تواند با اطلاع دادن به شریک دیگر از قرارداد مشارکت خارج شود؛
- پس از پایان مشارکت، هرگونه دارایی فیزیکی که بخشی از قرارداد مشارکت بوده است، بین ناشر و وکیل متناسب با نسبت سهم‌الشرکه آنان، تسویه و توزیع می‌شود.

مطالعه موردی: شرکت صنایع شیمیایی صداره

در مارس ۲۰۱۳، شرکت خدمات پایه صداره صکوک به ارزش ۷,۵ میلیارد ریال سعودی با سررسید ۱۵ ساله منتشر کرد. عواید حاصل از انتشار این صکوک جهت تامین مالی ساخت و تحویل بخش‌های خاصی از تاسیسات پروژه‌ای این شرکت در شهر صنعتی جوبیل واقع در شرق عربستان سعودی، استفاده شد. شرکت سرمایه‌گذاری



البلاد، شرکت سرمایه‌گذاری الإنماء، موسسه اوراق بهادار دویچه عربستان سعودی و شرکت ریاض کپیتال به عنوان مدیران عرضه این صکوک انتخاب شدند.



۱- واگذاری حقوق و منافع صنعه تحت قرارداد اجاره زمین صنعتی
۲- قبل از تکمیل پروژه، آرامکو سعودی تعهدات صنعه به ناشر تحت سندهای معاملاتی صکوک، را ضمانت می‌کند.
۳- شرکای تجاری و مدیر عامل، نماینده ای را از طرف خود برای ورود به توافق نامه خرید، توافق نامه اجاره آتی و توافق نامه آژانس خدمات انتخاب می‌کنند.

صکوک مشارکت شامل معاملات ذیل است:

- انتشار صکوک: شرکت صداره به عنوان ناشر، اقدام به انتشار صکوک می‌کند. اوراق منتشرشده، نشان دهنده مالکیت مشاع دارندگان آن در دارایی‌های پایه است. همچنین ناشر موظف است طبق قرارداد در تاریخ‌های مشخص، سودهای دوره‌ای را به دارندگان اوراق پرداخت نماید.
- پذیره‌نویسی صکوک و بیانیه نمایندگی: دارندگان اوراق برای شراکت در پروژه، به شرکت صداره به عنوان ناشر، پول پرداخت کرده و اوراق را خریداری می‌کنند و بدین وسیله عواید ناشی از فروش اوراق به دست می‌آید. شرکت خدمات پایه صداره، توافق می‌کند که دارایی‌های صکوک را به نفع دارندگان اوراق نگهداری نماید.



- **قرارداد مشارکت:** شرکت صداره وارد قرارداد مشارکت با شرکت خدمات پایه صداره می‌شود. شرکت خدمات پایه صداره درآمدهای حاصل از انتشار صکوک را به صورت نقدی در قرارداد مشارکت وارد کرده و همزمان، شرکت صداره به عنوان شریک، سهمی از تمام حقوق، مزایا و منافع خود را وارد قرارداد مشارکت می‌کند. صداره (به عنوان مدیر قرارداد مشارکت) به سفارش پیمانکار خرید، از طریق سپرده‌هایی که در حساب پروژه معین وجود دارد، سهم پیمانکار را داده سپس پیمانکار خرید مطابق با قرارداد خرید، افراد خاصی را برای ساخت و تحویل دارایی‌های مربوط به پروژه (در این مثال، کارخانه‌های صنعتی خاص و تاسیساتی که در کشور واقع شده است) به کار می‌گیرد.
- **قرارداد اجاره:** نماینده ای ذی‌صلاح از طرف ناشر با صداره (به عنوان مستاجر) وارد قرارداد اجاره می‌شود. موجران موافقت می‌کنند که سود و منفعت حاصل از دارایی‌های مبنای انتشار را به صداره اجاره دهند. این قرارداد بدین صورت است که پیش پرداخت‌ها پیش از موعد، انجام شده و صداره به عنوان مستاجر باید این پرداخت‌های پیش از موعد و نیز اقساط اصلی را بپردازد.
- **توزیع سود بین دارندگان اوراق:** پیش‌پرداخت‌های اجاره و پرداخت‌های اجاره بها توسط صداره (به عنوان مستاجر) نزد ناشر تجمیع شده و جهت توزیع بین دارندگان اوراق ذخیره می‌شود.
- **قرارداد خرید و فروش واحدهای نمایندگی دارندگان اوراق در سررسید:** در تاریخ خاتمه قرارداد، صداره تمامی پیش‌پرداخت‌ها و اجاره‌بهاها را بر اساس قرارداد اجاره به شرط تملیک برای تصاحب منافع مالکیت باقیمانده ناشر در دارایی‌های اجاره‌ای پرداخت خواهد کرد. پس از بازپرداخت کامل، ناشر هیچ گونه حق و حقوقی نسبت به دارایی‌های مشارکت نخواهد داشت. سپس دارایی‌های مشارکت، به طور رایگان به صداره منتقل شده و قرارداد مشارکت پایان می‌یابد.

صکوک استثمار

اصطلاح استثمار عموماً به معنای سرمایه‌گذاری است. صکوک استثمار گاهی اوقات، صکوک وکالت سرمایه‌گذاری نیز نامیده می‌شود. طبق ساختار صکوک استثمار، حقوق مربوط به عقود اسلامی (از جمله حقوق قراردادهای اجاره و مرابحه یا دریافتی‌های مربوط به استصناع) می‌تواند به صورت یک بسته درآمدی و برای تشکیل دارایی‌های پایه در فرآیند انتشار صکوک فروخته شود. درآمد ایجاد شده از این بسته سرمایه‌گذاری می‌تواند برای پرداخت‌های مرتبط با سرمایه‌گذاران صکوک مورد استفاده قرار گیرد. در تاریخ انتشار، بانی وارد قرارداد تعهد خریدی می‌شود که در آن، به نمایندگان اوراق حق داده می‌شود تا در سررسید اوراق و یا در صورت وقوع رویداد انحلال، بتوانند بانی را مجبور به خرید بسته سرمایه‌گذاری به قیمت اعمالی که برابر با مقدار مبلغ اسمی به علاوه مقادیر سود



توزیع نشده است، نمایند. پولی که واسط جمع آوری می کند، برای پرداخت مبلغ انحلال به سرمایه گذاران اوراق به کار گرفته می شود.

الزامات شرعی صکوک استثمار

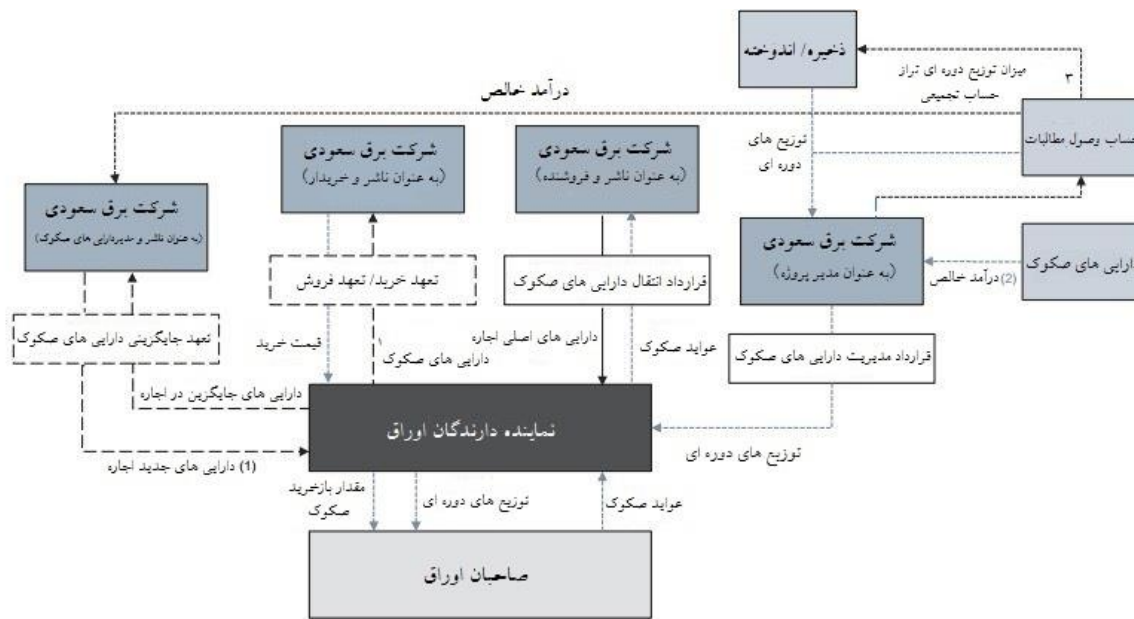
- برای اطمینان از اینکه این نوع صکوک ابزار بدهی محسوب نشده و قابل معامله در بازار است، ارزش خالص دارایی^۱ قراردادهای اجاره، سهام و صکوک مبتنی بر دارایی که مبنای انتشار اوراق شناخته شده اند، نباید کمتر از یک سوم ارزش خالص دارایی های صکوک در تاریخ سررسید^۲ باشد [طبق دیدگاه مشهور اهل سنت]؛
- متولی باید اطمینان حاصل کند که دارایی های بانی از دارایی های صکوک جدا شده است؛
- مبالغ اسمی دارایی های پایه، نباید جهت پرداخت های طی دوره به کار گرفته شود.

مطالعه موردی: شرکت برق سعودی

شرکت برق سعودی، در سال ۲۰۱۴، صکوک استثمار به ارزش ۴,۵ میلیارد ریال سعودی و تاریخ سررسید ۲۰۵۴ منتشر کرد. بانک اچ اس بی سی عربستان سعودی، شرکت سرمایه سعودی فرانسوی به عنوان مدیران عرضه و پذیرهنویسی این اوراق فعالیت کردند. این نمونه، تنها صکوک دولتی بود که در سال ۲۰۱۴ در عربستان سعودی منتشر شد.

^۱ Net asset value

^۲ Closing date



۱- دارایی های صکوک شامل دارایی های اصلی اجاره و دارایی های جدید اجاره است.

۲- درآمد خالص برابر است با (تمام عواید حاصل از صکوک) منهای (هزینه های نمایندگی و مدیریت صکوک).

۳- اگر درآمد انباشته ای که به واسطه دارایی های صکوک در هر دوره زمانی ایجاد شده است بیش از پرداخت های دوره ای باشد، مازاد آن باید به عنوان ذخیره نگهداری شود.

صکوک استثمار، از معاملات زیر تشکیل شده است:

- انتشار صکوک: دارندگان صکوک، قیمت اوراق را به شرکت برق سعودی به عنوان ناشر می پردازند؛
 - خرید دارایی ها: با توجه به قرارداد انتقال دارایی ها، به محض در اختیار قرار دادن عایدات ناشی از فروش صکوک به ناشر، ناشر به مدت ۴۰ سال، برخی از حقوق و مزایای مشخص شده شرکت برق سعودی را (دارایی های خاص اجاره) جهت ارائه خدمات به امین فروخته و انتقال می دهد. امین نیز در ارتباط با فراهم کردن چنین خدماتی کارمزد دریافت می کند.
 - تعهد درآمد: با توجه به قرارداد اداره دارایی های صکوک، شرکت برق سعودی به عنوان مدیر اجرایی پروژه، توافق نمود تا به واسطه دارایی های صکوک کسب درآمد کند. وظایف مدیر اجرایی، شامل جمع آوری کلیه وجوه تحت دارایی های صکوک (درآمد خالص) است. در این مدل، مدیر اجرایی پروژه، مبالغی را که به دست می آید به حساب امین واریز می کند. اگر درآمد خالصی که مدیر اجرایی پروژه به دست می آورد بیشتر از پرداخت های طی دوره باشد، مازاد آنرا به عنوان سود دارندگان اوراق در حسابی دیگر ذخیره و نگهداری می کند. مدیر پروژه، ذخایر را تحت یک عنوان حسابداری ثبت می کند نه تحت عنوان یک حساب مجزای بانکی. همچنین او حق دارد از این ذخایر استفاده کرده و حتی برای خود سرمایه گذاری نماید و آن را به عنوان بدهی خود ثبت نماید. اگر در رابطه با دارایی های صکوک، درآمد واقعی کمتر از درآمد پیش بینی شده شود، ممکن است نتایج ذیل به دست آید:
- ۱- تعرفه های خدماتی کاهش یافته یا اصلاح شود؛



۲- هر یک از مشتریان، عرضه‌کننده برق خود را به نهادی غیر از صادرکننده اصلی (ناشر) تغییر دهند. در این صورت ناشر باید مبلغی معادل تفاوت بین درآمد واقعی و درآمد مشخص شده، به ذخایر اضافه نماید.

- **تعهد خرید:** بر اساس قرارداد تعهد خرید، ناشر منافع مالکیت، حقوق، حق مالکیت و دیگر حقوق مرتبط با دارایی‌های صکوک را با قیمت خرید مشخص، به علاوه هر مبلغ اضافی قابل اعمال، در تاریخ‌های توزیع دوره‌ای مورخ ژانویه ۲۰۲۴، ژانویه ۲۰۳۴ و ژانویه ۲۰۴۴، در تاریخ سررسید یا پس از انحلال قرارداد، از امین خریداری می‌کند. اگر دارایی‌های صکوک قبل از تاریخ توزیع دوره‌ای در ژانویه ۲۰۲۴ خریداری شوند، قیمت خرید، ۹۵ تا ۱۰۰ درصد ارزش اسمی کل صکوک منتشر شده در دست مردم است. اگر قبل از تاریخ توزیع دوره‌ای در ژانویه ۲۰۳۴ خریداری شوند، قیمت خرید، ۶۰ درصد ارزش اسمی کل صکوک منتشر شده در دست مردم و اگر قبل از تاریخ توزیع دوره‌ای در ژانویه ۲۰۴۴ خریداری شوند، قیمت خرید، ۳۰ درصد ارزش اسمی کل صکوک منتشر شده در دست مردم می‌باشد. علاوه بر این، مبلغ اضافی برابر با ۵ درصد ارزش اسمی کلی صکوک، که از ذخایر تامین می‌شود، باید در تاریخ‌های خرید (ژانویه ۲۰۲۴، ژانویه ۲۰۳۴ و ژانویه ۲۰۴۴) پرداخت شود.

نمونه‌های دیگر از انتشار صکوک استشار

شرکت آب و برق جیبیل و ینبوع عربستان سعودی (MARAFIQ) صکوک استشار به ارزش ۲,۵ میلیارد ریال سعودی منتشر کرد. این نوع صکوک از ساختار منحصر به فردی استفاده می‌کند که اساس آن انتقال حق فروش برق است.

شرکت لیزینگ اریکس سعودی در سال ۲۰۱۲، صکوک استشار که سررسید آن در سال ۲۰۱۵ بود، به ارزش ۲۴۰ میلیون ریال سعودی منتشر کرد. این نمونه تنها صکوک دولتی بود که در سال ۲۰۱۲ در عربستان سعودی منتشر می‌شد.

صکوک منفعت

در ساختار منفعت، دارایی مبنای انتشار ظرفیت یا حق استفاده از فعالیت‌های تجاری است. اعطای این حقوق، بسته به ماهیت دارایی‌ها می‌تواند اشکال مختلفی داشته باشد.



ورق منفعت، سند مالی بهاداری است که بیانگر مالکیت دارنده آن بر مقدار معین خدمات یا منافع آینده از یک دارایی بادوام است که در ازای پرداخت مبلغ معینی به وی منتقل شده است. مانند گواهی حق اقامت در هتل معین برای روز معین، حق استفاده از خدمات آموزشی دانشگاه برای ترم یا سال معین، حق استفاده از یک ساعت پرواز برای مقصد معین و حق استفاده از خدمات حج یا عمره برای سال معین.

کوپن‌های زمانی اعتباری تلفن همراه^۱ یکی از انواع دارایی‌های نامشهود به حساب می‌آید که به عنوان دارایی مبنای انتشار برای معاملات مالی اسلامی، به کار گرفته می‌شود. دیگر انواع دارایی‌ها، حقوق مالکیت معنوی، تعرفه‌های مربوط به جریان برق و بدهی‌های مربوط به قراردادهای بازاریابی پتروشیمی، را شامل می‌شود.

ساختار زمانی اعتباری (Airtime)، اولین بار در سال ۲۰۰۷ توسط شرکت مخابراتی عربستان سعودی استفاده شد. در آن زمان، این نوع ساختار نشان دهنده یک ابزار مالی اسلامی جدید بود که به طور خاص برای اپراتورهای مخابراتی که همواره دارایی فیزیکی محدودی دارند، طراحی شده بود. سپس در سال ۲۰۱۰، شرکت مخابرات امارات متحده عربی (اتصالات)، این نوع ساختار را برای برنامه صکوک خود اتخاذ نمود هر چند هنوز موفق به انتشار این نوع صکوک نشده است. در ماه دسامبر ۲۰۱۳، شرکت ارتباطات قطری اوریدو، صکوک منفعت پنج ساله به ارزش ۱,۲۵ میلیارد دلار آمریکا را منتشر نمود. همچنین در سال ۲۰۱۳، شرکت هواپیمایی امارات متحده عربی، برای انتشار صکوک ده ساله خود به ارزش یک میلیارد دلار، درآمد آتی حاصل از فروش بلیت به مسافران را به عنوان دارایی پایه اوراق قرار داد. استفاده از ساختار منفعت، نشان‌دهنده رشد نوآوری در ساختار صکوک است. همچنین انعطاف شریعت در پذیرفتن این نوع دارایی‌ها به عنوان دارایی‌های پایه، بیش از پیش این نوع صکوک را جذاب ساخته است.

مطالعه موردی: شرکت اوریدو

بیشتر اپراتورهای ارتباطاتی، دارایی‌های فیزیکی محدودی دارند و غالب دارایی‌های آنها نامشهود است. دارایی‌های نامشهود آنها مجوز تلفن همراه و حق فروش اعتباری را نیز شامل می‌شود. اریدو و مشاوران آن، زمان و تلاش قابل ملاحظه‌ای را برای نوشتن و ساده‌سازی این ساختار صکوک به منظور به حداکثر رساندن تقاضای صکوک برای سرمایه‌گذاران محلی، منطقه‌ای و بین‌المللی، صرف کردند.

^۱Mobile 'airtime' vouchers



صکوک منفعت شامل معاملات ذیل است:

- **انتشار صکوک:** در تاریخ انتشار صکوک، سرمایه‌گذاران قیمت صکوک را به امین که نقش نهاد واسط دارد، پرداخت می‌کنند.
- **بیانیه تراست (امانی):** امین به عنوان وکیل سرمایه‌گذاران شناخته شده و در مقابل عواید ناشی از انتشار صکوک و برخی حقوق دیگر مسئول است. امین وجوه جمع‌آوری شده از انتشار صکوک را جهت خریداری کوپن‌های زمانی اعتباری از اریدو به کار می‌گیرد.
- **انتصاب توزیع کننده:** امین، اریدو را به نمایندگی از طرف خود برای فروش کوپن‌های زمانی اعتباری به مشتریان، به عنوان توزیع کننده می‌گمارد. این سندهای اعتباری تنها در صورتی می‌توانند بازخرید شوند که توسط ارائه‌دهنده خدمات مجاز موبایل در قطر فروخته شوند.
- **توزیع و فروش کوپن‌ها:** تعداد مشخصی از کوپن‌های اعتباری، جهت توزیع و فروش توسط اریدو (به عنوان توزیع کننده) در رابطه با پرداخت هر دوره توزیع، تخصیص داده شده است.
- **خرید سندهای اضافی و جبران خسارت:** اگر در طول دوره توزیع، کوپن‌های اعتباری کمتری فروخته شود؛ اریدو، به عنوان متعهد خرید، کوپن‌های مازادی که به فروش نرفته است را از امین به قیمتی که در قرارداد آمده است، خریداری می‌کند. یا اگر کوپن‌های اعتباری به قیمتی کمتر از قیمت حداقل توافق شده به فروش رفت، توزیع کننده (اریدو) متعهد است که این کمبود مبلغ را جبران نماید. به طوری که همواره درآمد حاصل از فروش کوپن‌های اعتباری برای پرداخت سودهای توزیعی در میان خریداران اوراق، کافی باشد.



- **تعهد فروش کوپن اعتباری:** بر اساس این تعهد، اریدو می‌تواند کوپن‌های اعتباری اضافی را به امین بفروشد.
- **تعهد خرید:** بر اساس این تعهد، اریدو این حق را به امین می‌دهد تا هر زمانی که امین اراده کند، اریدو انتقال تمام منافع امین در کوپن‌های اعتباری را قبول کرده و خریداری نماید.

صکوک استصناع

به طور کلی استصناع به عنوان «سفارش یک تولیدکننده برای تولید کالایی خاص برای خریدار» تعریف می‌شود. همچنین اوراق سفارش ساخت (استصناع) اوراق بهاداری هستند که دارندگان آن به صورت مشاع مالک دارایی مالی هستند که بر اساس عقد استصناع حاصل شده است.

واژه استصناع در لغت از باب استفعال از ماده صنع و به معنای طلب و سفارش ساخت چیزی است. در نگاه عرف استصناع عبارت است از اینکه کسی با صنعتگر قرارداد ببندد که کالای مشخصی را در زمان معینی برایش بسازد. در اصطلاح استصناع قراردادی است که به موجب آن یکی از طرفین در مقابل مبلغی معین ساخت و تحویل پروژه یا کالای مشخص در زمان معینی را نسبت به طرف دیگر به عهده (ذمه) می‌گیرد. در واقع می‌توان گفت قرارداد استصناع قراردادی است که در آن ساخت کالایی به وسیله سفارش‌دهنده به سازنده کالا با بیان اوصاف و مشخصات آن سفارش داده می‌شود تا در مدتی معین سازنده با تهیه مواد اولیه، کالای مورد نظر را برایش ساخته و به او تحویل دهد. در ساختار صکوک استصناع، وجوه جمع‌آوری شده از محل فروش اوراق، جهت ساخت و ساز یک پروژه به کار گرفته می‌شود. در این نوع صکوک، امین متعهد می‌شود دارایی‌ها را به بانی تحت قرارداد اجاره موصوف فی‌الذمه برای دوره‌ای مشخص اجاره دهد. در قرارداد استصناع، مبلغ قرارداد تا سررسید و تحویل کالا به صورت قسطی پرداخت می‌شود. وکیل (امین) این پیش پرداخت‌های اجاره را از مستاجر اخذ کرده و برای بازپرداخت‌های دوره‌ای به صاحبان اوراق بکار می‌گیرد.

در تاریخ انتشار، بانی می‌تواند وارد یک قرارداد تعهد خرید شود که طبق این قرارداد، این حق به امین داده می‌شود تا در زمان انحلال یا سررسیدهای مقرر بانی را مجبور به خرید دارایی‌ها با قیمت اعمالی که برابر با اصل اوراق به علاوه هر مقدار توزیع دوره‌ای که تعلق گرفته اما پرداخت نشده است، نماید.

الزامات شرعی در صکوک استصناع

- قرارداد استصناع شامل تولید محصولات طبیعی از قبیل حیوانات، میوه‌ها و سبزیجات نمی‌شود؛
- قیمت و ویژگی‌های کالای سفارش شده باید از قبل مشخص شده باشد؛



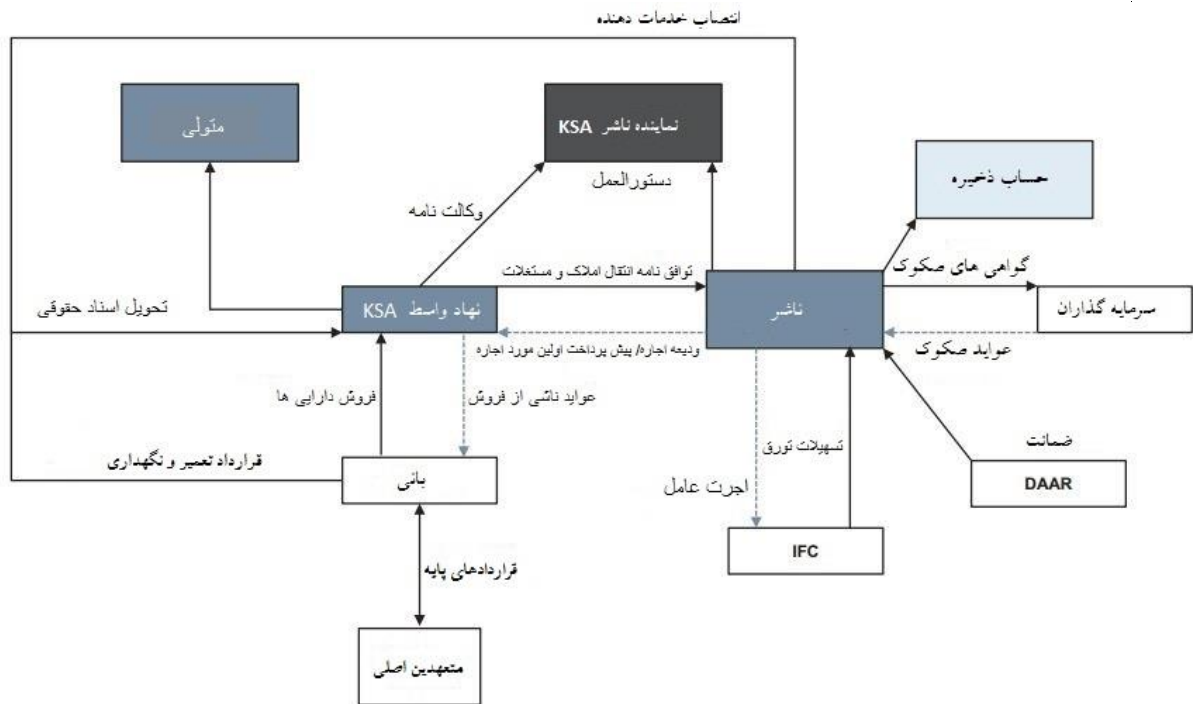
- خریدار ممکن است قیمت خرید را به پرداخت‌های مرحله‌ای که متناسب با پیشرفت طرح یا پروژه است تقسیم نماید. این مساله باید با پیمانکار از قبل توافق شده باشد؛
 - گرچه در قرارداد استصناع لازم نیست زمان تحویل کالا مشخص شود، اما خریدار می‌تواند حداکثر زمان لازم برای تحویل کالا را تعیین نماید. تعیین زمان در قرارداد استصناع به خریدار این امکان را می‌دهد تا بتواند از پذیرش کالا و پرداخت قیمت خرید امتناع ورزد؛
 - موارد مجازی که در رابطه با امکان فسخ قرارداد ذکر شده است، این اطمینان را می‌دهد که پیمانکار کالا را سر موعد مشخص تحویل دهد؛
 - اکثریت علمای شریعت معتقدند که اجاره موصوف فی الذمه، مجاز است. بر اساس این دیدگاه، در صورتی که دارایی هرگز برای اجاره تحویل داده نشود، اجاره‌های پیش از موعد باید در نظر گرفته شده و به صورت کامل بازپرداخت شود.
- با وجود مزیت‌هایی که برای قرارداد استصناع ذکر شد، اما مشاهده می‌شود که این قرارداد به ندرت استفاده می‌شود. به این دلیل که مشارکت‌کنندگان در بازار معتقدند که استصناع در مرحله ساخت و ساز قابل معامله نیست. علاوه بر این، فقها در رابطه با اجاره بهای پیش از موعد و پرداخت‌های خاتمه قرارداد، دیدگاه واحدی ندارند. بنابراین، این قرارداد جذابیت کمتری نسبت به قراردادهای دیگری همچون مشارکت دارد.

مطالعه موردی: شرکت کینگدام اینستالمنت

شرکت کینگدام اینستالمنت (KIC) یک موسسه تامین مالی خصوصی در عربستان سعودی است که اقدام به انتشار صکوک وکالت با صکوک استصناع/اجاره، به حجم ۱۸,۳ میلیون دلار نمود. این نخستین صکوک با پشتوانه رهنی بود که توسط یک شرکت در کشورهای عضو شورای همکاری خلیج فارس آدر بازارهای سرمایه بین‌المللی منتشر شد. هدف از انتشار این نوع صکوک بالا بردن درجه اهرم مالی و قادر ساختن شرکت برای دادن وام بیشتر به کسانی است که نیازمند تهیه مسکن در عربستان سعودی هستند.

^۱.Forward Leasing

^۲.GCC Company



تورق: اگر فردی تکالیفی را به طور نسبه خریداری کرده و آنرا به طور نقد با قیمت کمتر از قیمت اولیه به شخص ثالثی بفروشد، به این فرآیند، تورق گویند.

صکوک استصناع - اجاره شامل معاملات ذیل است:

- **انتشار صکوک:** نهاد واسط به عنوان ناشر، اقدام به انتشار صکوک کرده و اوراق منتشر شده بیانگر حق مالکیت مشاع در دارایی‌های پایه و حق دریافت پرداخت‌های دوره‌ای و مبلغ اسمی از واسط است.
- **پذیره‌نویسی صکوک و تاسیس امین:** سرمایه‌گذاران، وجوه را در اختیار نهاد واسط قرار داده و نهاد واسط نقش امین برای سرمایه‌گذاران را ایفا می‌کند؛
- **قرارداد استصناع:** شرکت KIC (به عنوان بانی)، وارد قرارداد استصناع با نهاد واسط (به عنوان امین) می‌شود. نهاد واسط که امین سرمایه‌گذاران است، مأموریت دارد دارایی‌های خاصی را در آینده از بانی تحویل بگیرد و بانی موظف است این دارایی‌های خاص را طبق قرارداد تولید کرده یا بسازد و تحویل نهاد واسط دهد. امین باید متناسب با پیشرفت پروژه، پرداخت‌هایی را طی دوره به بانی انجام دهد. این پرداخت‌های طی دوره در نهایت برابر با مبلغ اصلی طرح یا پروژه است؛
- **قرارداد اجاره موصوف فی الذمه:** نهاد واسط به عنوان امین و موجر، موافقت نمود تا دارایی‌های به دست آمده را به KIC به عنوان بانی، برای دوره‌ای مشخص اجاره دهد. KIC، قبل از تحویل دادن دارایی‌ها اجاره بهای پیش از موعد به نهاد واسط (موجر) پرداخت کرده و پس از تحویل دادن دارایی‌ها، اجاره بهای واقعی شروع می‌شود. اجاره‌بهای پرداختی باید مساوی پرداخت‌های طی دوره‌ای باشد که نهاد واسط بین صاحبان اوراق توزیع می‌کند. این پرداخت‌ها می‌تواند بر اساس یک نرخ ثابت یا یک نرخ متغیر همچون لایبور محاسبه شود. در این صکوک، نرخ ثابت ۶٫۵۵ درصد در نظر گرفته شده است؛



- پرداخت های دوره ای به سرمایه گذاران: در ۳۰ سپتامبر، ۳۰ دسامبر، ۳۰ مارس و ۳۰ ژوئن هر سال، نهاد واسط اجاره بهایی را که دریافت می کند جهت پرداخت های دوره ای به صاحبان اوراق مصرف می کند؛
- قرارداد خرید و فروش دارایی ها: پس از تحویل دادن دارایی ها و بستن یک قرارداد اختیار خرید، نهاد واسط (به عنوان امین) دارایی ها را به بانی فروخته و بانی (به عنوان متعهد)، اقدام به خرید دارایی ها با قیمت اعمالی که برابر با مبلغ اصلی به علاوه هر مقدار توزیع دوره ای انباشته است، می کند؛
- پرداخت مقدار انحلال: ناشر، از قیمت اعمالی که دریافت می کند جهت پرداخت مبلغ انحلال به سرمایه گذاران استفاده می کند؛
- قرارداد تعمیر و نگهداری: نهاد واسط به عنوان امین، KIC را به عنوان نماینده خدماتی خود جهت اداره کردن دارایی های مبنای انتشار اوراق تحت قرارداد اجاره، شامل تعمیر و نگهداری، بیمه کردن دارایی ها و پرداخت مالیات ها در ارتباط با دارایی های پایه، منصوب می کند.

صکوک مرابحه

قرارداد مرابحه، قراردادی بین خریدار و فروشنده کالا برای تحویل دارایی است. قیمت دارایی، شامل هزینه دارایی به علاوه سودی است که فروشنده دریافت می کند. خریدار می تواند قیمت را به صورت اقساط یا به صورت یکجا در آینده به فروشنده پرداخت نماید. ناشر به واسطه عوایدی که از انتشار صکوک مرابحه به دست می آورد، کالاهایی را از عرضه کنندگان خریداری نموده، سپس آن کالایی را که خریده است به بانی با قیمتی بیشتر از قیمت خریداری شده، می فروشد. دوره پرداخت های معوق، مرتبط با سررسید اوراق مرابحه است. همچنین اقساطی که از بانی طی زمان های گوناگون دریافت می شود، جهت پرداخت به صاحبان اوراق استفاده می شود.

الزامات شرعی در صکوک مرابحه

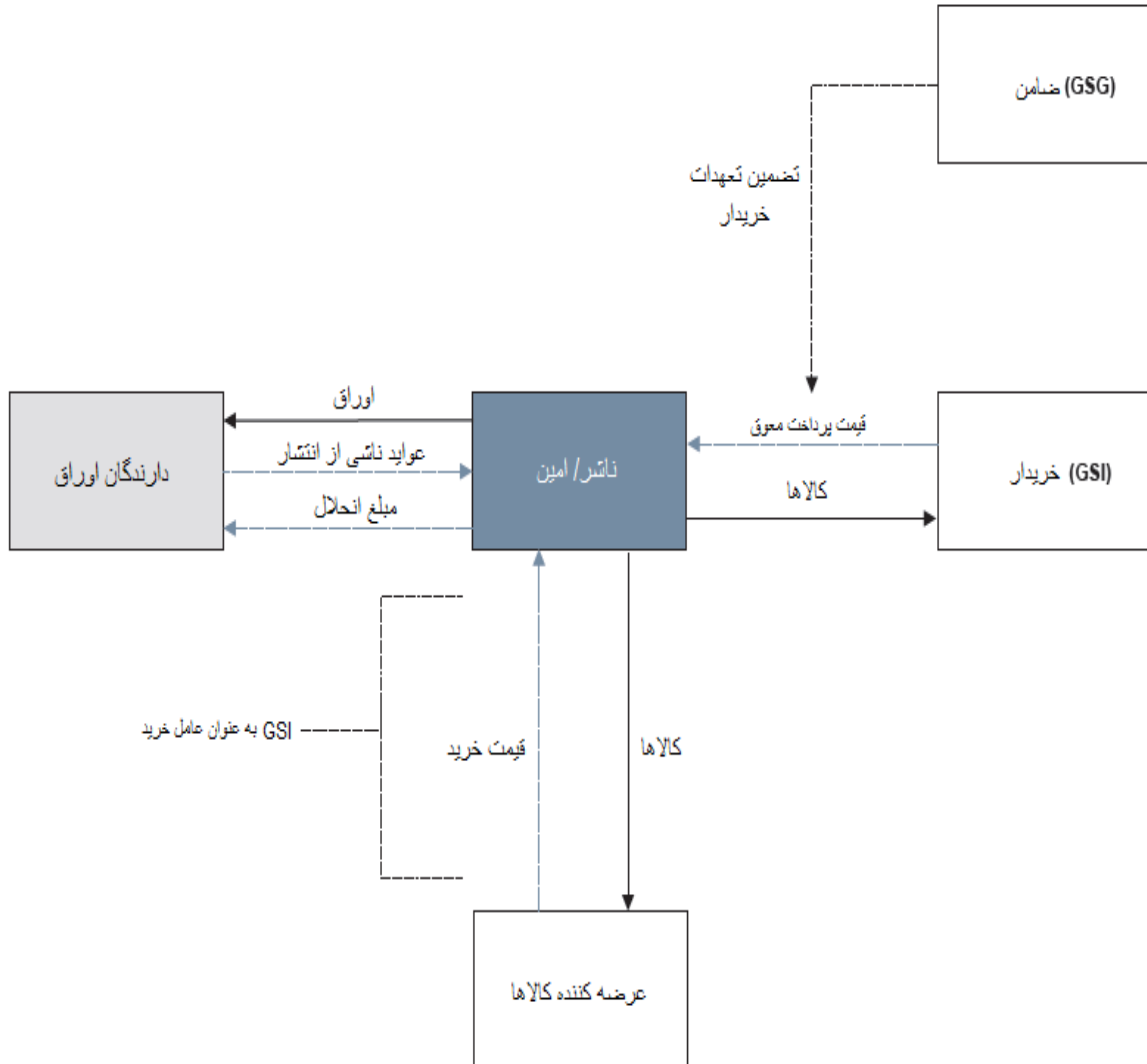
- نرخ و دوره زمانی پرداخت بهای کالا، باید قبل از بستن قرارداد توسط دو طرف تعیین شده باشد؛
- قبل از بستن قرارداد، باید سود امین کاملاً مشخص شده و مورد توافق دو طرف باشد. تعیین قیمت فروش کل کافی نیست؛
- امین (به عنوان فروشنده)، قبل از اینکه بخواهد کالاها را به خریداران بفروشد باید خودش مالک آن دارایی ها باشد.



- کالاها باید تحت تصرف قانونی فیزیکی یا اعتباری فروشنده باشد. زمانی که کنترل، حقوق و بدهی‌ها در مورد دارایی از عرضه‌کننده به فروشنده منتقل می‌شود، می‌توان گفت فروشنده تصرف قانونی اعتباری در آن دارایی پیدا می‌کند؛
- فروشنده باید قبل از فروش دارایی‌ها به خریدار، ریسک‌های مالکیت از جمله خطرات حمل و نقل را به عهده بگیرد. ریسک‌هایی که از نهاد واسط به خریداران منتقل می‌شود باید شفاف تبیین شود؛
- امین به خریداران وکالت می‌دهد به نمایندگی از طرف آنها کالاهای مورد نظر خود را خریداری نمایند. با این حال، تمام اسناد و قراردادهای مرتبط با فروش دارایی‌ها باید به نام امین ثبت شود نه به نام خریدار؛
- کالاهای خریداری شده باید وجود داشته باشند. علاوه بر این، کالاهایی که خریداری می‌شوند باید منطبق با موازین شرعی باشند.

مطالعه موردی: بانک گلدمن ساکس

گلدمن ساکس، یک شرکت خدمات مالی و بانکداری امریکایی و چند ملیتی است، که بخش عمده فعالیت‌های آن، در زمینه ارائه خدمات بانکداری سرمایه‌گذاری، مدیریت سرمایه‌گذاری، بانکداری تجاری، همچنین مبادله کالاهای اقتصادی، اوراق بهادار، سهام اختصاصی و مدیریت صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، متمرکز می‌باشد. در سال ۲۰۱۱، گلدمن ساکس برنامه‌ای برای انتشار صکوک مرابحه با حداکثر مبلغ اسمی ۲ میلیارد دلار در نظر گرفت. گلدمن ساکس تحت قوانین جزایر کیمن به عنوان واسط مالی اقدام به انتشار صکوک نموده و به عنوان امین برای سرمایه‌گذاران و فروشنده دارایی‌ها در قرارداد مرابحه فعالیت می‌کند.



صکوک مرابحه شامل معاملات ذیل است:

- انتشار صکوک: ناشر، اقدام به انتشار صکوک کرده و هر یک از اوراق، نشان دهنده حق مالکیت مشاع در دارایی‌های پایه و ادعا در مقابل ناشر برای دریافت قیمت نسبی و مبلغ اسمی در موعد مقرر است.
- پذیره‌نویسی صکوک و تاسیس امین: سرمایه‌گذاران، وجوه نقد را در اختیار نهاد واسط قرار داده و نهاد واسط نقش امین برای سرمایه‌گذاران را ایفا می‌کند؛
- قرارداد مرابحه: خریدار با فروشنده وارد قرارداد مرابحه می‌شود. خریدار توافق می‌کند کالای خاصی را در عوض پرداخت مبلغی مشخص که برابر با مبلغ اصلی دارایی به علاوه سود امین است، خریداری نماید و فروشنده نیز توافق می‌کند این کالا را به خریدار تحویل دهد.



- قرارداد نمایندگی خرید و فروش: پس از جمع‌آوری وجوه توسط ناشر از صاحبان اوراق، ناشر کالاهایی را خریداری نموده و به خریداران به صورت اقساطی می‌فروشد؛
- پرداخت‌های نسبی: خریدار، اقساطی که برای او معین شده است را در دوره‌های زمانی تعیین شده پرداخت می‌کند؛
- توزیع اقساط بین سرمایه‌گذاران: ناشر، اقساط تحویل گرفته از خریداران را به سرمایه‌گذاران پرداخت می‌کند.

ساختارهای ترکیبی مضاربه- مرابحه

بانک سعودی-بریتانیایی، صکوک به ارزش ۱,۵ میلیارد ریال سعودی منتشر کرد که سررسید آن در سال ۲۰۲۵ است. این معامله بر اساس ترکیبی از قراردادهای مضاربه- مرابحه صورت گرفته و ۴۹ درصد وجوه آن مربوط به مرابحه و ۵۱ درصد نیز مربوط به مضاربه است. این نوع صکوک به منظور افزایش نسبت کفایت سرمایه این بانک منتشر شده است.

صکوک سلف

یکی دیگر از ساختارهای صکوک که کمتر مورد استفاده قرار می‌گیرد، صکوک سلف (سلم) است که بر اساس آن عرضه کننده، مقدار معینی از دارایی پایه را با مشخصات خاص در ازای بهای نقد به فروش می‌رساند تا در آینده آن دارایی را به خریدار تسلیم نماید. برای جلوگیری از بروز غرر، کالا باید از نظر کیفیت، کمیت، مکان تحویل، تاریخ تحویل و زمان تحویل با شفافیت هر چه تمام تر، قبل از بستن قرارداد تعیین شده و دو طرف بر این امر اتفاق نظر داشته باشند. قیمت پیش خرید به عنوان سرمایه سلف شناخته می‌شود. در قرارداد صکوک سلف، ناشر به نمایندگی از صاحبان اوراق خریدار کالا بوده و بانی فروشنده کالا محسوب می‌شود. از آنجا که فروش مجدد کالاها قبل از مالکیت واقعی منجر به فروش بدهی (دین) می‌شود، خرید و فروش این اوراق در بازار ثانوی ممکن نیست [بنا بر دیدگاه برخی فقهای اهل سنت]. علاوه بر این، الزام به تحویل دارایی‌های استاندارد به ناشر، شرکت-های بانی را برای رعایت این امر با مشکل مواجه ساخته است.



جمع‌بندی و پیشنهادها

ظهور بازارهای اسلامی در جهان طی دهه اخیر بدون شک مرهون احکام بنیادین اسلام و پویایی شریعت در معرفی ابزارهای نوین اسلامی توسط صاحب‌نظران مالی اسلامی بوده است؛ به طوری که در حال حاضر نه تنها اقتصاد کشورهای اسلامی از ابزارهای متعارف که غالباً ربوی است بی‌نیاز گردیده، بلکه محصولات آن در بسیاری از کشورهای اسلامی و غیراسلامی گسترش یافته است. توسعه بازار اوراق بهادار اسلامی مستلزم شناخت دقیق کاستی‌ها و چالش‌های این بازار و ارائه راه‌حل‌های موثر و کارآ در جهت رشد روزافزون آن است که در حل این چالش‌ها می‌توان از تجربه کشورهای موفق استفاده کرد.

صکوک، اوراق بهادار منعطفی است که می‌توان از آن برای پاسخگویی به بخشی از نیازهای تامین مالی در بازار سرمایه استفاده نمود. رشد و توسعه بازار بدهی در سال‌های اخیر، عمدتاً به دلیل نقشی است که در تامین مالی سرمایه‌گذاری‌ها داشته است. برای بنگاه‌های اقتصادی، صکوک ابزار بسیار جالبی برای تامین مالی محسوب می‌شود؛ چرا که از یک طرف ریسک از دست دادن دارایی را تعدیل کرده و از طرف دیگر سرمایه‌گذاران نسبت به دریافت نرخ سود معین به اطمینان خاطر دست یافته‌اند. آشنایی با این ابزار می‌تواند به فعالان بازار و سرمایه‌گذاران در رفع نیازهای تامین مالی و سرمایه‌گذاری به شکل موثرتر کمک نماید. از این رو در گزارش حاضر تلاش شد تا ضمن پرداختن به پیشینه بازار صکوک و ریشه‌های شکل‌گیری آن، مهم‌ترین ساختارهای قابل استفاده در طراحی صکوک معرفی و تبیین شود. همچنین در مورد هر ساختار، نمونه‌ای به عنوان موردکاوی ارائه شده و فرایند انتشار آن تبیین گردید.

نظام مالی اسلامی در حال ادامه مسیر رشد خود در کشورهای جهان است و پیشرفت خود را در دوره‌های تزلزل سایر نظام‌های مالی جهانی به اثبات رسانده است. عملکرد کلی آن قابل توجه بوده اما هنوز امکان توسعه بسیار زیادی در این حوزه وجود دارد. هنوز ابزارهای مالی اسلامی بسیاری باید در هیئت‌های شریعت اسلامی طراحی شوند. به رغم تلاش‌های صورت گرفته در طراحی ابزارهای اسلامی، همچنان نبود ابزارهای کافی و کاربردی در برخی حوزه‌ها یکی از دغدغه‌های مهم در نظام مالی اسلامی محسوب می‌شود.

تنوع در ابزارهای مالی اسلامی شاید از برخی جنبه‌ها مفید باشد اما ممکن است از دید سرمایه‌گذارانی که قصد ورود به این بازار را دارند، مشکل‌ساز باشد. از این جهت که سرمایه‌گذاران غیرحرفه‌ای، دانش جامعی نسبت به انواع این ابزارها و تفاوت‌های موجود بین آنها ندارند، در نتیجه این امر موجب سردرگمی آنها خواهد شد. بنابراین، در این زمینه باید فرهنگ‌سازی لازم صورت گرفته و متناسب با سطح فرهنگ سرمایه‌گذاری، سطح درآمد افراد و تمایل آنها برای هزینه‌کردن به منظور مشاوره‌های مالی، اقدام به طراحی و انتشار ابزارهای گوناگون مالی نمود.



امروزه طراحی زیرساخت‌های قانونی و مقرراتی از الزامات توسعه بازار صکوک محسوب می‌شود. زیرساخت‌های عملیاتی و اطلاعاتی، هماهنگی بین دستگاه‌های اجرایی و ظرفیت‌سازی در زمینه نیروی انسانی برخی از الزامات کلیدی هستند که در این راستا باید مد نظر قرار گیرند. همچنین لازم برای رفع نیازهای خاص در نظام تامین مالی کشور، ابزارهای نوآورانه طراحی و منتشر شود. برای مثال یکی دیگر از عواملی که سبب استقبال کم سرمایه‌گذاران به بازار صکوک شده است، تورم بالا و متغیر در ایران است. چنانچه ابزارهای مالی طوری طراحی شوند که نرخ بازده آنها متناسب با تورم به علاوه نرخ سود معینی باشد، انتظار می‌رود که با استقبال ناشران و سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه مواجه شود. در مجموع طراحی و توسعه ابزارهای مالی نوین همانند صکوک با ساختارهای نوآورانه می‌تواند در تقویت نظام تامین مالی کشور و رفع نیازهای ذی‌نفعان مختلف در بازار سرمایه اثرگذار باشد.



فهرست گزارش‌های پژوهشی

عنوان	کد گزارش	نویسنده / نویسندگان
۱۳۹۶		
آسیب‌شناسی نظام بانکی کشور	MBRI-SR-96011	
تحلیل آثار ناترازی ترازنامه نظام بانکی بر متغیرهای پولی و راهکارهای تعدیل این ناترازی	MBRI-WP-96010	احمد بدری، حمید زمان زاده
بررسی امکان خلق پول توسط نظام بانکی در نظام مالی اسلامی	MBRI-SR-96009	
امکان‌سنجی تعمیم عقد مضاربه به تمام فعالیت‌های تجاری	MBRI-SR-96008	
سامان‌دهی نرخ بهره سیاستی در سیاست‌گذاری پولی و تحلیل آن از منظر اسلامی	MBRI-PN-96007	حسین میثمی، کامران ندری
بررسی ابعاد فقهی سپرده‌پذیری سرمایه‌گذاری مدت‌دار بانکی	MBRI-PP-96006	وهاب قلیچ
عوامل موثر بر هزینه مالی بنگاه‌های تولیدی	MBRI-PN-96005	سجاد ابراهیمی، سیدعلی مدنی زاده، امینه محمودزاده
شناسایی منحنی فیلیپس سازگار با اقتصاد ایران	MBRI-PN-96004	مریم همتی
واکاوی ظرفیت تأمین مالی مغفول به پشتوانه وثایق منقول در شبکه بانکی	MBRI-PN-96003	زهرا خوشنود، مرضیه اسفندیاری
تأمین مالی پایدار و سودآوری بانک	MBRI-PN-96002	مهشید شاهچرا، ماندانا طاهری
بررسی تجربه کشورها در تدوین سند راهبردی بانکداری اسلامی	MBRI-RP-96001	لیلا محرابی، رسول خوانساری
۱۳۹۵		
شواهدی از رفتار قیمت‌گذاری در نرخ‌های تورم پایین و بالا	MBRI-RR-95017	سعید بیات
الگوی رفتاری سپر سرمایه قانونی بانک‌ها	MBRI-PP-95016	زهرا خوشنود، مرضیه اسفندیاری
بروزرسانی جعبه ابزار پیش‌بینی تورم	MBRI-RR-95015	محمد حسین رضایی
طراحی سیستم هشدار سریع در شبکه بانکی کشور	MBRI-PP-95014	اعظم احمدیان، هادی حیدری
تبیین ظرفیت ابزارهای مالی اسلامی در تأمین مالی طرح‌های غیرانتفاعی	MBRI-PP-95013	وهاب قلیچ
آثار بی‌ثباتی بازار ارز بر بازدهی شبکه بانکی ایران	MBRI-PP-95012	محمودولی پور پاشاه و محمد ارباب‌افضلی
رتبه‌بندی مؤسسات مالی اسلامی برتر جهان در سال ۲۰۱۵	MBRI-TR-95011	لیلا محرابی
فرصت‌ها و چالش‌های کارت اعتباری بین‌المللی در نظام بانکی ایران	MBRI-PN-95010	رسول خوانساری
ارکان اصلاحات نهادی لازم برای نهادینه‌سازی ثبات بخش مالی	MBRI-PP-95009	علی بهادر
واکاوی ابعاد حقوقی سرمایه‌گذاری خارجی در صنعت بانکی ایران	MBRI-PP-95008	زهرا خوشنود
صورت‌های مالی لازم‌الاجرای بانک‌های ایران: تقابل قانون با استاندارد یا همزیستی مسالمت آمیز؟	MBRI-RR-95007	کارگروه مطالعاتی IFRS در صنعت بانکداری
چارچوب گزارشگری مالی بانک‌های ایران	MBRI-RR-95006	کارگروه مطالعاتی IFRS در صنعت بانکداری
جایگاه مؤسسات اعتباری و واسطه‌گری مالی غیربانکی در نظام مالی	MBRI-RR-95005	مهرداد سیه‌وند
موانع حذف ربا از نظام بانکی ایران و ارائه راهکارهای اصلاحی	MBRI-RR-95004	فرشته ملاکریمی، وهاب قلیچ
سازوکار مدیریت نرخ‌های سود در چارچوب سیاست پولی	MBRI-PP-95003	اکبر کمبجانی، حمید زمان‌زاده، علی بهادر
صورت عملکرد سپرده‌های سرمایه‌گذاری: ارتقای پاسخگویی در مدل کسب و کار بانکداری بدون ربا، همگرا با IFRS	MBRI-PP-95002	احمد بدری
لزوم اصلاحات ساختاری پایدارکننده نرخ تورم تک‌رقمی در شبکه بانکی	MBRI-PN-95001	علی بهادر
۱۳۹۴		
آسیب‌شناسی اوراق مشارکت بانک مرکزی از دیدگاه فقهی-اقتصادی	MBRI-PN-94025	حسین میثمی
مدیریت بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی: پیش‌شرط تحقق نرخ تورم تک‌رقمی	MBRI-PN-94024	مریم همتی
کاستی‌های بازارهای مالی ایران و ثبات قیمتی	MBRI-PN-94023	علی بهادر
کلان‌نگاری بانکداری سایه‌ای در ایران	MBRI-PN-94022	محمد ارباب‌افضلی، مهشید شاهچرا، ماندانا طاهری
مسیر آتی نظام مالی: بانک محور یا بازار محور	MBRI-RR-94021	زهرا خوشنود
آثار مؤلفه‌های بخش حقیقی و رشد قیمت دارایی‌ها در مطالبات غیرجاری بانک‌ها	MBRI-PN-94020	حسین باستانزاد، محمودولی پور پاشا، هادی حیدری
شاخص‌سازی قیمت‌های تجارت خارجی ایران	MBRI-RP-94019	سجاد ابراهیمی
طراحی اوراق بهادار اسلامی تورم پیوند در نظام مالی ایران	MBRI-PN-94018	رسول خوانساری و امیر حسین اعتصامی
شمول مالی در ایران: مقایسه‌ای بر اساس معیارهای پایه‌ای گروه ۲۰	MBRI-PN-94017	مجید عینیان
نقد و بررسی پیش‌نویس طرح قانون عملیات بانکی بدون ربا	MBRI-SR-94016	
تحلیل سازوکار تعدیل نسبت کفایت سرمایه در دوره‌های رکود و رونق	MBRI-PN-94015	زهرا خوشنود، مرضیه اسفندیاری
نقش اوراق بهادار اسلامی در تأمین کسری بودجه دولتی	MBRI-PP-94014	وهاب قلیچ



عنوان	کد گزارش	نویسنده / نویسندگان
حکمرانی شرکتی در نظام‌های بانکی منتخب و نقش بانک‌های مرکزی	MBRI-RR-94013	مهرداد سپه‌وند، حمید قنبری، امین جعفری، لیلا محرابی
طراحی ابزارهای اسلامی جهت ارائه تسهیلات قاعده‌مند توسط بانک مرکزی	MBRI-PN-94012	حسین میثمی، حسین توکلیان
صورت عملکرد سپرده‌های سرمایه‌گذاری: ارتقای پاسخگویی در مدل کسب و کار بانکداری بدون ربا، همگرا با IFRS	MBRI-PP-94011	احمد بدری
قواعد مالی و هدف‌گذاری توری	MBRI-PN-94010	ژاله زارعی
عملیات بازار باز در بانکداری مرکزی نوین و تحلیل آن از منظر فقهی	MBRI-RR-94009	حسین میثمی
عوامل موثر بر تحقق سیاست‌های کلی اقتصاد مقاومتی در نظام بانکی	MBRI-PN-94008	وهاب قلیچ و رسول خوانساری
ناخشنایی عملیات بازار باز	MBRI-WP-94007	پیر پائولو بنینو، سالواتور نیستیکو
برآورد ارزش خدمات خانگی کشور با تأکید بر خدمات زنان خانه‌دار	MBRI-RR-94006	ابوالفضل خاوری نژاد
افق زمانی گذار به تورم تک رقمی پایدار در سایه سیاست پولی و ارزی	MBRI-PN-94005	حمید زمان‌زاده
برگزیدگان حوزه‌های مختلف بانکداری مرکزی در سال ۲۰۱۴	MBRI-TR-94004	ژاله زارعی و ایلناز ابراهیمی
نظام‌های ارزی: دسته بندی، شناسایی و آثار اقتصادی	MBRI-RP-94003	علی بهادر
قدرت قانونی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران	MBRI-WP-94002	زهرا خوشنود، پی برای. بولتز
معرفی یک شاخص شرایط پولی جدید برای اقتصاد ایران	MBRI-WP-94001	مریم همتی، رضا بوستانی
۱۳۹۳		
عوامل موثر بر بهره‌مندی از وام و شکل‌گیری تقاضا برای وام در خانوارهای شهری	MBRI-RR-93042	فرهاد نیلی و مرضیه اسفندیاری
ساختار هزینه‌ای بنگاه‌ها و تقاضا برای منابع مالی	MBRI-PN-93041	فرهاد نیلی و امینه محمودزاده
رتبه‌بندی موسسات مالی اسلامی برتر جهان در سال ۲۰۱۴	MBRI-TR-93040	لیلا محرابی
تحلیل پویایی‌های تورم و رشد اقتصادی در ایران	MBRI-PN-93039	سیدعلی مدنی زاده، هومن کرمی، سعید بیات
بررسی آمار و اطلاعات حوزه تأمین مالی	MBRI-PN-93038	مجید عینیان، امینه محمودزاده
ارزیابی ساختار ترازنامه و واسطه‌گری مالی شبکه بانکی کشور	MBRI-PN-93037	مهشید شاهچرا و ماندانا طاهری
چارچوبی برای اصلاح سیاستگذاری پولی در ایران	MBRI-PP-93036	سید احمدرضا جلالی نائینی و محمدامین نادریان
قواعد مالی و پیاده‌سازی آن در ایران	MBRI-PP-93035	ژاله زارعی
گزارش ادواری «چشم‌انداز کوتاه‌مدت اقتصاد کلان ایران» دی ماه ۱۳۹۳	MBRI-PR-93034	حمید زمان زاده
گزارش ماهانه پیش بینی تورم، دی ماه ۱۳۹۳	MBRI-PR-93033	سیدعلی مدنی زاده، سعید بیات، هومن کرمی
رهنگاشت بانکداری مرکزی ایران در افق میان‌مدت	MBRI-PP-93032	حمید زمان‌زاده، مریم همتی و حسین توکلیان
تجربه شیلی، ترکیه و برزیل در بازنگری چارچوب سیاست پولی	MBRI-PN-93031	ایلناز ابراهیمی
تنگنای اعتباری از شواهد خرد تا پیامدهای کلان	MBRI-PP-93030	فرهاد نیلی و امینه محمودزاده
صکوک بیع دین به عنوان ابزار سیاست پولی	MBRI-PN-93029	حسین میثمی
رکود تورمی و راهکارهای خروج	MBRI-PP-93028	محمدحسین رحمتی و سیدعلی مدنی‌زاده
رکود تورمی در ایران: نظم‌های آماری و عوامل آن	MBRI-PP-93027	محمدحسین رحمتی، سیدعلی مدنی‌زاده، فاطمه نجفی
مدیریت نرخ ارز تحت نظام ارزی خزنده در کردور	MBRI-PP-93026	حمید زمان زاده، علی بهادر، حسین باستانزاد، حسین توکلیان
مطالبات غیر جاری یا دارایی‌های مسموم بانک‌ها	MBRI-PP-93025	فرهاد نیلی و امینه محمودزاده
گزارش ادواری «چشم‌انداز کوتاه‌مدت اقتصاد کلان ایران» (آبان‌ماه ۱۳۹۳)	MBRI-PR-93024	حمید زمان زاده
گزارش فصلی متغیرهای اقتصاد کلان (تابستان ۱۳۹۳)	MBRI-PR-93023	دکتر سیدعلی مدنی زاده، دکتر رامین مجاب، سجاد ابراهیمی، سعید بیات، مجید عینیان، هومن کرمی
گزارش ماهانه پیش بینی تورم (آبان‌ماه ۱۳۹۳)	MBRI-PR-93022	دکتر سیدعلی مدنی زاده، سعید بیات، هومن کرمی
گزارش فصلی تولید صنعتی ایران (تابستان ۱۳۹۳)	MBRI-PR-93021	سجاد ابراهیمی
شکست بازار اعتبارات	MBRI-PP-93020	فرهاد نیلی و امینه محمودزاده
سیستم حسابهای ادغام شده محیط زیستی و اقتصادی ایران (حساب اقماری محیط زیست ایران) (SEEAIRAN)	MBRI-RR-93019	ابوالفضل خاوری نژاد
بررسی اثرات دور اول و دوم تحولات اقتصاد کلان بر ترازنامه بانک‌ها	MBRI-PN-93018	هادی حیدری
گواهی سپرده مدت‌دار سرمایه‌گذاری خاص: کاستی‌ها و راه‌حل‌ها	MBRI-PN-93017	رسول خوانساری، ماندانا طاهری، حمید زمان‌زاده
پیش‌بینی تورم ایران با استفاده از منحنی فیلیپس	MBRI-WP-93016	سید مهدی برکچیان، سعید بیات، هومن کرمی



پژوهشکده پولی و بانکی
بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

عنوان	کد گزارش	نویسنده / نویسندگان
چرخه‌های تجاری و اعتباری	MBRI-PP-93015	فرهاد نیلی و امینه محمودزاده
ارتباط پول و قیمت؛ با تمرکز بر اجزای شاخص قیمت مصرف‌کننده	MBRI-PP-93014	رامین مجاب
ارزیابی بویایی صنعت بانکداری ایران با تأکید بر رقابت‌پذیری	MBRI-PN-93013	اعظم احمدیان
هدف‌گذاری تورم؛ لزوم اعمال و پیش‌شرط‌های اساسی	MBRI-PN-93012	ایلناز ابراهیمی
ضرورت بازسازی چارچوب ارتباطی بانک مرکزی	MBRI-PP-93011	مریم همتی
کنترل اثرات ناپایداری و شکست ساختاری تورم با مدل‌های غیرخطی و زمان‌متغیر	MBRI-WP-93010	سید مهدی برکچیان، سعید بیات، هومن کرمی
راهکاری در جهت تقویت رعایت اصول شریعت در قراردادهای بانکی	MBRI-PN-93009	وهاب قلیچ و فرشته ملاکریمی
ارزیابی سرمایه بانک‌ها بر اساس استانداردهای بین‌المللی	MBRI-PN-93008	زهرا خوشنود و مرضیه اسفندیاری
پیش‌بینی تورم ایران با استفاده از عوامل مشترک اجزای شاخص قیمت کالاها و خدمات	MBRI-WP-93007	سید مهدی برکچیان، سعید بیات، هومن کرمی
وضعیت صنایع در دوره‌های رونق و رکود	MBRI-PN-93006	مجید عینیان
ارزیابی وضعیت مطالبات غیرجاری در نظام بانکی ایران و مقایسه آن با سایر کشورها	MBRI-PN-93005	لیلا محرابی
معرفی روش‌های تأمین مالی اسلامی در کشورهای مختلف	MBRI-PN-93004	لیلا محرابی
سپر سرمایه مخالف چرخه سندی از جمله اسناد توافق‌نامه سرمایه‌بال سه	MBRI-PP-93003	زهرا خوشنود
آسیب‌شناسی بازار بین‌بانکی ربالی در ایران با تأکید بر ابعاد فقهی	MBRI-PP-93002	رسول خوانساری
اثر پسماند جانشینی پول در ایران	MBRI-RR-93001	سامان قادری
۱۳۹۲		
ضرورت بازسازی چارچوب ارتباطی بانک مرکزی	MBRI-9228	مریم همتی
استقلال بانک مرکزی؛ گام نخست در پیشبرد اهداف سیاست‌گذاری پولی	MBRI-9227	مریم همتی
تأثیر نوسانات متغیرهای کلان اقتصادی بر مطالبات غیرجاری بخش بانکی؛ رهیافت اقتصادسنجی	MBRI-9226	حامد عادل نیک
اثرات پویای حجم کل بدهی‌ها بر بخش واقعی اقتصاد ایران (۱۳۹۰-۱۳۶۰) و ارزیابی آن به عنوان سازوکار هشداردهنده وقوع بحران مالی	MBRI-9225	احمدعلی رضایی
ارزیابی عملکرد بانک‌ها در سبد دارایی، بدهی، سود و زیان در سال‌های ۱۳۹۲-۱۳۹۱	MBRI-9224	اعظم احمدیان
تحلیل سهم از بازار بانک‌ها (۱۳۹۰-۱۳۹۱)	MBRI-9223	اعظم احمدیان
ارزیابی شاخص‌های سلامت بانکی، در بانک‌های ایران (۱۳۹۰-۱۳۹۱)	MBRI-9222	اعظم احمدیان
تجربه بانک‌های توسعه‌ای در بحران اقتصادی جهان و تحولات پس‌انداز و سرمایه‌گذاری در اقتصاد جهانی	MBRI-9221	لیلا محرابی
وضعیت آماری موسسات مالی اسلامی برتر در جهان (با تأکید بر نقش بانک‌های ایرانی)	MBRI-9220	وهاب قلیچ، لیلا محرابی
پایداری تورم و عوامل موثر بر آن در اقتصاد ایران	MBRI-9219	حجت تقی‌لو
مالیات توری در ترازوی عدالت	MBRI-9217	دکتر محمداسماعیل توسلی و وهاب قلیچ
مدیریت ثروت اسلامی	MBRI-9216	رسول خوانساری، رضا یارمحمدی
بررسی دیدگاه‌های فقهی پیرامون مسأله جبران کاهش ارزش پول	MBRI-9215	فرشته ملاکریمی
تحلیل عاملی نسبت‌های مالی بنگاه‌های صنعتی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران	MBRI-9214	ماندانا طاهری، فرهاد نیلی
صکوک کوتاه‌مدت و کاربردهای آن در بانکداری و مالی اسلامی	MBRI-9213	رسول خوانساری، حسین میثمی، لیلا محرابی
جعبه ابزار پیش‌بینی تورم در اقتصاد ایران	MBRI-9212	سید مهدی برکچیان، سعید بیات، هومن کرمی
محاسبه سود قطعی سپرده‌گذاران در بانکداری بدون ربا	MBRI-9211	حسین میثمی
ارزیابی عملکرد صنعت بانکداری در ایران (مقایسه سال‌های ۱۳۸۹ و ۱۳۹۰)	MBRI-9210	اعظم احمدیان
نگاهی به چارچوب قانونی، نهادی و نظارتی ورشکستگی بانک	MBRI-9209	حمید قنبری
تحلیل شاخص‌های عملکرد شبکه بانکی در تأمین مالی تولید	MBRI-9208	اعظم احمدیان
بسترهای تشکیل منطقه بهینه پولی بین کشورهای سازمان همکاری اقتصادی (اگو)	MBRI-9207	مصعب عبدالهی آرائی
حاکمیت شرکتی، نظارت و مقررات احتیاطی در موسسات مالی اسلامی: گزارش پنجمین روز مدرسه زمستانه بانکداری اسلامی	MBRI-9206	حسین میثمی
استانداردهای حسابداری و حسابرسی در موسسات مالی اسلامی: گزارش چهارمین روز مدرسه زمستانه بانکداری اسلامی	MBRI-9205	وهاب قلیچ
مدیریت دارایی و بدهی در بانک‌های اسلامی: گزارش سومین روز مدرسه زمستانه بانکداری اسلامی	MBRI-9204	لیلا محرابی
مدیریت ریسک در بانک‌های اسلامی: گزارش دومین روز مدرسه زمستانه بانکداری اسلامی	MBRI-9203	رسول خوانساری



پژوهشکده پولی و بانکی
بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

عنوان	کد گزارش	نویسنده / نویسندگان
اصول و مقررات شرعی در معاملات و تأمین مالی: گزارش اولین روز مدرسه زمستانه بانکداری اسلامی	MBRI-9202	فرشته ملاکریمی
تورم و جبران کاهش ارزش پول از دیدگاه اسلامی: گزارش هفتمین جلسه نقد پژوهش‌های بانکداری و مالی اسلامی	MBRI-9201	حسین میثمی
۱۳۹۱		
پولی کردن کسری بودجه از منظر اقتصاد اسلامی: گزارش ششمین جلسه نقد پژوهش‌های بانکداری و مالی اسلامی	MBRI-9111	حسین میثمی
مجموعه روایات ربا(بخش اول)	MBRI-9110	فرشته ملاکریمی
بررسی فقهی و حقوقی وثایق بانکی	MBRI-9109	فرشته ملاکریمی
عوامل مؤثر بر استفاده خانوارهای شهری از انواع خدمات مالی	MBRI-9108	فرهاد نیلی و مرضیه اسفندیاری
ضرورت معرفی رهنمود جدیدی در مدیریت ریسک نقدینگی با توجه به تحولات سیستم مالی در ایران	MBRI-9107	زهرا خوشنود
ساختار بانکداری اسلامی در کشورهای اسلامی: نمونه موردی کشور مالزی	MBRI-9106	لیلا محرابی
مفهوم‌شناسی ربا و بهره	MBRI-9105	حسین میثمی
تورق چیست؟	MBRI-9104	وهاب قلیچ
چشم‌انداز اقتصاد اسلامی بر بحران مالی جهانی	MBRI-9103	لیلا محرابی
وضعیت بانکداری اسلامی در کشورهای منطقه MENA	MBRI-9102	لیلا محرابی
بحران یورو؛ ریشه‌های پیدایش و سناریوهای آینده	MBRI-9101	ایلناز ابراهیمی
۱۳۹۰		
عملیات بازار باز در چارچوب بانکداری بدون ربا (تابستان ۱۳۹۰)	MBRI-9008	حسین قضاوی، حسین بازمحمدی
کتاب‌شناسی اقتصاد ریاضی(پاییز ۱۳۹۰)	MBRI-9007	فرهاد نیلی
برآورد قدرت بازاری در شبکه بانک‌های دولتی ایران(بهار ۱۳۹۰)	MBRI-9006	سید صفدر حسینی
جنبه‌های اساسی تغییر واحد پول ملی؛ تجربه ونزوئلا(تابستان ۱۳۹۰)	MBRI-9005	ابوالفضل اکرمی، پیمان قربانی
اصول اساسی اثربخشی نظام‌های بیمه سپرده(تابستان ۱۳۹۰)	MBRI-9004	حسین معصومی، محمد روشن‌دل
ساز و کارهای تأمین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط(بهار ۱۳۹۰)	MBRI-9003	زهرا سلطانی، زهرا خوشنود، طاهره اکبری آلاستی
بانکداری اخلاقی در جهان(بهار ۱۳۹۰)	MBRI-9002	وهاب قلیچ
مالیات تورمی دلار(بهار ۱۳۹۰)	MBRI-9001	حسین قضاوی
۱۳۸۹		
بورس اوراق بهادار در ایران و برخی کشورهای منتخب	MBRI-8911	علی حسن‌زاده، اعظم احمدیان
قانون بانک مرکزی فدراسیون روسیه	MBRI-8910	امیر حسین امین آزاد، حسین معصومی
سیاست‌های پولی و قیمت نفت	MBRI-8909	مهدی منجمی
مدیریت نقدینگی و جوه نقد صندوق شعب با استفاده از مدل انتشار	MBRI-8908	هادی حیدری، زهرا زواریان، ایمان نوربخش
مصوبه تشکیل مراکز خدمات سرمایه‌گذاری استانی	MBRI-8907	لیلا محرابی
بررسی برنامه پنجم توسعه کشور	MBRI-8906	مهشید شاهچرا
آیین‌نامه اجرایی حمایت از صادرکنندگان خدمات فنی و مهندسی	MBRI-8905	طاهره اکبری آلاستی
اثر خارجی بحران های مالی آمریکا و انگلستان بر دیگر نقاط جهان	MBRI-8904	ترانگ بوی، تامیم بایومی، مترجم: سوفی بیگلری
نقش یوان در موفقیت تجاری چین	MBRI-8903	پرستو شجری
ادوار تجاری و آزمون علیت گرنجر	MBRI-8902	مجید صامتی، سعید دانی کریم زاده، لیلا نیلفروشان
امکان‌سنجی فقهی-اقتصادی استفاده از نهاد وقف در تأمین مالی خرد اسلامی	MBRI-8901	حسین میثمی، محسن عبدالهی، مهدی قائمی‌اصل



پژوهشکده پولی و بانکی

بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

تهران: میدان آرژانتین، ابتدای بزرگراه آفریقا، پلاک ۱۰
کدپستی: ۱۵۱۴۹۴۷۱۱۱ صندوق پستی: ۷۹۴۹-۱۵۸۷۵

www.mbri.ac.ir