



سازمان بورس و اوراق بهادار
Securities & Exchange Organization

مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

مروری بر انتشار انواع صکوک
در بازارهای بین المللی مالی اسلامی و
مقایسه آن با بازار سرمایه ایران

مجید پیره

خرداد ۱۳۹۶



سازمان بورس و اوراق بهادار

مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

گروه بازارها و ابزارهای مالی

عنوان: مروری بر انتشار انواع صکوک در بازارهای مالی اسلامی بین المللی و مقایسه آن با بازار سرمایه ایران

تهیه کننده: مجید پیره

کد گزارش: ۱۳۹۶-۴-۲۰۱۷

تاریخ گزارش: خرداد ۹۶

این اثر در گروه ابزارها و نهادهای مالی مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار تهیه گردیده و مباحث و نظرات ارائه شده در آن صرفاً نظرات و بررسی‌های صورت گرفته توسط کارشناسان و پژوهشگران این گروه می‌باشد نه نظرات رسمی سازمان بورس و اوراق بهادار.

۴.....	چکیده
۵.....	مقدمه
۵.....	مروری بر حجم انتشار صکوک در ۱۰ ساله اخیر در بازارهای بین المللی
۶.....	حجم انتشار صکوک در دنیا به تفکیک نوع اوراق
۱۰.....	مروری بر حجم انتشار صکوک در ۱۰ ساله اخیر در بازار سرمایه ایران
۱۱.....	وضعیت انواع ابزارهای مالی اسلامی (صکوک) در بازار سرمایه ایران
۱۳.....	معرفی اوراق وکالت
۱۴.....	معرفی اوراق بیع بضمن أجل
۱۵.....	منابع و مأخذ

مردمی بر انتشار انواع صکوک در بازارهای بین المللی مالی اسلامی و مقایسه آن با بازار سرمایه ایران

محمدپیره

چکیده

صکوک، اوراق بهاداری هستند که بر مبنای قراردادهایی ساختار بندی شده اند که با موازین شریعت اسلام سازگاری دارند. برخی از قراردادهای همچون عقد اجاره، مرابحه، استصناع و مانند آنها به عنوان مبنایی برای طراحی این اوراق منطبق با شریعت اسلام قرار گرفته اند و بر این مبنای انواع مختلفی از صکوک در بازارهای مالی انتشار یافته است.

در بازار سرمایه جمهوری اسلامی ایران هم با تصویب قانون بازار اوراق بهادار در آذر ۱۳۸۴، بخشی از اوراق مشارکت منتشره به بازار سرمایه منتقل شد و سازمان بورس و اوراق بهادار، به عنوان نهاد ناظر و قانون گذار در این بازار متولی اعطای مجوز انتشار گردید و بورس ها هم محلی برای معامله این اوراق قرار گرفتند. در روند انتشار صکوک، در طی سالهای بعد، اوراق بهادار اسلامی دیگری همچون اجاره، مرابحه، قرض الحسنه و استصناع نیز وارد بازار شدند و توانستند برخی از نیازهای تأمین مالی شرکت های دولتی و خصوصی را برطرف نمایند.

آنچه در این گزارش مورد بحث و بررسی قرار می گیرد انواع صکوک در بازارهای مالی بین المللی است و سعی می شود بین انواع صکوک در ایران و بازارهای بین المللی مقایسه ای صورت گیرد. در نتیجه این تحقیق مشخص می شود که بازار سرمایه ایران از تنوع قابل قبولی در حوزه صکوک برخوردار است اما بازار صکوک شاهد عمق کافی و بهره مندی از ساختارهای نوین بین المللی نیست. همچنین برخی از انواع صکوک همچون صکوک وکالت در ایران هنوز منتشر نشده است.

کلمات کلیدی: اوراق بهادار اسلامی (صکوک)، عقود منطبق با شریعت، بازار سرمایه، بازارهای مالی

مقدمه

ابزارهای مالی اسلامی در مسیر توسعه خود، تحولات عمده ای را دیده اند. این ابزارها با هدف پاسخ به نیاز مشتریان تنوع قابل توجهی پیدا کرده اند و بر مبنای سلاقی مختلف مشتریان انواع مختلفی دارند. در بازار سرمایه جمهوری اسلامی ایران هم این ابزارها رشد و توسعه قابل توجهی پیدا کرده اند و بازار سرمایه توانسته است بخشی از نیازهای تأمین مالی بنگاههای اقتصادی را از محل انتشار این ابزارها پاسخ دهد.

در مسیر توسعه ابزارهای مالی، شورای عالی بورس و اوراق بهادار در مصوبه خود در تاریخ ۱۳۸۸/۵/۵، چنین تأکید کرده است: "سازمان بورس موظف گردید همزمان با پیشنهاد تصویب ابزارهای مالی جدید به شورا، نظر مثبت کمیته تخصصی فقهی سازمان درخصوص ابزارهای مذکور را نیز ارائه کند." این ماده واحده با هدف اطمینان از انطباق فعالیت ها با موازین شریعت اسلام به تصویب رسیده است و بر این مبنای، در روند توسعه ابزارها و نهادها در بازار سرمایه، کمیته تخصصی فقهی نظر خود را اعلام نموده است.

ابزارهای مالی اسلامی (صکوک) نیز از این قاعده مستثنی نبوده است و در روند توسعه خود، نظر کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار را اخذ کرده است. از این روی، ابزارهای مالی اسلامی (صکوک) مبتنی بر نظرات کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار توسعه یافته است و امروز شاهد هستیم که انواع مختلف ابزارهای مالی اسلامی (صکوک) شامل اوراق مشارکت، اوراق اجاره، اوراق مرابحه، اوراق استصناع و مانند آنها در کشور ما به مرحله انتشار رسیده است.

از سوی دیگر، ابزارهای مالی اسلامی (صکوک) در بازارهای مالی اسلامی نیز در سه دهه اخیر شاهد رشد و توسعه قابل توجهی بوده است. این تنوع و گستردگی به حدی بوده است که مطابق گزارش بازار مالی اسلامی بین المللی^۱ (IIFM) در سال ۲۰۱۵ میلادی حجم انتشار صکوک در دنیا به رقمی بیش از ۶۰ میلیارد دلار رسیده است که البته نسبت به سال گذشته شاهد کاهش به مقدار بیش از ۴۰ میلیارد دلار بوده است.

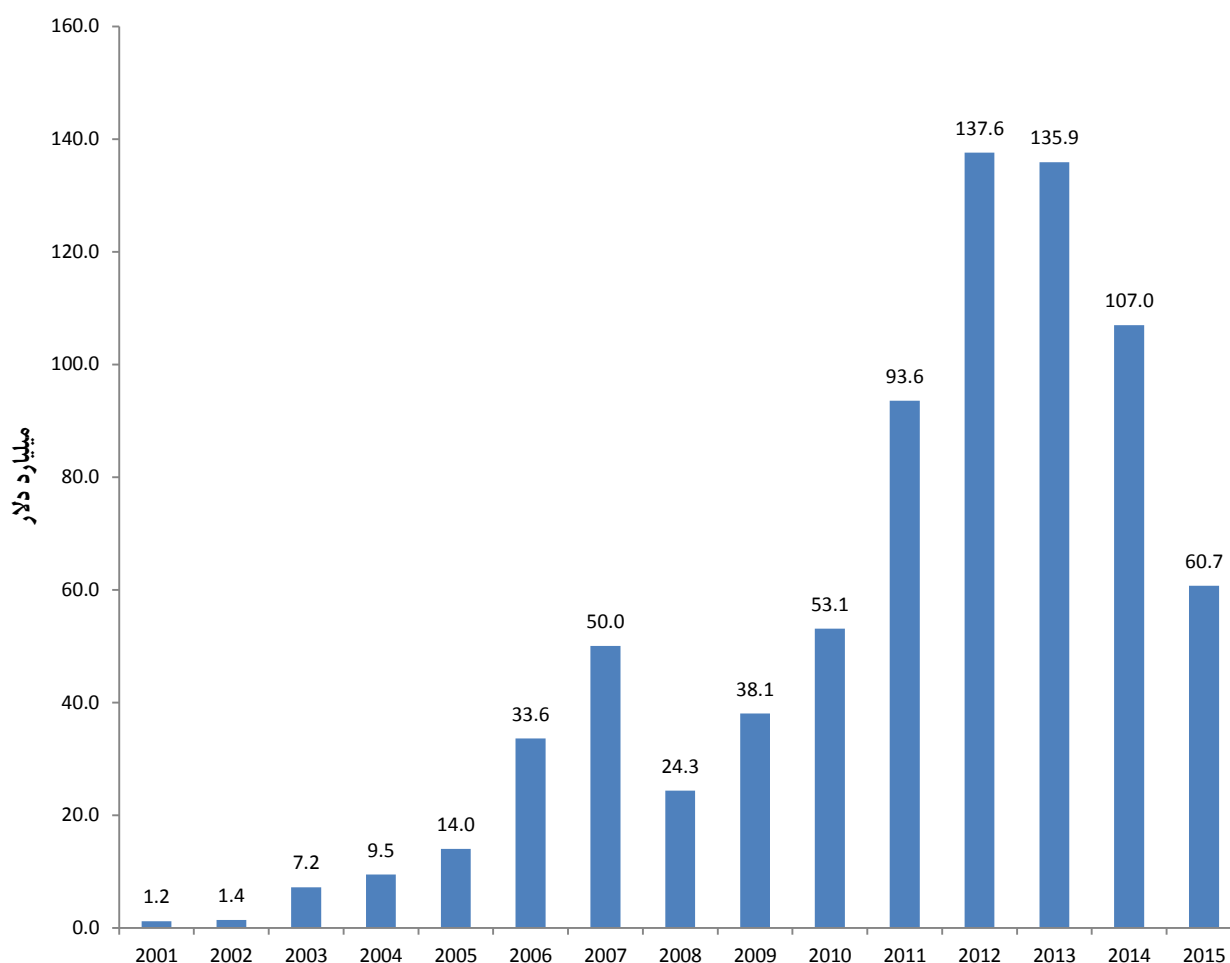
آنچه در این گزارش تدوین شده است با هدف ارائه مقایسه ای میان آمار انتشار انواع صکوک در بازارهای مالی اسلامی بین المللی و بازار سرمایه ایران تدوین شده است. در این گزارش، سعی می شود وضعیت انتشار ابزارهای مالی اسلامی (صکوک) در ایران تبیین شود و مقایسه ای با تجارب مطرح دنیا در این حوزه ارائه گردد. امید است حاصل کار در معرفی ابزارهای مالی اسلامی (صکوک) و مقایسه آن در سطح داخلی و بین المللی موثر افتد.

مروری بر حجم انتشار صکوک در ۱۰ ساله اخیر در بازارهای بین المللی

بازار ابزارهای مالی اسلامی (صکوک) در بازه زمانی ۱۵ ساله اخیر شاهد تحولات و تغییراتی بوده است. در نتیجه این تحولات، حجم انتشار ابزارهای مالی اسلامی (صکوک) در بازارهای بین المللی تغییرات زیادی را شاهد بوده است. بیشترین بازار ابزارهای مالی اسلامی (صکوک) مربوط به سالهای ۲۰۱۲ تا ۲۰۱۴ میلادی بوده است که حجم انتشار صکوک در آنها به رقمی بیش از ۱۳۵ میلیارد دلار می رسد. این روند توسعه ای در سالهای ۲۰۱۴ و ۲۰۱۵ رو به کاهش بوده است که کارشناسان دلیل عمده آن را به تغییر سیاستهای دولت مالزی در انتشار صکوک با سررسید کوتاه مدت به عنوان ابزاری برای نقدشوندگی منابع مالی

¹ International Islamic Financial Market

نهادهای مالی و مدیریت نقدینگی آنها وابسته می دانند. در سالهای ۲۰۱۴ و ۲۰۱۵، دولت مالزی انتشار صکوک برای مدیریت نقد شوندگی را محدود کرد و در نتیجه آن، ارزش بازار ابزارهای مالی اسلامی (صکوک) در دنیا روند کاهشی را شاهد بود.



نمودار ۱: ارزش بازار جهانی ابزارهای مالی اسلامی (صکوک) در دنیا^۲ (منبع: IIFM Database)

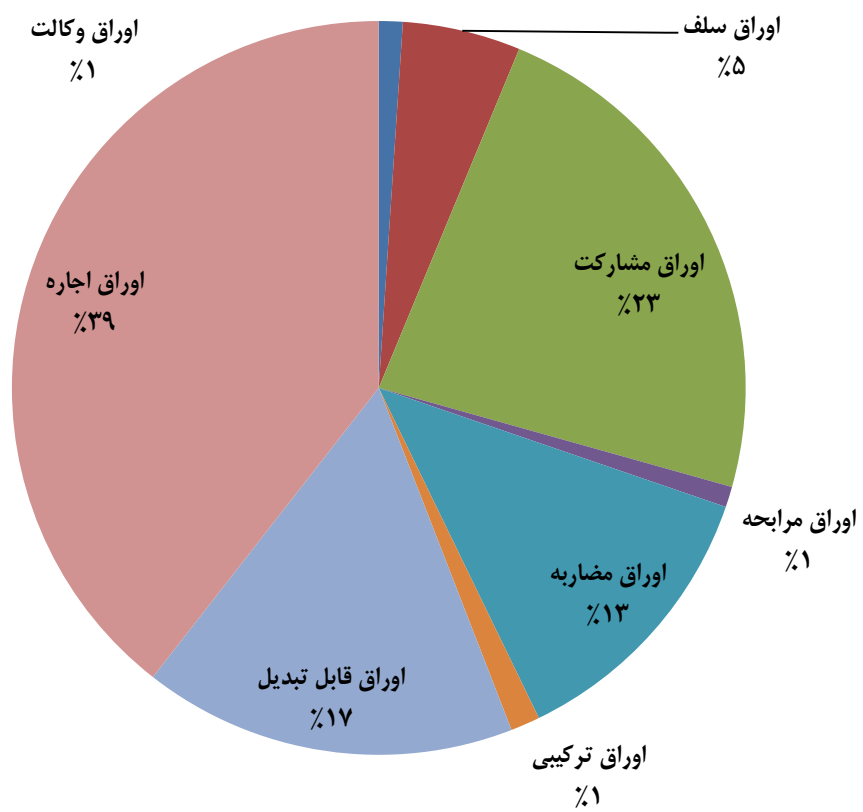
همان گونه که در نمودار فوق نشان داده شده است، در طی سالهای ۲۰۱۱ تا ۲۰۱۴ برترین سالها از حیث انتشار صکوک در بازارهای جهانی بود. در سال ۲۰۱۵ این روند افزایشی، رو به کاهش نهاد و دلیل اصلی آن، تغییر برنامه دولت مالزی در انتشار صکوک با سررسید کوتاه مدت عنوان می شود.

حجم انتشار صکوک در دنیا به تفکیک نوع اوراق

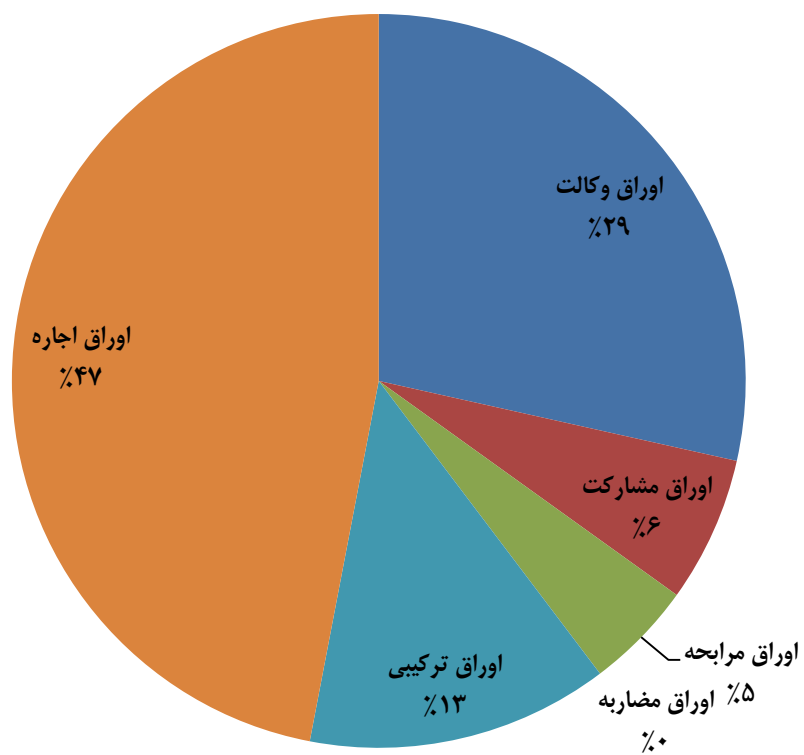
در بین سالهای ۲۰۰۱ تا ۲۰۱۵، بازار صکوک شاهد تحولاتی در بعد تقاضا شاهد بود. در این سالها، متقاضیان برای تأمین مالی از محل انواع صکوک درخواستهای فراوانی داشتند و بسته به نوع خاص نیاز تأمین مالی، شاهد انتشار انواع صکوک بودیم.

در شکل زیر، وضعیت انتشار انواع صکوک در طی سالهای مختلف نشان داده شده است.

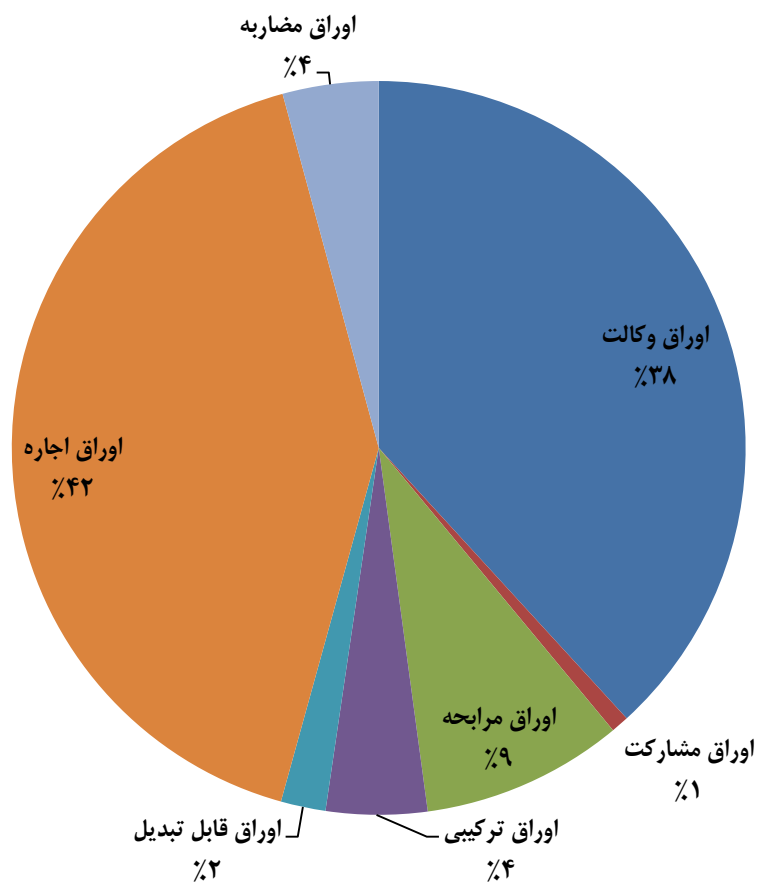
^۲ نکته ای که در خصوص این نمودار حائز اهمیت است، عدم درج آمار صکوک ایران در این نمودار است. بر این مبنای با موسسه IIFM مکاتباتی صورت گرفته است تا آمار مربوط به صکوک در بازار سرمایه ایران نیز در نمودار لحاظ گردد.



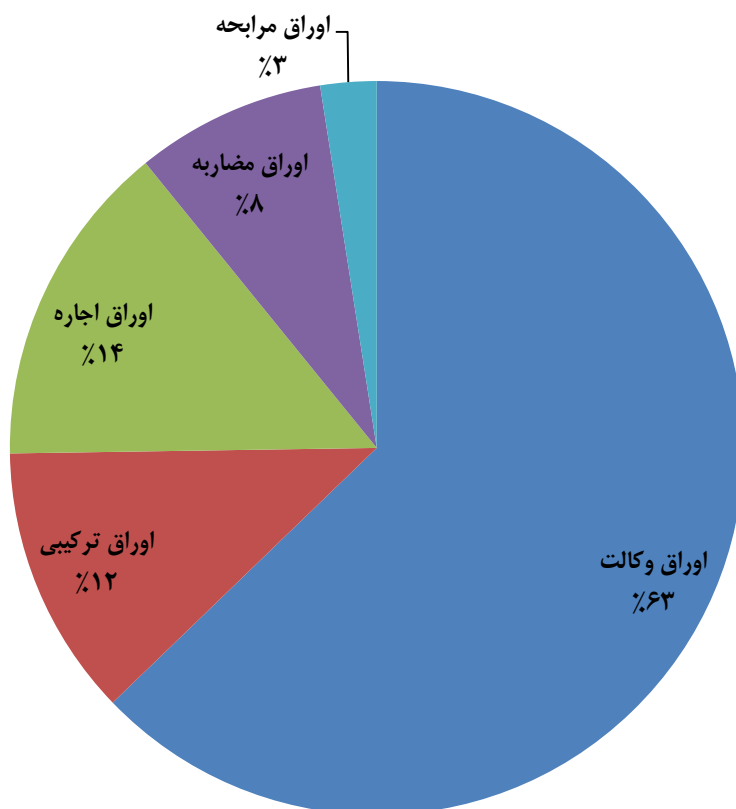
نمودار ۲: انواع انتشار صکوک بین سالهای ۲۰۰۱ تا ۲۰۰۸



نمودار ۳: انتشار صکوک بین سالهای ۲۰۰۹ تا ۲۰۱۲



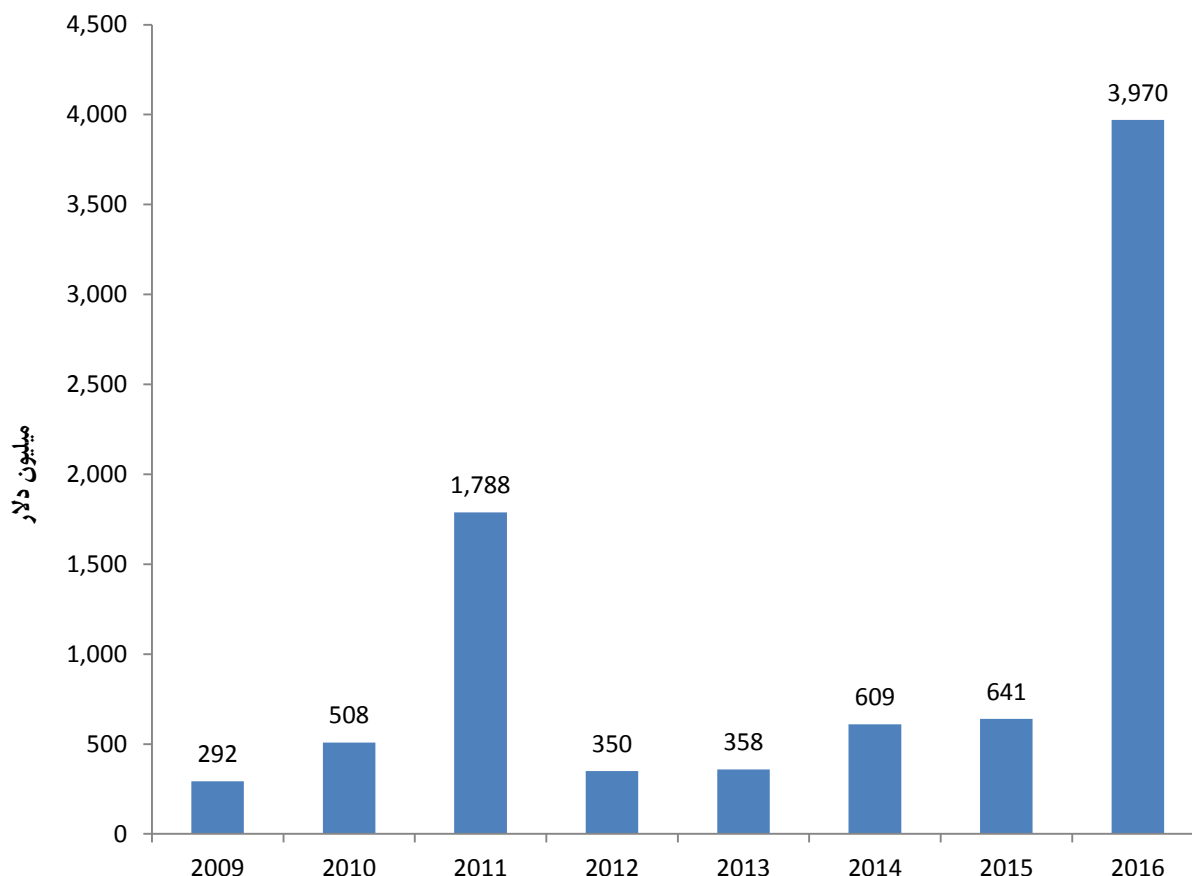
نمودار ۴: انتشار صکوک بین سالهای ۲۰۱۳ تا ۲۰۱۴



نمودار ۵: انتشار صکوک در سال ۲۰۱۵

مروری بر حجم انتشار صکوک در ۱۰ ساله اخیر در بازار سرمایه ایران

بازار سرمایه جمهوری اسلامی ایران هم در مسیر تحول خود، شاهد توسعه و انتشار انواع ابزارهای مالی اسلامی (صکوک) می‌باشد. از ابتدای عملیاتی شدن قانون بازار اوراق بهادار، نظارت سازمان بورس و اوراق بهادار بر بخشی از ابزارهای مالی اسلامی (صکوک) محقق شد و انتشار و معامله آنها به بازار سرمایه سپرده شد. اوراق مشارکت، اولین نوع از ابزارهای مالی اسلامی (صکوک) بود که در بازار سرمایه مجوز انتشار و معامله را پیدا کرد. از زمان آغاز معاملات اوراق مشارکت در بورس در سال ۱۳۸۵، بازار سرمایه شاهد انتشار اوراق اجاره، اوراق مرابحه، اوراق استصناع و اوراق سلف بود. در نمودار زیر، حجم انتشار ابزارهای مالی اسلامی (صکوک) در بازار سرمایه ایران طی سالهای ۲۰۰۹ تا ۲۰۱۶ میلادی نشان داده شده است.



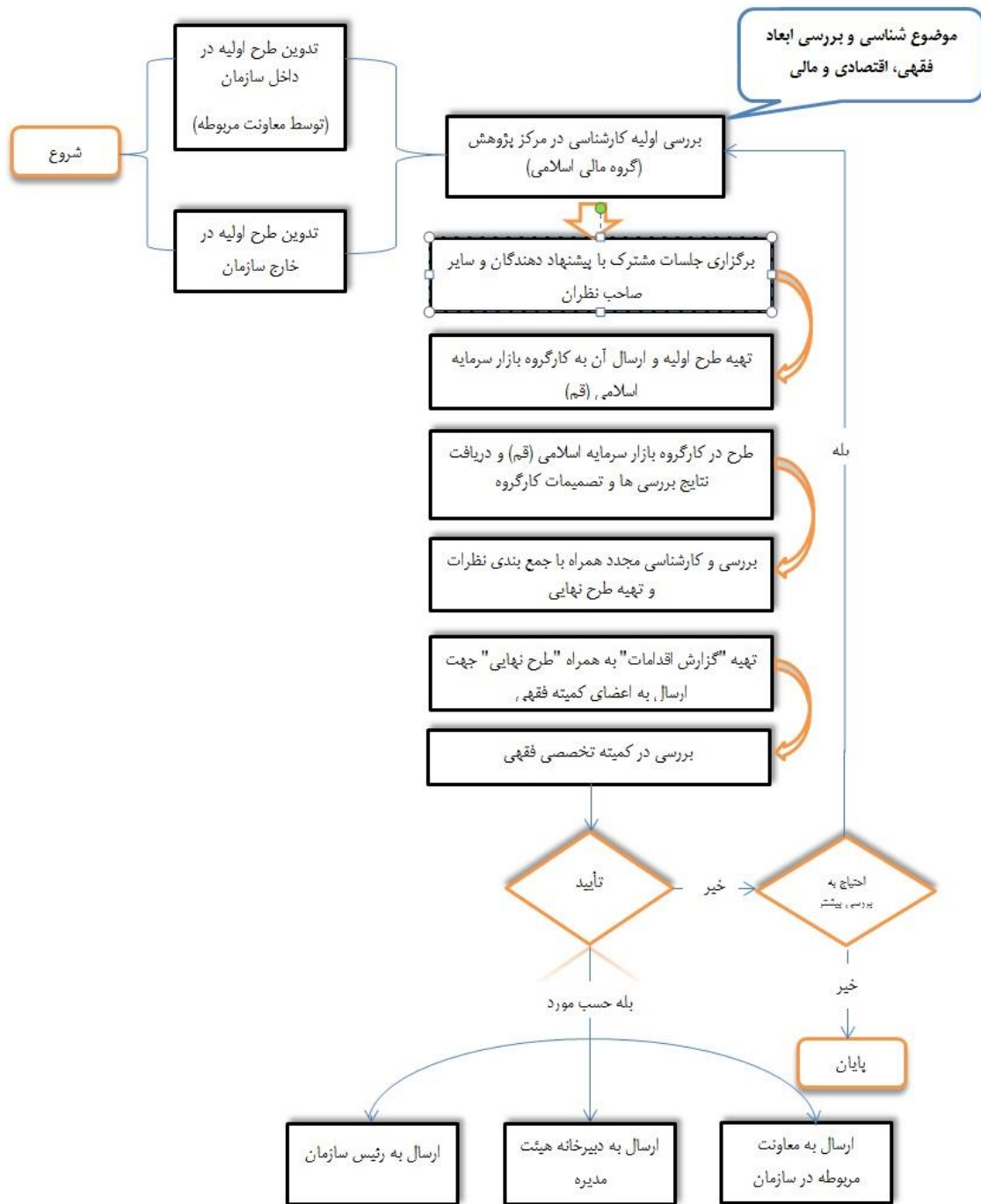
نمودار ۶: انتشار ابزارهای مالی اسلامی (صکوک) در بازار سرمایه ایران (منبع: seo.ir)

همانگونه که در نمودار مشخص است، بازار ابزارهای مالی اسلامی (صکوک) در بازار سرمایه ایران در طی سالهای مختلف دچار تحولاتی بوده است. اما این روند، در شرایطی که در طی سالهای ۲۰۱۲ تا ۲۰۱۵ روند یکنواختی را تجربه کرده است، در سال ۲۰۱۶ میلادی رشد قابل ملاحظه ای به مقدار بیش از ۵۰۰ درصد را ملاحظه کرد و بازار به حدود ۶ برابر حجم آن در این سال رسید.

وضعیت انواع ابزارهای مالی اسلامی (صکوک) در بازار سرمایه ایران

با انتشار تصویب قانون بازار اوراق بهادار در آذر ۱۳۸۴، برخی از مسئولیت های بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران در موضوع نظارت بر انتشار و معاملات ابزارهای مالی اسلامی (صکوک) به سازمان بورس و اوراق بهادار واگذار شد. از آن زمان به بعد، بازار سرمایه شاهد ورود برخی از انواع ابزارهای مالی اسلامی (صکوک) بود.

همان گونه که قبلاً گفته شد، ابزارهای مالی اسلامی (صکوک) انواع مختلفی دارند که برخی از آنها اجرایی شده اند و برخی دیگر در فرآیند اجرایی شدن قرار دارند. در بازار سرمایه جمهوری اسلامی ایران، فرآیند طراحی و تصویب و اجرایی شدن موضوعات و قراردادهای جدید مطابق شکل ذیل است:



شکل ۱: فرآیند طراحی و تصویب ابزارها و قراردادهای جدید در بازار سرمایه جمهوری اسلامی ایران (منبع: فرآیند طراحی ابزارهای نوین در بازار سرمایه جمهوری اسلامی ایران، تألیف مجید پیره و سیدامیرحسین اعتصامی، rdis.ir)

بر این مبنای وضعیت انواع ابزارهای مالی اسلامی (صکوک) در بازار سرمایه ایران به این شرح است:

جدول ۱: وضعیت انواع ابزارهای مالی اسلامی (صکوک) در بازار سرمایه ایران

نام صکوک	تصویب کمیته فقهی	تصویب دستورالعمل	اجرائی شدن
اوراق مشارکت ^۳	-----	✓	✓
اوراق اجاره	✓	✓	✓
اوراق مرابحه	✓	✓	✓
اوراق استصناع	✓	✓	✓
اوراق قرض الحسنه	✓	✓	✓
اوراق مضاربه	✓	×	×
اوراق جعاله	✓	×	×
اوراق منفعت	✓	×	×
اوراق مزارعه و مساقات	✓	×	×
اوراق قابل تبدیل/تعویض	✓	✓	×
اوراق وکالت	×	×	×
اوراق بیع بئمن أجل	×	×	×

همانگونه که در جدول فوق مشخص است، در زمینه توسعه ابزارهای مالی اسلامی (صکوک) در بازار سرمایه ایران اقدامات خوبی انجام شده است و در حال حاضر، اوراق وکالت، اوراق بیع بئمن أجل و اوراق ترکیبی در میان انواع ابزارهای مالی اسلامی (صکوک) شناخته شده در بازار سرمایه ایران، توسط کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار بررسی نشده و دستورالعمل آن تصویب نگردیده است. در ادامه این گزارش، ابزارهای مالی اسلامی (صکوک) که هنوز در کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار مورد بررسی قرار نگرفته‌اند، معرفی شده‌اند.

معرفی اوراق وکالت

اوراق وکالت، گواهی‌هایی هستند که به وسیله بانی به منظور تأمین مالی جهت تملک یا سرمایه‌گذاری در دارایی‌ها، کالاها یا خدمات منتشر می‌شود. این اوراق بیانگر مالکیت مشاع دارندگان آنها در داراییها، کالاها یا خدمات پایه ای این اوراق می‌باشند. 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.

اوراق وکالت، سند مالی قرارداد وکالت است. هر ورق وکالت نشان می‌دهد که صاحب سرمایه (مالک) چه میزان سرمایه در اختیار وکیل خود (بانی) قرار داده و چه نسبتی از سود حاصل از فعالیت اقتصادی به عنوان حق الوکاله به وکیل پرداخت می‌شود. بنابراین، رابطه دارنده ورق با ناشر رابطه وکالت خواهد بود و رابطه صاحبان اوراق با همدیگر رابطه صاحبان سرمایه در شراکت است. در این باره، صاحبان سرمایه به صورت مشاع سرمایه مورد نیاز وکیل را تأمین می‌کنند. در بازار ثانوی زمانی که دارنده اوراق وکالت اوراق خود را به دیگری وامی‌گذارد، در حقیقت سهم خود از مجموعه ای از دارایی‌های بانی را به دیگری می‌فروشد. (موسویان و همکاران، اقتصاد اسلامی، پاییز ۹۱)

معامله‌های اصلی اوراق وکالت و توجیه فقهی آنها به شرح ذیل است:

^۳ انتشار اوراق مشارکت بر مبنای قانون انتشار اوراق مشارکت بوده است که به تأیید شورای محترم نگهبان رسیده است. بنابر این انتشار آن در بازار سرمایه نیازی به تأیید کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار ندارد.

۱. اصل شرکت ناشر اوراق وکالت می تواند در قالب شرکت سهامی خاص یا عام تشکیل شود که احکام آن تابع عقد شرکت خواهد بود.
۲. واگذاری اوراق وکالت و گرفتن وجوه آنها از متقاضیان اوراق در قالب قرارداد وکالت خواهد بود؛ به این معنا که متقاضیان اوراق با اعطای وجوه و گرفتن اوراق وکالت به بانی وکالت می دهند وجوه آنان را همراه دیگر وجوه جمع آوری شده از این راه به صورت مشاع در نوع خاص یا انواعی از کالاها یا خدمات بکار گیرند.
۳. فعالیت در بخش خاص یا بخشهای گوناگون اقتصادی به صورت محدود یا نامحدود همه از شئونات وکیل خواهد بود و بانی میتواند در برابر ارائه این خدمات درصدی از سود را به عنوان حق الوکاله بردارد.
۴. فروش اوراق وکالت در بازار ثانوی از باب فروش سهم شرکتی فرد در دارایی ها و خدمات مشاع است که بر مبنای ضوابط عقد شرکت و وکالت می باشد.

معرفی اوراق بیع بثمرن آجل

اوراق بیع بثمرن آجل از جمله ابزارهای مالی اسلامی (صکوک) است که در بازارهای مالی اسلامی حجم زیادی از انتشار را به خود اختصاص داده است. در این اوراق، بانی از محل قرارداد فروش نسیه تأمین مالی می کند و متعهد می شود در زمان های مشخصی اصل و سود سرمایه را به سرمایه گذاران بپردازد.

اوراق بیع بثمرن آجل از لحاظ ساختاری شباهت زیادی با اوراق مرابحه دارد و هر دو نوع این ابزارها می توانند برای تأمین مالی کاربرد داشته باشند. در یک طبقه بندی کلی می توان شباهت ها و تفاوت های این دو نوع اوراق را به شرح ذیل برشمرد:

جدول ۲: مقایسه بین اوراق بیع بثمرن آجل و اوراق مرابحه (منبع: نویسنده)

نام اوراق	کارکرد	عقد پایه	رابطه سرمایه گذاران و بانی	نحوه بازپرداخت وجوه سرمایه گذاران
اوراق بیع بثمرن آجل	تأمین مالی بانی	بیع نسیه	خریدار (بانی) و فروشنده (سرمایه گذاران)	به صورت اقساطی بازپرداخت میشود. در رقم اقساط، به نحوی محاسبه می شود که اصل و سود سرمایه گذاران در طول دوره اوراق بازپرداخت شود.
اوراق مرابحه	تأمین مالی بانی	عقد مرابحه	خریدار (بانی) و فروشنده (سرمایه گذاران)	به صورت اقساطی یا نقد/اقساطی بازپرداخت میشود. در رقم اقساط، به نحوی محاسبه می شود که اصل و سود سرمایه گذاران در طول دوره اوراق بازپرداخت شود.

همان گونه که در جدول فوق اشاره شده است، اوراق بیع بثمرن آجل یکی از انواع صکوک است که شباهت زیادی با اوراق مرابحه دارد. تفاوت اصلی میان این اوراق با اوراق مرابحه در نحوه بازپرداخت اصل و سود می باشد که در خصوص اوراق بیع بثمرن آجل، این امر صرفاً به صورت اقساطی رخ می دهد.

منابع و مأخذ

- ۱- پیره مجید و اعتصامی سیدامیرحسین، فرآیند طراحی ابزارهای نوین در بازار سرمایه جمهوری اسلامی ایران، مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار، قابل دسترس در rdis.ir
- ۲- موسویان سیدعباس، حسین پور محمد و کاوند مجتبی، صکوک و کالت ابزاری مناسب برای تأمین مالی صنعت پتروشیمی، فصلنامه اقتصاد اسلامی، زمستان ۱۳۹۱

3- IIFM, 2015, Annual Report.