سازمان بورس و اوراق بهادار
Securities & Exchange Organization

شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه

بررسی تحلیلی وضعیت
بازار اوراق بهادار اسلامی (صکوک) در ایران و جهان
تا شهریور ۱۳۹۶

مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی
گروه بازارها و ابزارهای مالی

دکتر محمد توحیدی رضا یارمحمدی

بهمن ماه ۱۳۹۶

سازمان بورس و اوراق بهادار
مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی
گروه بازارها و ابزارهای مالی

عنوان: بررسی تحلیلی وضعیت بازار اوراق بهادار اسلامی (صکوک) در ایران و جهان

تهیه‌کنندگان: محمد توحیدی – رضا یارمحمدی

تاریخ گزارش: بهمن ۱۳۹۶

توضیحات: این اثر در مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار با همکاری شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه تهیه گردیده و مباحث و نظرات ارائه‌شده در آن صرفاً نظرات و بررسی‌های صورت گرفته توسط کارشناسان و پژوهشگران این مرکز هست نه نظرات رسمی سازمان بورس و اوراق بهادار. از همکاری ارزنده جناب آقای رضا میرزاخانی کارشناس مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی در نگارش و تدوین این اثر صمیمانه سپاسگزاری می‌شود.

فهرست

نوع‌شناسی و طبقه‌بندی انواع صکوک ۶

تحلیل وضعیت بازار صکوک در جهان ۲۲

تحلیل وضعیت بازار صکوک در ایران ۴۴

چکیده

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

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

در ادامه، این گزارش به بررسی وضعیت بازار صکوک در ایران و جهان پرداخته و این بازار را از منظرهای مختلف مورد تجزیه‌وتحلیل قرار می‌دهد.

واژگان کلیدی: اوراق بهادار اسلامی (صکوک)، طبقه‌بندی، مالی اسلامی

۱ مقدمه

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

در نظام سرمایه‌داری که امروزه در جهان متداول است، برای پروژه‌های بزرگی که نیاز به سرمایه کلان دارند و سود یا درآمد هنگفتی نیز در پی دارند، به صدور اسناد بر پایه اوراق قرض با بهره اقدام می‌کنند و صاحبان این اسناد چیزی جز بستانکارانی بر اساس بهره از صاحبان این پروژه‌ها نیستند و در مالکیت پروژه‌ها یا در سود یا درآمد حاصل از آن‌ها، هیچ‌گونه سهمی ندارند و فقط بهره‌هایی را که متناسب با بهره بازار پول است، به دست می‌آورند، درحالی‌که ابزارهای مالی اسلامی به‌گونه‌ای طراحی شده‌اند که دارندگان اوراق می‌توانند به‌صورت مشاع در فعالیت‌های واقعی اقتصادی حضورداشته باشند و سود این فعالیت‌ها پس از کسر هزینه‌های عملیاتی بین دارندگان اوراق توزیع می‌گردد. این گزارش ابتدا به نوع‌شناسی و طبقه‌بندی اوراق بهادار اسلامی پرداخته و در ادامه به تحلیل وضعیت بازار صکوک در جهان و ایران می‌پردازد.

۲ تعریف صکوک

واژه صکوک برای نخستین بار در سال ۲۰۰۲ در جلسه فقهی بانک توسعه اسلامی جهت ابزارهای مالی اسلامی پیشنهاد شد. صکوک جمع صک به معنای سند و سفته است و معرب واژه چک در فارسی است. عرب‌ها این واژه را توسعه داده‌اند و برای کلیه انواع حوالجات، تعهدات و اسناد مالی بکار می‌برند (نجفی، ۱۳۸۵). به‌صورت تخصصی صکوک به گواهی‌هایی اطلاق می‌شود که نمایانگر تعهدات مالی ناشی از تجارت و یا هرگونه فعالیت تجاری و سرمایه‌گذاری دیگر است(کمیل، ۲۰۰۸).

استاندارد شرعی شماره ۱۷ سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی، صکوک را این‌گونه تعریف می‌کند: «صکوک گواهی‌هایی با ارزش اسمی یکسان است که پس از اتمام عملیات پذیره‌نویسی، بیانگر پرداخت مبلغ اسمی مندرج در آن

توسط خریدار به ناشر است و دارنده آن مالک یک یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها، منافع حاصل از دارایی و یا ذینفع یک پروژه یا یک فعالیت سرمایه‌گذاری خاص می‌شود».

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

بر اساس تعاریف بالا اگرچه صکوک گاهی به‌صورت اوراق قرضه اسلامی ترجمه می‌گردد، اما تعریف دقیق‌تر صکوک نشان می‌دهد که این اوراق نمایانگر مالکیت یک دارایی و یا یک سرمایه‌گذاری هست، درحالی‌که اوراق قرضه برای اثبات بدهی به کار می‌رود و برخلاف صکوک نمایانگر مالکیت دارندگان اوراق در فعالیت‌های صنعتی یا تجاری که بدان منظور این اوراق منتشر گردیده‌اند، نیست. در عوض، با انتشار اوراق قرضه، ناشر اوراق_ که مالک واقعی دارایی یا سرمایه‌گذاری است_ به دارندگان اوراق بدهکار شده و لازم است اصل و بهره پول دارندگان اوراق را بازگرداند (عثمانی، ۲۰۰۷)؛ بنابراین اوراق قرضه به‌عنوان ابزارهای بدهی با بهره ثابت ساختاردهی می‌شوند و مقدار بهره اوراق قرضه به‌عنوان درصدی از سرمایه و نه درصدی از سود واقعی تعیین می‌گردد. در اوراق قرضه صرف‌نظر از این‌که سرمایه‌گذاری سودآور هست یا نه، پرداخت بهره اوراق تضمین می‌گردد. از طرف دیگر، به علت ممنوعیت ربا در شریعت اسلام، صکوک نمی‌تواند همانند اوراق قرضه ساختاردهی شود؛ بنابراین در ساختار صکوک از دارایی‌ها و قراردادهای شرعی گوناگون برای طراحی ابزار جایگزین اوراق قرضه استفاده می‌شود و بهره‌ای که در صکوک پرداخت می‌گردد واقعاً ناشی از سود واقعی است که از دارایی و یا سرمایه‌گذاری حاصل می‌گردد (مختار و همکاران، ۲۰۰۹)[۱]

۳ کارکردهای صکوک

- بهترین شیوه تأمین سرمایه پروژه‌ها و فعالیت‌های اقتصادی بزرگ است که خارج از توان مالی یک فرد یا یک شرکت خصوصی و حتی یک دولت است.
- راهکار بسیار خوبی برای سرمایه‌گذارانی است که در پی سرمایه‌گذاری مازاد منابع مالی خویش هستند و درعین‌حال مایل‌اند منابع خود را در صورت نیاز، به آسانی باز پس گیرند؛ زیرا به‌طور طبیعی چنین اوراقی، بازارهای ثانوی برای دادوستد دارند و هر زمان که سرمایه‌گذار (دارنده اوراق بهادار) به همه اموال سرمایه‌گذاری خود یا بخشی از آن نیاز

[۱] Mohamad Mokhtar, Rahman, Kamal, & Thomas, 2009

داشت، می‌تواند به فروش تمام یا قسمتی از آن‌ها اقدام کند و بهای آن را شامل اصل و سود _درصورتی‌که طرح سود داشته باشد به دست آورد.

- شیوه بسیار مناسبی برای مدیریت نقدینگی است. بانک‌ها و مؤسسه‌های مالی اسلامی می‌توانند با یاری گرفتن از آن، نقدینگی خود را مدیریت کنند، به این صورت که اگر نقدینگی مازادی داشته باشند به خرید اوراق و چنان‌که نیاز به نقدینگی داشتند، به فروش آن‌ها در بازارهای ثانوی اقدام می‌کنند و از این راه کسری یا مازاد منابع نقدی خود را مدیریت می‌کنند.
- ابزار بسیار مناسبی برای مدیریت ریسک و نااطمینانی است. فعالان اقتصادی در مسیر سرمایه‌گذاری با انواعی از موقعیت‌های بازده و ریسک مواجه هستند. تنوع ابزارهای مالی اسلامی از جهت بازده و ریسک به آنان این امکان را می‌دهد تا متناسب با شرایط سرمایه‌گذاری و متناسب با سلیقه‌های سرمایه‌گذاران مالی اقدام به انتشار اوراق بهادار کرده و ریسک خود را مدیریت کنند.
- وسیله بسیار مناسبی برای توزیع عادلانه ثروت‌ها و درآمدهاست. سرمایه‌گذاری از طریق این ابزارها موجب می‌شود ثروت و درآمد در گستره وسیع‌تری و بدون آن‌که فقط در اختیار شمار معدودی از ثروتمندان باشد، جریان یابد و این ازجمله بزرگ‌ترین اهدافی است که اقتصاد اسلامی همواره در پی آن است (تسخیری، ۱۳۸۶).

نوع‌شناسی

وطبقه‌بندی انواع صکوک

۳,۱ مقدمه

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

۳,۲ طبقه‌بندی بر اساس نوع عقود

اگر روش تقسیم‌بندی صکوک بر اساس قراردادها و عقود پایه‌ی این اوراق باشد، آنگاه با توجه به تعدد عقود اسلامی می‌توان انواع متنوعی از صکوک طراحی نمود.[۲] بر این اساس، سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی[۳] در استاندارد شماره ۱۷ شرعی‌اش، بر اساس نوع قراردادهای شرعی پایه، ۱۴ نوع صکوک را به شرح جدول شماره ۱ معرفی نموده است.

[۲] ازجمله عقود اسلامی، می‌توان به مرابحه، اجاره، سلم، استصناع، مشارکت، مضاربه، وکالت و ... اشاره نمود.

[۳]- AAOIFI: Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions.

جدول شماره ۱. طبقه‌بندی صکوک بر اساس نوع عقود

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

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

۳,۳ طبقه‌بندی بر اساس ساختار پایه

۳,۳,۱ مبتنی بر مالکیت یا مبتنی بر دین

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

صکوک مبتنی بر مالکیت: ابزارهای مالکیت مربوط به حقوق صاحبان سهام است و نمایندگی مالکیت بخشی از یک سازمان خواهد بود (راعی و سعیدی، ۱۳۸۳: ۱۷۲). در حقیقت صکوک مبتنی بر مالکیت، بیانگر مالکیت دارنده آن است و می‌تواند در بازار ثانوی و به قیمتی که توسط عوامل بازار تعیین می‌شود، مورد معامله واقع شود. برخی از انواع صکوک همچون مشارکت و اجاره از نوع اوراق مبتنی بر مالکیت به‌حساب می‌آیند. برای مثال در اوراق اجاره که از نوع صکوک مبتنی بر مالکیت است، دارنده آن به‌صورت مشاع مالک بخشی از دارایی است که بر اساس قرارداد اجاره یا اجاره به‌شرط تملیک واگذارشده است (موسویان،۱۳۸۷).

صکوک مبتنی بر دین: این ابزارها نشان‌دهنده طلب دارندگان اوراق از بانی انتشار اوراق است. برخی از انواع صکوک همچون مرابحه و استصناع[۴] از این نوع هستند.

۳,۳,۲ مبتنی بر فروش، اجاره، مشارکت یا عاملیت بودن

در این طبقه‌بندی صکوک به چهار طبقه صکوک مبتنی بر فروش[۵] صکوک مبتنی بر اجاره[۶] صکوک مبتنی بر مشارکت[۷] و صکوک مبتنی بر عاملیت[۸] تقسیم می‌شود.

۳,۳,۲,۱ *صکوک مبتنی بر فروش*

قرارداد پایه در این نوع صکوک قرارداد بیع به معنای خریدوفروش است. عقد بیع عقدی است که به‌موجب آن هر یک از فروشنده و خریدار، مال خـود را در عوض مال طرف مقابل، به وی تملیک می‌کند (موسویان، ۱۳۹۲: ۲۳۲). از آغاز انتشار صکوک در کشورهای اسلامی تاکنون صکوک مبتنی بر فروش جزء ساختارهای رایج و پرطرف‌دار بوده است.

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

---

[۴] – اگر اوراق استصناع از نوع استصناع و اجاره بشرط تملیک باشد، در این صورت اوراق استصناع از نوع اوراق مبتنی بر مالکیت خواهد بود.

[۵]- Sale- Based Sukuk

[۶]- Ijarah-Based Sukuk

[۷]- Equity-Based Sukuk

[۸]- Agency (Fee)-Based Sukuk

همان‌طور که در جدول شماره ۲ مشخص است، بر اساس تقسیم‌بندی پیش‌گفته، انواع مختلفی از صکوک مبتنی بر انواع بیع طراحی شده است. صکوک مرابحه مبتنی بر بیع مرابحه، صکوک سلف مبتنی بر عقد سلف و صکوک رهنی و خرید دین نیز مبتنی بر بیع دین هست. در مورد اوراق استصناع (سفارش ساخت)، برخی فقها قائل هستند که قرارداد پایه این اوراق بیع سلف یا بیع مستقل است. بر اساس نظر این دسته از فقها، اوراق استصناع نیز ذیل صکوک مبتنی بر فروش قرار خواهد گرفت.[۹]

۳،۳،۲،۲ صکوک مبتنی بر اجاره

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

ازجمله ابزارهای مالی اسلامی مبتنی بر عقد اجاره، صکوک اجاره است که انواع مختلفی دارد. تاکنون ساختار انتشار تمام اوراق اجاره منتشره در ایران به‌صورت فروش و اجاره مجدد[۱۰] جهت تأمین نقدینگی بوده است. صکوک اجاره گسترده‌ترین و برجسته‌ترین ساختاری است که در بازار داخلی و بین‌المللی صکوک مورداستفاده قرار می‌گیرد. این استقبال فراوان به دلیل سادگی انتشار، انعطاف‌پذیری بالا جهت انطباق با ساختارهای پیچیده‌تر و اولویت این ساختار برای ناشران، سرمایه‌گذاران و فقیهان شریعت است.

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

۳،۳،۲،۳ صکوک مبتنی بر مشارکت

عقود مشارکتی عقودی هستند که در آن‌ها یک طرف معامله تمام یا بخشی از منابع موردنیاز برای انجام یک فعالیت اقتصادی (تولیدی، تجاری یا خدماتی) را تأمین می‌کند و درنهایت سود محقق شده فعالیت اقتصادی به درصد از پیش تعیین‌شده بین طرفین تقسیم می‌شود. صکوک مبتنی بر عقود مشارکتی یک ابزار مهم برای افزایش مشارکت سرمایه‌گذاران در فعالیت‌های سرمایه‌گذاری یک اقتصاد محسوب شده و معمولاً برای تشکیل سرمایه جهت اجرای پروژه‌های اقتصادی مورد استفاده قرار می‌گیرد. صکوک مشارکت، مضاربه، مزارعه و مساقات ازجمله اوراقی هستند که ذیل اوراق مبتنی بر مشارکت تعریف می‌شوند.

صکوک مبتنی بر عقود مشارکتی از جنس بدهی نبوده و بازار ثانوی چنین اوراقی مبتنی بر فروش بدهی نیست. تجربه عملی انتشار اوراق مبتنی بر عقود مشارکتی در کشورهای مختلف نشان‌دهنده این است که از سازوکارهای ارتقای اعتباری متنوعی در

---

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

[۱۰] - Sale and Lease Back

ساختار چنین اوراقی استفاده می‌شود تا ویژگی‌های بازدهی ـ ریسک این اوراق شبیه اوراق با بازدهی ثابت گردد. برخی اندیشمندان اسلامی بر این عقیده‌اند که این عناصر اضافی به‌طور غیرمستقیم خاصیت تسهیم ریسک ساختارهای صکوک مبتنی بر مشارکت را حذف می‌کند.

۳,۳,۲,۴ صکوک مبتنی بر عاملیت

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

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

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

۳,۴ بر اساس نوع انتقال مالکیت (مبتنی بر دارایی یا با پشتوانه دارایی)

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

از سوی دیگر IFSB دو نوع صکوک مبتنی بر دارایی را تبیین نموده است: (۱) صکوکی که شامل تعهد خرید از سوی بانی می‌شود[۱۱] و (۲) صکوکی که شامل تضمین از سوی ناشر در صورت نکول بانی می‌شود.[۱۲] بر اساس تعریف IFSB، واضح است که صکوک مبتنی بر دارایی به این نکته اشاره دارد که دارندگان صکوک حق مراجعه به بانی (در مورد تعهد خرید بانی) و یا ناشر (در

[۱۱] Pay-through Sukuk
[۱۲] Pass-through Sukuk

موردقبول ضمانت از سوی ناشر) را دارند. به‌عبارت‌دیگر، صکوک با پشتوانه دارایی شامل انتقال کامل مالکیت حقوقی دارایی پایه می‌شود درحالی‌که صکوک مبتنی بر دارایی شامل حق مراجعه به بانی یا ناشر (و نه دارایی پایه) می‌گردد.

به‌طور واضح تعریف IFSB از صکوک با پشتوانه دارایی بسیار متأثر از تعریفی است که توسط مؤسسات رتبه‌بندی فراهم گردیده است. برای مثال، مودیز،[۱۳] یکی از مؤسسات بین‌المللی رتبه‌بندی، تمایز بین صکوک با پشتوانه دارایی و صکوک مبتنی بر دارایی را تشریح نموده است. بر طبق تعریف مودیز، صکوک با پشتوانه دارایی آن‌هایی هستند که دارندگان اوراق در صورت نکول و یا ورشکستگی ناشر، توانایی احیای موقعیتشان را از طریق در اختیار گرفتن دارایی و تبدیل به وجه نقد کردن آن دارند (لاتر و همکاران، ۲۰۰۷).[۱۴]

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

علاوه بر مودیز، مؤسسه رتبه‌بندی مالزی[۱۵] نیز تعریف مشابهی از صکوک با پشتوانه دارایی و مبتنی بر دارایی ارائه نموده است. بر طبق تعریف RAM، صکوک با پشتوانه دارایی، اوراق بدون حق رجوعی هستند که شامل دارایی‌های پایه‌ای می‌باشند که تنها منبع پرداخت اصل و سود سرمایه‌گذاری هستند (مهد نور، ۲۰۰۸).[۱۶] ریسک اعتباری صکوک با پشتوانه دارایی صرفاً بر اساس عملکرد و کیفیت اعتباری دارایی پایه تعیین می‌شود؛ یعنی کیفیت جریان نقدی دارایی پایه و در موقعیت‌های خاص، ارزش مورد انتظار در سررسید. RAM تصریح می‌کند که دارندگان صکوک با پشتوانه دارایی مستقل از بانی بوده و دسترسی و حق رجوع به مالک دارایی یعنی بانی ندارند (همان).

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

۱۳- Moody's
۱۴- Lotter, Philipp; Howladar, Khalid, 2007
۱۵- Rating Agency Malaysia (RAM)
۱۶- Mohd Noor, 2008

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

جمع‌بندی این‌که، صکوک را می‌توان به دو دسته صکوک با پشتوانه دارایی و صکوک مبتنی بر دارایی تقسیم‌بندی نمود. صکوک با پشتوانه دارایی منعکس‌کننده همان عملیات تبدیل به اوراق بهادار سازی[۱۷] متعارف است که به‌موجب آن دارندگان صکوک مالکان دارایی محسوب می‌گردند و عملکرد دارایی، محرک اصلی پرداخت به دارندگان صکوک است.

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

صرف‌نظر از این حقیقت که صکوک با پشتوانه دارایی در مقایسه با صکوک مبتنی بر دارایی به اصول و روح شریعت اسلام نزدیک‌تر است اما تعداد انتشار این نوع صکوک در مقایسه با صکوک مبتنی بر دارایی بسیار کمتر است (وجدی دوسوکی و مختار، ۲۰۱۰)[۱۸] و بیش از ۹۰ درصد انتشار صکوک در جهان از نوع مبتنی بر دارایی هست.

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

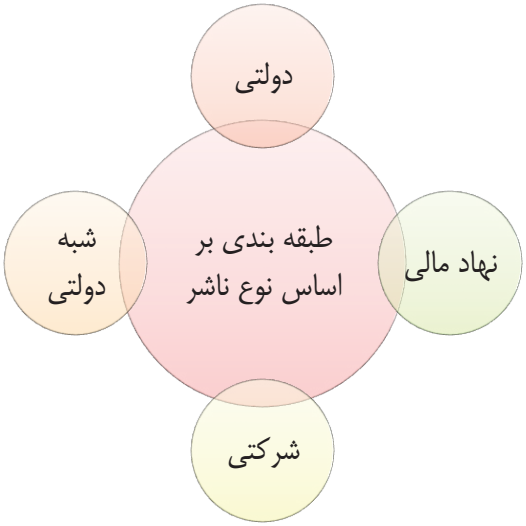
نوع / معیار	صکوک با پشتوانه دارایی	صکوک مبتنی بر دارایی
از منظر حسابداری	می‌تواند جزء اقلام داخل ترازنامه یا خارج ترازنامه (برای بانی/ متعهد) محسوب شود (شبیه فروش واقعی که ضوابط خارج ترازنامه‌ای و قانونی دارد).	معمولاً به‌عنوان اقلام داخل ترازنامه (برای بانی/ متعهد) طراحی می‌شود (شبیه یک بدهی)
مالکیت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

۱۷- Securitization
۱۸- Dusuki, A.W. & Mokhtar, S, 2010

ریسک نوسان ارزش دارایی پایه	دارندگان صکوک در معرض نوسانات ارزش دارایی پایه هستند.	دارندگان صکوک عموماً در معرض نوسانات ارزش دارایی پایه نیستند.
رتبه‌بندی صکوک	بسته به قدرت جریان نقد ناشی از دارایی پایه	بسته به رتبه‌بندی شرکتی ناشر صکوک

۳,۵ طبقه‌بندی بر اساس نوع ناشر (دولتی، شبه‌دولتی، شرکتی، نهاد مالی)

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



شکل ۱- طبقه‌بندی صکوک بر اساس نوع ناشر

اوراق دولتی[۱۹] اوراقی است که توسط دولت منتشر می‌شود و سررسید آن ممکن است کوتاه‌مدت، میان‌مدت یا بلندمدت باشد و دولت برای تأمین کسری بودجه یا تأمین سرمایه موردنیاز طرح‌های عمرانی خاص یا عام، اقدام به انتشار این اوراق می‌کند.

صکوک دولتی در عمق بخشیدن به بازار، ایجاد مبنایی برای قیمت‌گذاری و تشویق و تقویت صکوک در بخش خصوصی یک کشور بسیار حائز اهمیت است. صکوک دولتی یک منبع جایگزین سرمایه برای دولت مهیا نموده و بسته به الزامات دولت، می‌تواند به‌صورت داخلی یا بین‌المللی منتشر شود.

دولت ایران و نهادها و وزارتخانه‌های زیرمجموعه، تاکنون تجربه انتشار اسناد خزانه اسلامی، اوراق مشارکت، اوراق اجاره دولتی، اوراق مرابحه دولتی، اوراق سلف نفتی و اوراق رهنی را داشته‌اند.

۱۹- Sovereign Sukuk

اوراق شبه‌دولتی:[۲۰] اوراقی است که توسط نهادها و نمایندگی‌هایی (شرکت‌های با مالکیت دولتی یا شرکت‌های با مالکیت عمومی) منتشر می‌شود که دارای پشتوانه دولتی هستند. این اوراق معمولاً صراحتاً یا تلویحاً دارای ضمانت دولتی هستند. بر طبق بررسی چشم‌انداز و پیش‌بینی صکوک Zawya تامسون رویترز (۲۰۱۴) دولت‌ها فعال‌ترین ناشران در طول تاریخ بازار جهانی صکوک محسوب شده که مالزی در این بازار سردمدار محسوب می‌شود.

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

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

اوراق شرکتی[۲۱] اوراقی است که توسط بخش خصوصی (بخش شرکتی) یک کشور منتشر می‌شود. هدف از انتشار این نوع صکوک، تأمین مالی سرمایه در گردش، تأمین مالی پروژه‌ها و یا تأمین مالی جهت توسعه کسب‌وکار یک شرکت است.

اوراق نهادهای مالی اسلامی،[۲۲] اوراقی است که توسط نهادهای مالی مانند بانک‌ها، مؤسسات مالی و اعتباری و ... منتشر می‌شوند.

۳,۶ طبقه‌بندی بر اساس سررسید (کوتاه‌مدت، میان‌مدت، بلندمدت و بدون سررسید)

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

۳,۷ طبقه‌بندی بر اساس محل انتشار (داخلی یا بین‌المللی بودن)

صکوک داخلی،[۲۳] صکوکی است که توسط بخش دولتی یا خصوصی به ارز رایج یک کشور منتشر می‌شود و چنین صکوکی عموماً توسط سرمایه‌گذاران داخلی همان کشور خریداری می‌شود.

۲۰- Semi Sovereign Sukuk
۲۱- Corporate Sukuk
۲۲- Financial Institution Sukuk

صکوک بین‌المللی[۲۴] به صکوکی گفته می‌شود که در بازارهای بین‌المللی با ارز مورد پذیرش جهانی (عموماً دلار یا یورو) منتشر می‌شود. هدف از انتشار این نوع صکوک، تأمین مالی و جذب سرمایه از سرمایه‌گذاران بین‌المللی است. طی سال‌های گذشته، استقبال قابل‌توجهی از صکوک در عرصه بین‌الملل به‌عمل‌آمده است و ناشران و سرمایه‌گذاران بین‌المللی صکوک در حال گسترش هستند.

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

۳,۸ طبقه‌بندی بر اساس ماهیت سود و بازدهی

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

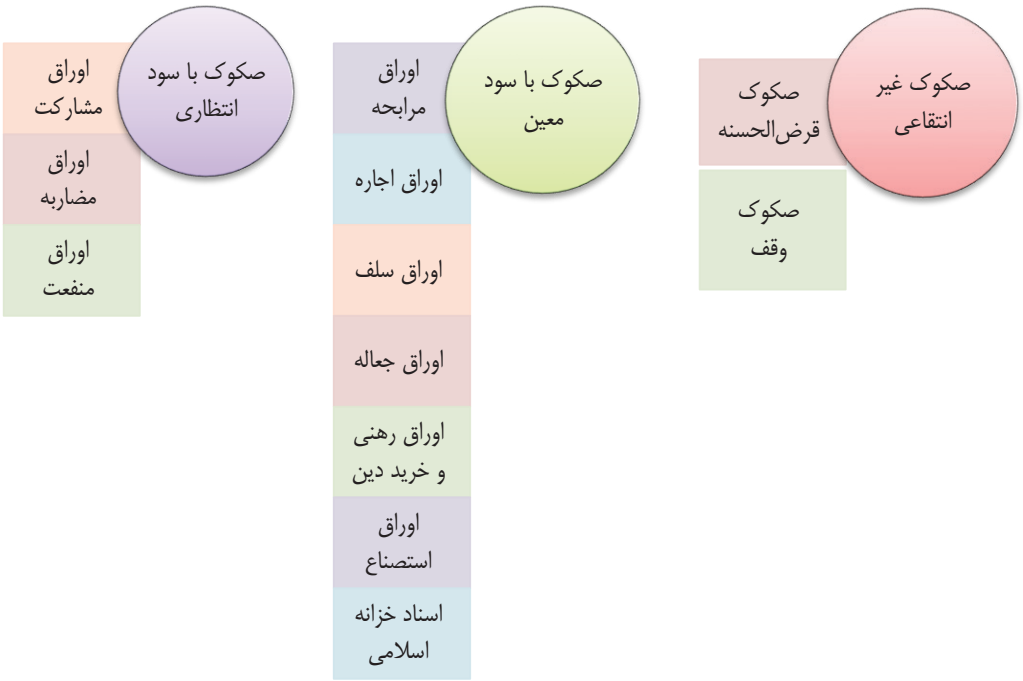
عموماً اوراق مبتنی بر عقود مبادله‌ای در زمره اوراق بهادار اسلامی با سود ثابت و معین قرار می‌گیرد. ازجمله این اوراق می‌توان به اوراق مرابحه، اجاره، جعاله، سفارش ساخت و اسناد خزانه اسلامی اشاره نمود. ساختار اوراق سلف نیاز به تفصیل بیشتر دارد و در نگاه دقیق‌تر هرچند که مبتنی بر عقود مبادله‌ای است اما در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

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

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

---

[۲۳] Domestic Sukuk
[۲۴] International Sukuk



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

۳,۹ طبقه‌بندی بر اساس کاربرد

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

اوراق مرابحه	• تأمین زمین • ساختمان و تأسیسات • ماشین آلات و تجهیزات • وسائل حمل و نقل • موارد اولیه و کالا
اوراق اجاره	• تأمین زمین • ساختمان و تأسیسات • ماشین آلات و تجهیزات • وسائل حمل و نقل
اوراق سفارش ساخت	• ساخت دارایی به استثناء دارایی‌هایی که به مقادیر زیاد و به طور مستمر در کوتاه‌مدت تولید می‌شود.
اوراق منفعت	• منافع آتی مستمر حاصل از دارایی معین یا حق استفاده از خدمات یا سایر حقوق قابل نقل و انتقال
اوراق خرید دین	• فروش مطالبات مدت‌دار اشخاص حقوقی به استثنای مطالبات ناشی از عقد سلف: مطالبات ریالی مدت دار اشخاص حقوقی از اشخاص حقیقی و حقوقی ناشی از عقود مبادلهای از قبیل فروش اقساطی، اجاره به شرط تملیک و جعاله (به استثنای سلف)
اوراق رهنی	• فروش مطالبات رهنی: مطالبات مدت‌دار اشخاص حقوقی ناشی از قراردادهای مبادله‌ای از قبیل فروش اقساطی، اجاره به شرط تملیک و جعاله (به استثنای سلف) دارای وثیقه رهنی
اوراق مشارکت	• تأمین بخشی از منابع مالی مورد نیاز طرح‌های عمرانی- انتفاعی دولت • ایجاد، تکمیل و توسعه طرح های سودآور تولیدی، ساختمانی و خدماتی توسط دولت، شرکت‌های دولتی، شهرداری‌ها و مؤسسات و نهادهای عمومی غیردولتی و مؤسسات عام‌المنفعه و شرکت‌های وابسته به دستگاه‌های مذکور، شرکت‌های سهامی عام و خاص و شرکت‌های تعاونی
اوراق مضاربه	• تجارت و بازرگانی (خرید و فروش کالا)
اسناد خزانه اسلامی	• تسویه بدهی مسجل دولت بابت طرح های تملک داراییهای سرمایه ای مطابق ماده ۲۰ قانون محاسبات عمومی کشور
اوراق سلف	• پیش فروش مقدار معینی دارایی پایه استاندارد
اوراق مزارعه و مساقات	• تأمین مالی حوزه کشاورزی و باغبانی

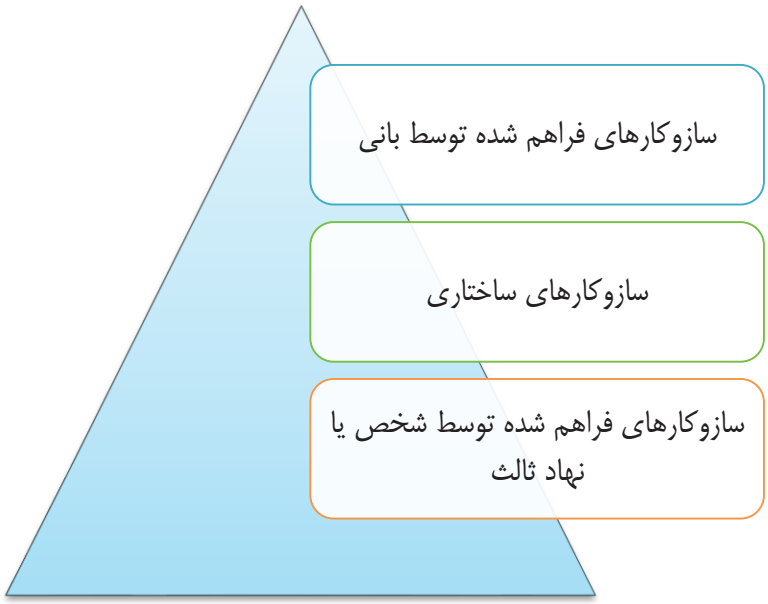
نمودار شماره ۱- کاربرد انواع صکوک در ایران

۳,۱۰ طبقه‌بندی بر اساس میزان استفاده از اعتبارافزاها

سازوکار ارتقای رتبه اعتباری روشی است برای بهبود کیفیت اعتباری محصولات مالی و اوراقی که یک شرکت یا نهاد مالی منتشر می‌کند. این روش جزء مهم تبدیل به اوراق بهادار سازی در تأمین مالی ساختاریافته[۲۵]محسوب می‌گردد و برای مؤسسات رتبه‌بندی دارای اهمیت است. روش ارتقای رتبه اعتباری، ریسک نکول (اعتباری) یک بدهی را کاهش داده و بدین‌سان باعث افزایش رتبه اعتباری و کاهش سود اوراق می‌گردد.

انواع سازوکارهای ارتقای رتبه اعتباری را می‌توان در دو دسته کلی بیرونی و درونی تقسیم‌بندی نمود که سازوکار طبقه‌بندی اوراق، شکاف یا سود مازاد، وثیقه گذاری بیش‌ازحد، ذخیره یا وثیقه نقدی جزء سازوکارهای درونی ارتقای رتبه اعتباری و اوراق ضمانت و ضمانت‌های مالی و اعتبار اسنادی جزء سازوکارهای بیرونی ارتقای رتبه اعتباری محسوب می‌گردند (شرکت مدیریت دارایی دِوایت، ۲۰۰۵)[۲۶].

همچنین سازوکارهای ارتقای رتبه اعتباری را در یک تقسیم‌بندی دیگر می‌توان در سه دسته طبقه‌بندی نمود (فبوزی، ۲۰۰۸)[۲۷]:



نمودار شماره ۲– طبقه‌بندی بر اساس میزان استفاده از اعتبار افزا

در یک تقسیم‌بندی کلی می‌توان صکوک را با توجه به نوع استفاده از سازوکارهای ارتقای رتبه اعتباری در سه دسته کلی طبقه‌بندی نمود (پروست و مِناش، ۲۰۰۷)[۲۸]:

۲۵- Structured Finance
۲۶- Dwight Asset Management Company, 2005
۲۷- Faboozi, 2008

۳,۱۰,۱ صکوک با سازوکارهای کامل ارتقای رتبه اعتباری[۲۹]

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

۳,۱۰,۲ صکوک بدون سازوکارهای ارتقای رتبه اعتباری[۳۰]

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

۳,۱۰,۳ صکوک با سازوکارهای ارتقای رتبه اعتباری ناقص[۳۱]

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

---

[۲۸]- Mensah & Pruvost, 2007
[۲۹]- Sukuk with Full Credit-enhancement Mechanisms
[۳۰]- Sukuk with No Credit-enhancement Mechanisms
[۳۱]- Sukuk with Partial Credit-enhancement Mechanisms

تحلیل وضعیت

بازار صکوک در جهان

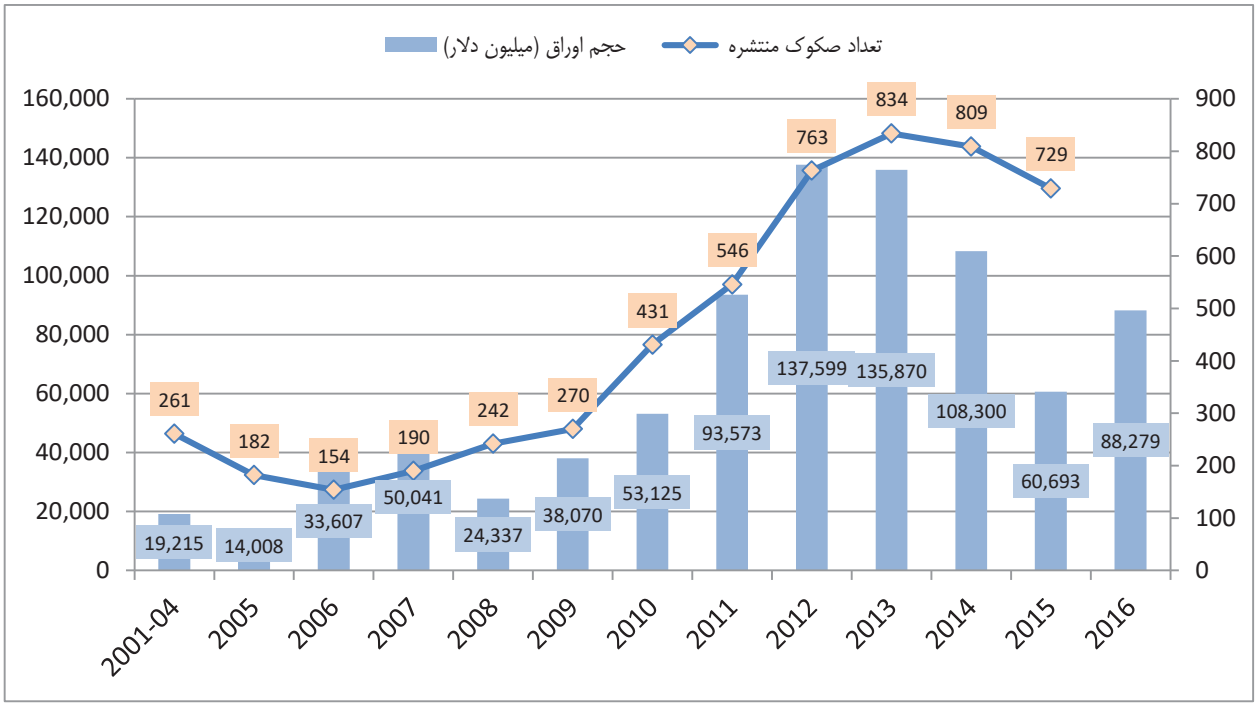
۴ مقدمه

صکوک به‌عنوان رایج‌ترین ابزار بازار سرمایه اسلامی، توجه بسیاری از ناشران و سرمایه‌گذاران اسلامی و غیر اسلامی را به خود جلب کرده است و می‌تواند مرزهای بازار سرمایه اسلامی را به فراتر از کشورهای اسلامی توسعه داده و با سرمایه‌گذاری مستقیم در بخش‌های کلیدی اقتصاد، به رشد اقتصاد واقعی و توسعه پایدار کشورهای توسعه‌یافته و درحال‌توسعه کمک کند. این بخش از گزارش به بررسی بازار جهانی صکوک به تفکیک داخلی و بین‌المللی و روند توسعه آن می‌پردازد.

۵ بازار صکوک در دنیا

۵,۱ بازار جهانی[۳۲]

همان‌طور که در نمودار شماره ۳ نشان داده شده است، انتشار صکوک جهانی از ۶۰/۷ بیلیون دلار در سال ۲۰۱۵ به رقم ۸۸/۳ بیلیون دلار در سال ۲۰۱۶ (رشد تقریبی ۴۴ درصدی) رسیده که این افزایش حجم انتشار در سال ۲۰۱۶ مرهون انتشار مستمر اوراق توسط کشورهای آسیایی، کشورهای عضو شورای همکاری خلیج فارس، کشورهای آفریقایی و برخی مناطق دیگر بوده است. اگرچه کشور مالزی در خصوص انتشار اوراق همچنان پیشتاز است، اما می‌توان گفت سهم کشورهایی همچون اندونزی و ترکیه در حال افزایش است. همچنین حجم کل صکوک جهانی منتشره از ابتدا (سال ۲۰۰۱ تا ۲۰۱۶) بالغ بر ۸۵۶ بیلیون دلار بوده است.

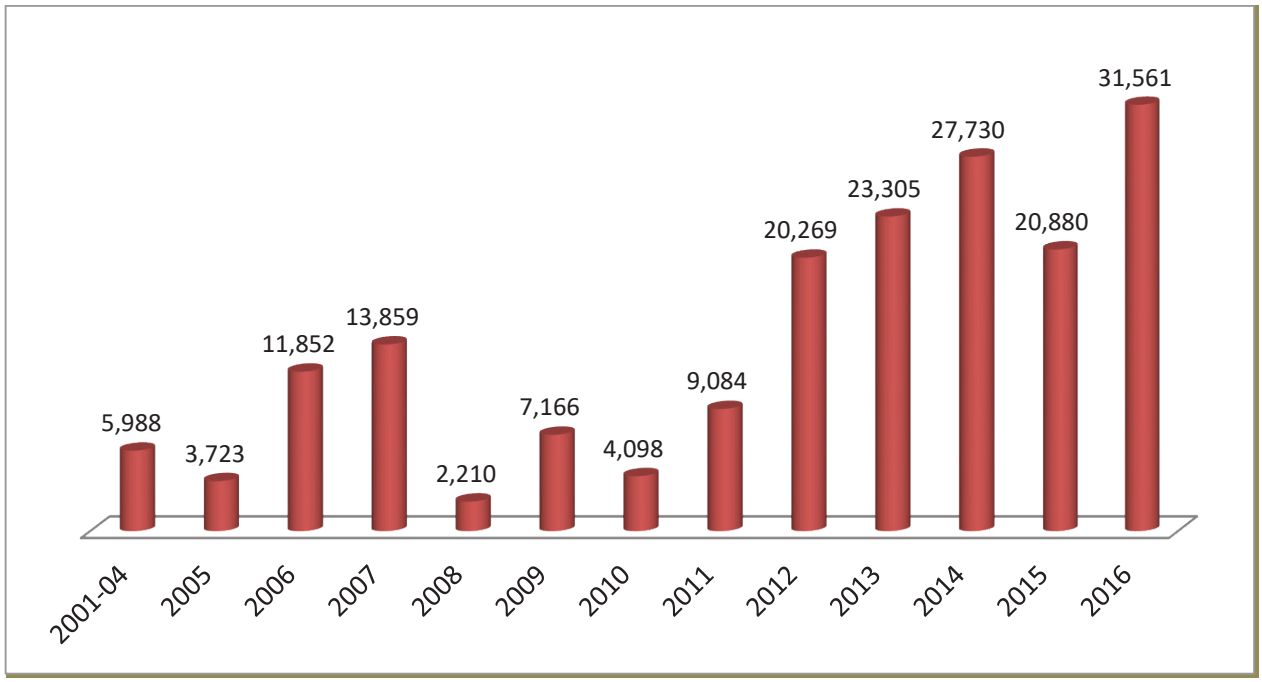


نمودار شماره ۳- مجموع صکوک جهانی منتشرشده (از ژانویه ۲۰۰۱ تا دسامبر ۲۰۱۶)- ارقام بر اساس میلیون دلار

[۳۲] - منظور از صکوک جهانی کل اوراق منتشره در جهان اعم از صکوک داخلی و بین‌المللی است.

۵,۲ بازار بین‌المللی

همان‌طور که در نمودار شماره ۴ قابل مشاهده است، مجموع صکوک بین‌المللی منتشره در سال ۲۰۱۶، به میزان ۳۱/۵۶ بیلیون دلار رسید که نسبت به سال گذشته (۲۰/۸۸ بیلیون دلار)، ۱۰/۶۸ بیلیون دلار افزایش داشته است. همچنین حجم کل صکوک بین‌المللی منتشره تا سال ۲۰۱۶ بالغ بر ۱۸۱ بیلیون دلار بوده است.



نمودار شماره ۴- مجموع صکوک بین‌المللی منتشره (از ژانویه ۲۰۰۱ تا دسامبر ۲۰۱۶)- ارقام بر اساس میلیون دلار

افزایش در صکوک منتشره بین‌المللی به دلیل افزایش صکوک کوتاه‌مدت توسط شرکت بین‌المللی مدیریت نقدینگی اسلامی[۳۳] و نهادهای دولتی و شبه‌دولتی بوده است؛ این در حالی است که انتشار صکوک توسط شرکت‌های خصوصی و نهادهای مالی اسلامی همچنان ثابت بوده است.

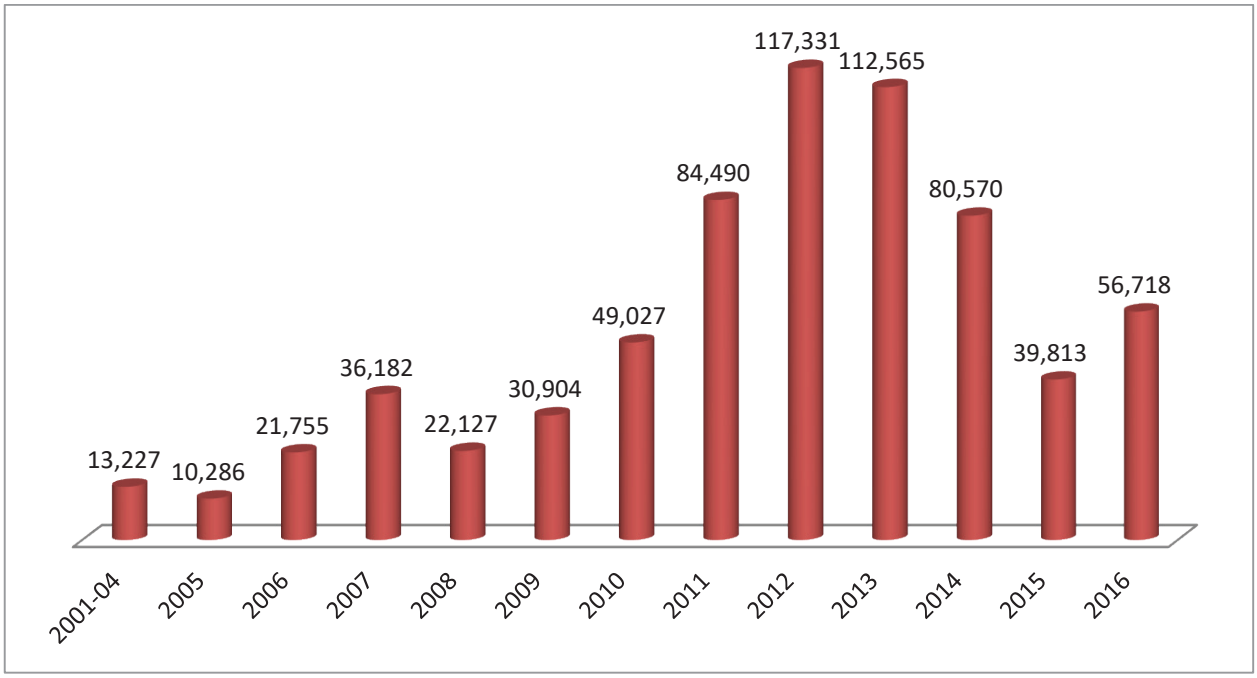
موفقیت بازار بین‌المللی صکوک در سال ۲۰۱۶ مرهون اتفاقات زیر بوده است:

- انتشار ۳۹۹ میلیون دلار صکوک قابل تبدیل مرتبط با بخش آب‌رسانی چین توسط خزانه ملی که در نوع خود بی‌نظیر بود؛
- انتشار ۱/۵ بیلیون دلار صکوک وکالت برای هواپیمایی اتحاد که بزرگ‌ترین انتشار شرکتی و هواپیمایی در منطقه منا محسوب می‌شود.

[۳۳] IILM: هدف شرکت مذکور این است که در زمینه طراحی و معرفی ابزارهای مالی کوتاه‌مدت منطبق با شرع برای مدیریت نقدینگی اسلامی در سطح بین‌المللی اقدام کند تا بازارهای مالی اسلامی از این طریق بتوانند نقدینگی مورد نیاز خود را تأمین کنند.

۵,۳ بازار داخلی

همان‌طور که در نمودار شماره ۵ نشان داده شده است، صکوک داخلی منتشره از ۳۹/۸۱ بیلیون دلار در سال ۲۰۱۵ به رقم ۵۶/۷۱ بیلیون دلار در سال ۲۰۱۶ رسیده که بزرگ‌ترین عامل این افزایش حجم، بازار مالزی با ۲۹ بیلیون دلار صکوک منتشره بوده است. همچنین حجم کل صکوک داخلی منتشره تا سال ۲۰۱۶ به ارزشی بالغ بر ۶۷۴ بیلیون دلار رسیده است.



نمودار شماره ۵- مجموع صکوک منتشره داخلی (از ژانویه ۲۰۰۱ تا دسامبر ۲۰۱۶)- ارقام بر اساس میلیون دلار

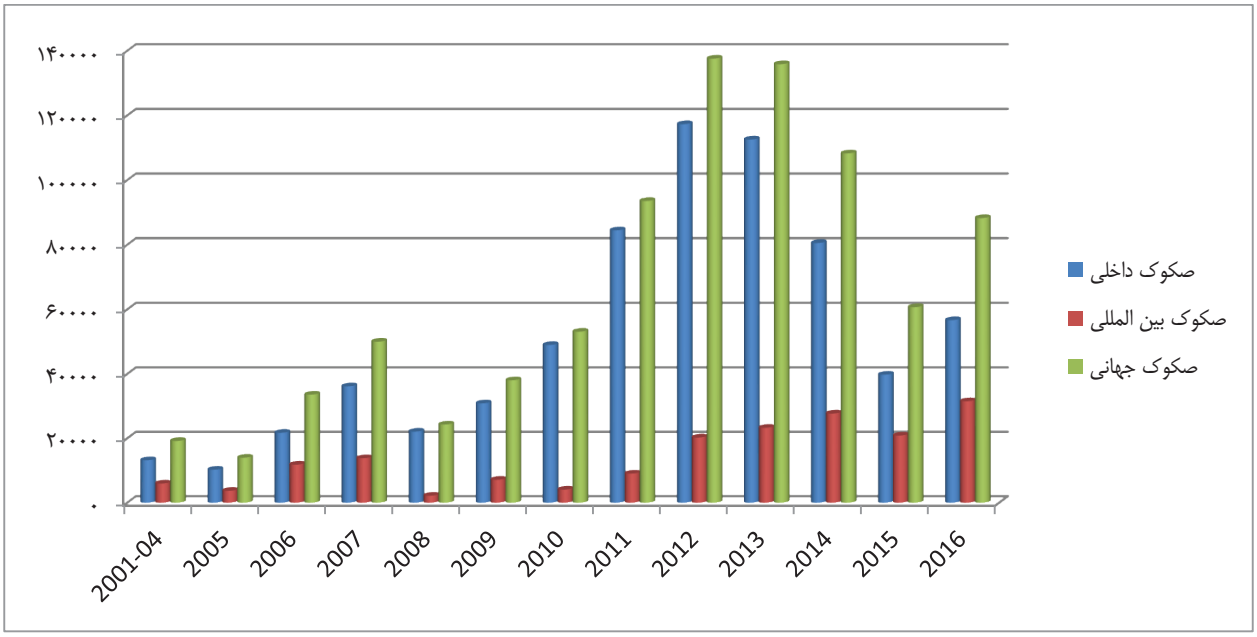
بخش قابل‌توجهی از افزایش میزان انتشار صکوک داخلی از سال ۲۰۱۵ تا ۲۰۱۶ مربوط به بازار مالزی است. اگر این نمودار را در غیاب کشور مالزی مورد تجزیه‌وتحلیل قرار دهیم، متوجه می‌شویم که رشد ناچیزی در انتشار صکوک داخلی از سوی سایر کشورهای جهان اتفاق افتاده است، به‌طوری‌که این رقم در سال ۲۰۱۶، حدود ۲۷/۵ بیلیون دلار و در سال ۲۰۱۵، ۱۳/۵ بیلیون دلار بوده است. درحالی‌که حجم کل اوراق بهادار منتشره در سال ۲۰۱۶، ۱۱ بیلیون دلار بود (این رقم در سال ۲۰۱۵، دو بیلیون دلار بود)؛ اندونزی در همان سال، بزرگ‌ترین صکوک خرده‌فروشی[۳۴] داخلی به ارزش ۲/۳۷ بیلیون دلار را منتشر نمود. هرچند کشور ترکیه حجم اندکی از صکوک منتشره را به خود اختصاص داده است، اما این کشور توانسته صکوک منتشره ارزی داخلی خود را از ۹۲۰ میلیون دلار در سال ۲۰۱۵ به ۳ بیلیون دلار در سال ۲۰۱۶ افزایش دهد. لازم به ذکر است که کشور پاکستان نیز صکوک داخلی به ارزش ۴ بیلیون دلار در همان سال منتشر نمود.

[۳۴] Retail Sukuk: صکوکی که برای سرمایه‌گذاران خرد منتشر می‌شود.

عواملی که سبب رشد بازار صکوک داخلی در سال ۲۰۱۶ شده است به قرار زیر است:

- دولت اندونزی بزرگ‌ترین صکوک خرده‌فروشی تاریخ به ارزش ۲/۳۷ بیلیون دلار را منتشر نمود؛
- دولت اردن برای اولین بار صکوکی به ارزش تقریبی ۴۷/۹ میلیون دلار منتشر نمود؛
- هیئت تأمین مالی بخش عمومی کشور مالزی[۳۵] نوعی صکوک را برای تأمین مالی تهیه مسکن کارمندان دولت به ارزش ۴ بیلیون رینگیت مالزی در ترنچ‌های[۳۶] سه تا ۳۰ ساله منتشر نمود.
- شرکت تولید برق Neelam Jhelum، صکوکی به ارزش ۹۵۵ میلیون دلار باهدف تأمین مالی پروژه و با ضمانت دولت پاکستان، منتشر نمود.

در نمودار شماره ۶ به‌صورت تطبیقی حجم انتشار صکوک داخلی و بین‌المللی مقایسه شده است.

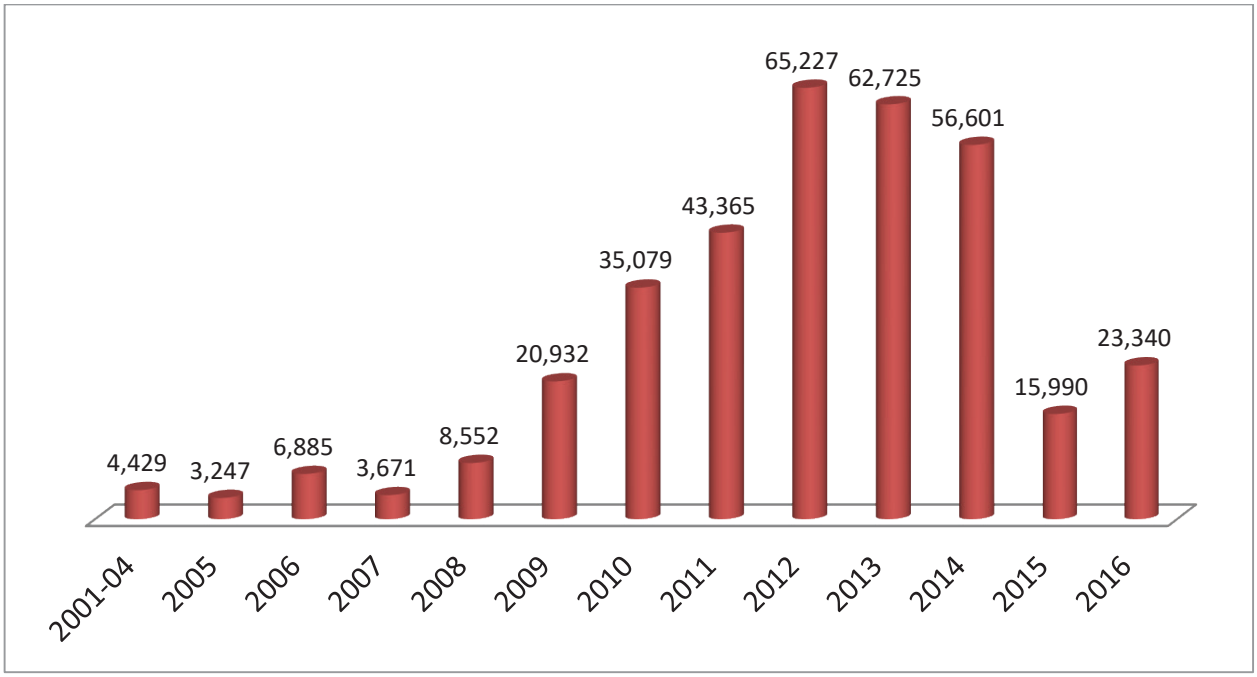


نمودار شماره ۶- مقایسه حجم انتشار صکوک جهانی، داخلی و بین‌المللی

۳۵. The Malaysian Public Sector Home Financing Board
۳۶. Tranches

۵,۴ بازار صکوک کوتاه‌مدت (اعم از داخلی و بین‌المللی)

صکوک کوتاه‌مدت با سررسید یک سال یا کمتر از یک سال، در تأمین نیازهای نقدینگی نهادهای مالی اسلامی بکار گرفته می‌شود. همان‌طور که در نمودار شماره ۷ مشاهده می‌شود، حجم کل صکوک کوتاه‌مدت منتشره جهانی از آغاز فعالیت تاکنون حدود ۳۵۰ بیلیون دلار بوده که بیشترین حجم انتشار، در سال ۲۰۱۲ به ارزش ۶۵ بیلیون دلار اتفاق افتاده است. همچنین طی سال‌های ۲۰۱۳ و ۲۰۱۴ حجم انتشار صکوک کاهش ناچیزی داشته که این کاهش در سال ۲۰۱۵ به دلیل تغییر سیاستی بانک نگارای مالزی (تغییر سطح ذخایر ارزی این بانک به دلیل تغییر ارزش ارزهای خارجی) معتنابه بوده است. همچنین در طول سال ۲۰۱۶، انتشار صکوک کوتاه‌مدت ۲۳/۳ بیلیون دلار بوده که نسبت به ۱۵/۹ بیلیون دلار سال ۲۰۱۵، با رشد ۴۶ درصدی مواجه شده است.



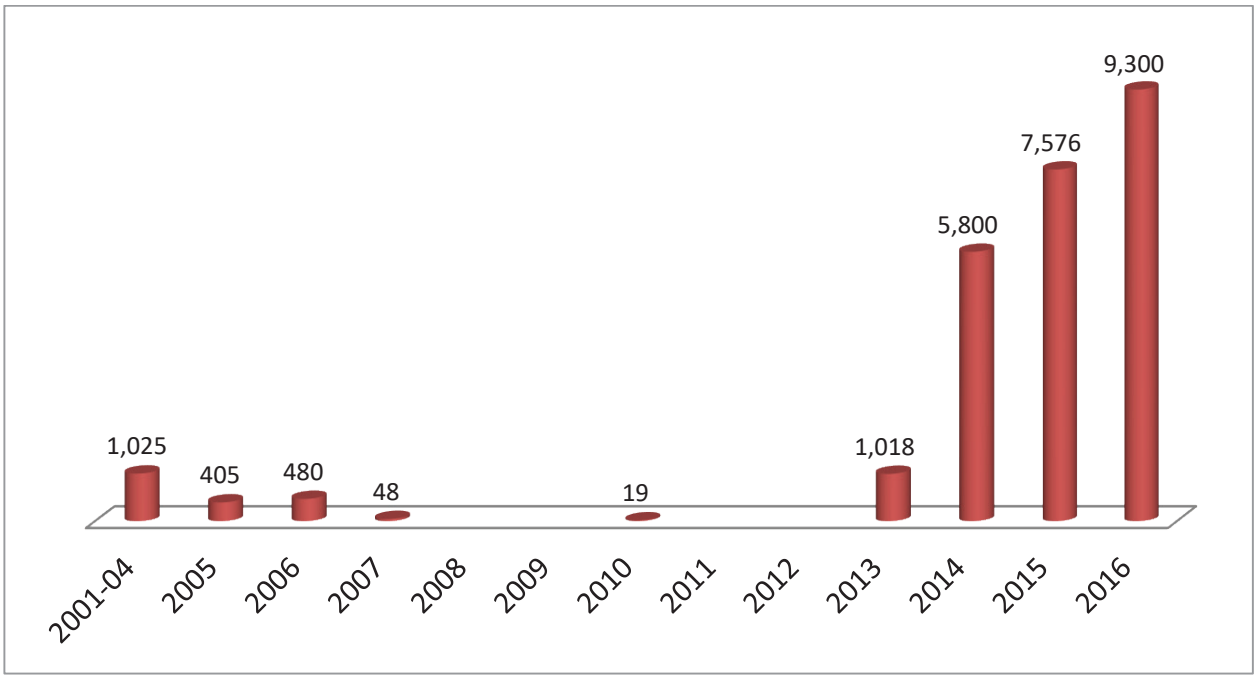
نمودار شماره ۷- مجموع صکوک کوتاه‌مدت منتشره جهانی (از ژانویه ۲۰۰۱ تا دسامبر ۲۰۱۶)- کلیه ارقام بر اساس میلیون دلار

مالزی، به‌عنوان بازیگر اصلی در بازار صکوک کوتاه‌مدت شناخته می‌شود و سهم بازار آن از کل صکوک منتشره کوتاه‌مدت جهانی از ابتدا تا سال ۲۰۱۶، به میزان ۸۶ درصد (۳۰۳ بیلیون دلار) بوده است. دیگر کشورهای فعال در انتشار صکوک کوتاه‌مدت عبارت‌اند از: اندونزی، سودان، گامبیا، بحرین، برونئی و تا حدودی ترکیه. بااین‌حال این گروه از ناشران، از ابتدا تاکنون ۱۱ درصد از سهم کل بازار صکوک کوتاه‌مدت را به خود اختصاص داده‌اند.

شرکت بین‌المللی مدیریت نقدینگی اسلامی به‌عنوان یک نهاد شبه‌دولتی که در مالزی تأسیس شده است، اقدام به انتشار صکوک کوتاه‌مدت در سال ۲۰۱۳ نموده و بخشی از سهم بازار کوتاه‌مدت را از بخش دولتی به بخش شبه‌دولتی منتقل کرده است. با وجود اینکه دولت اندونزی بر حجم انتشار خود افزوده و کشوری مانند ترکیه شروع به انتشار صکوک کوتاه‌مدت نموده است، اما

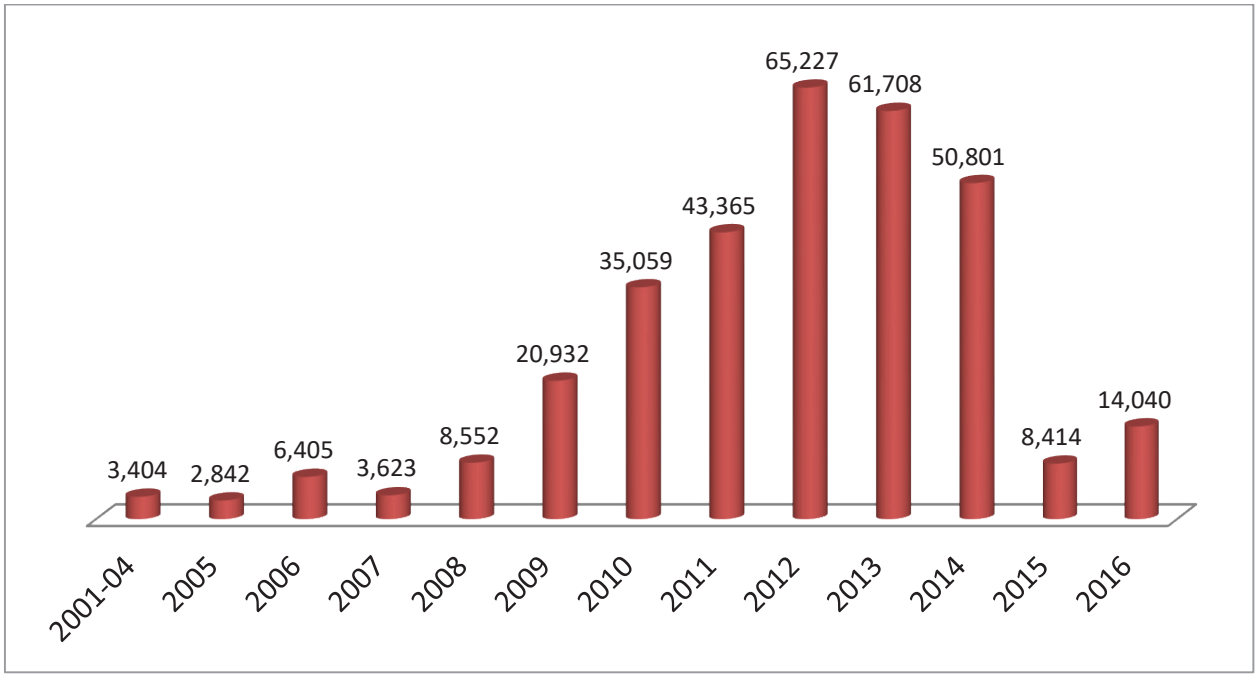
همچنان سهم کشور مالزی به همراه شرکت بین‌المللی مدیریت نقدینگی در طول سال ۲۰۱۶ چشم‌گیر بوده و با سهم ۶۱ درصدی هم چنان پیشرو در این بازار محسوب می‌شود.

نمودار شماره ۸ حجم صکوک کوتاه‌مدت بین‌المللی را از ژانویه ۲۰۰۱ نمایش می‌دهد. بازار کوتاه‌مدت عمدتاً تا سال ۲۰۱۳ داخلی بوده است. انتشارهای بین‌المللی از زمان آغاز به کار شرکت مدیریت بین‌المللی مدیریت نقدینگی اسلامی _که در حال حاضر به‌طور منظم صکوک کوتاه‌مدت به‌منظور مدیریت نقدینگی منتشر کرده و سهم آن در سال ۲۰۱۶ به ۴۰ درصد کل صکوک کوتاه‌مدت منتشره رسیده است_ افزایش داشته است. انتشارهای بین‌المللی بین سال‌های ۲۰۰۱ و ۲۰۰۷ تقریباً به‌طور کامل متعلق به دولت بحرین بوده است که این حجم از طریق بانک مرکزی بحرین منتشرشده و از سال ۲۰۰۸ متوقف شده است. دولت بحرین با انتشار صکوک ارزی داخلی، همچنان به‌عنوان یک ناشر قدرتمند در بازار صکوک کوتاه‌مدت شناخته می‌شود.



نمودار شماره ۸– مجموع صکوک منتشره کوتاه‌مدت بین‌المللی با سررسید کمتر از ۱۲ ماه (از ژانویه ۲۰۰۱ تا دسامبر ۲۰۱۶)– ارقام بر اساس میلیون دلار

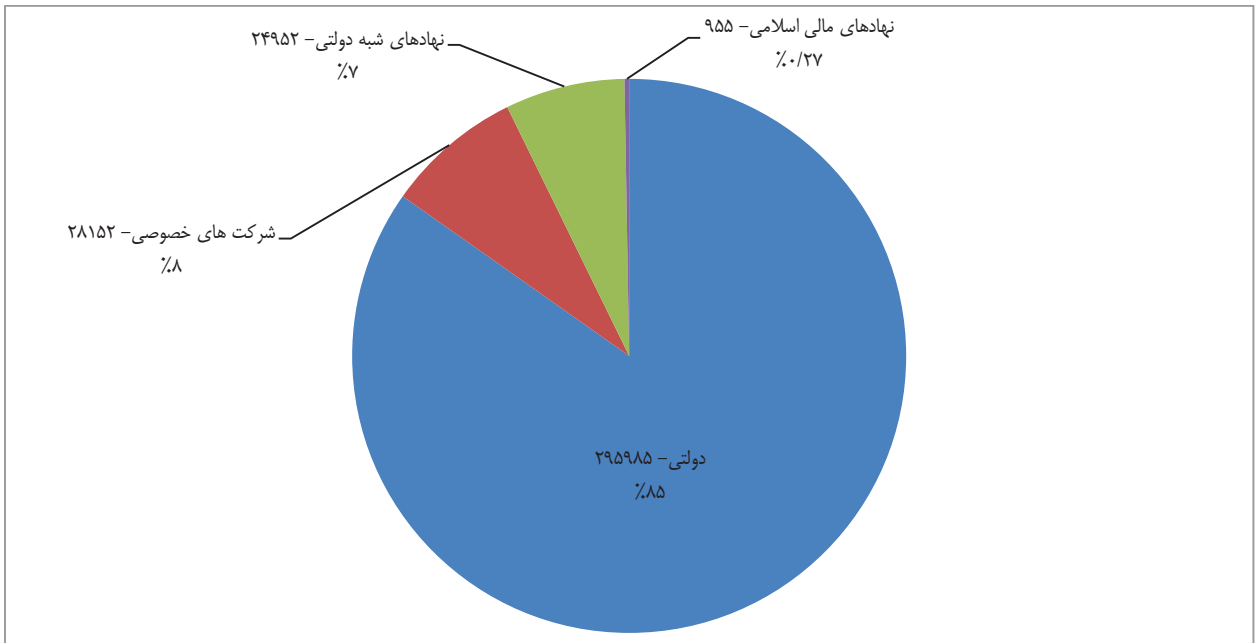
نمودار شماره ۹ نشان می‌دهد که بازار کوتاه‌مدت داخلی در طول سال‌های ۲۰۰۱ تا ۲۰۱۴، همان روند صکوک جهانی را دنبال می‌کند؛ سبب این امر آن است که بیش از ۸۰ درصد بازار کوتاه‌مدت مربوط به انتشار صکوک داخلی است. ازلحاظ تاریخی، در سال‌های ۲۰۰۸ تا ۲۰۱۲_ یعنی زمانی که بانک مرکزی بحرین انتشار صکوک کوتاه‌مدت بین‌المللی را در سال ۲۰۰۷ متوقف نمود و شرکت بین‌المللی مدیریت نقدینگی اسلامی اقدام به انتشار صکوک کوتاه‌مدت بین‌المللی در سال ۲۰۱۳ نمود_ بازار صکوک کوتاه‌مدت کاملاً متشکل از ارز داخلی بوده است.



نمودار شماره ۹- مجموع صکوک منتشره کوتاه‌مدت داخلی با سررسید کمتر از ۱۲ ماه (از ژانویه ۲۰۰۱ تا دسامبر ۲۰۱۶)- بر اساس میلیون دلار

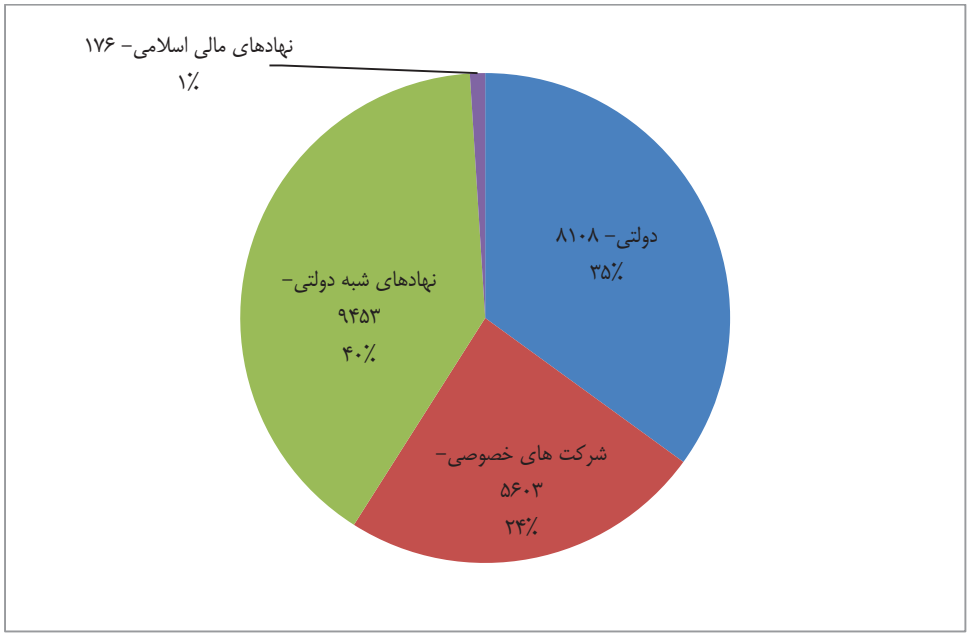
لازم به ذکر است در طول سال‌های ۲۰۰۱ تا ۲۰۱۴، بازار کوتاه‌مدت به‌وضوح تحت سیطره انتشارهای داخلی قرار داشته است و تمام صکوک منتشره داخلی تحت‌الشعاع کشور مالزی بوده است. بااین‌حال، با آغاز سال ۲۰۱۵، بازار صکوک کوتاه‌مدت به تعادل رسیده و سهم صکوک کوتاه‌مدت بین‌المللی به حدود ۴۰ درصد از مجموع کل اوراق بهادار منتشره در سال ۲۰۱۶ رسید.

نمودار شماره ۱۰ انتشار صکوک کوتاه‌مدت را از زمان تأسیس، توسط دولت، نهادهای شبه‌دولتی، شرکت‌های خصوصی و نهادهای مالی اسلامی که صکوک دولتی منتشر می‌کنند، نمایش می‌دهد؛ همچنین این نمودار نشان می‌دهد که حمایت دولت‌ها در توسعه بازار کوتاه‌مدت صکوک بسیار حائز اهمیت بوده است.



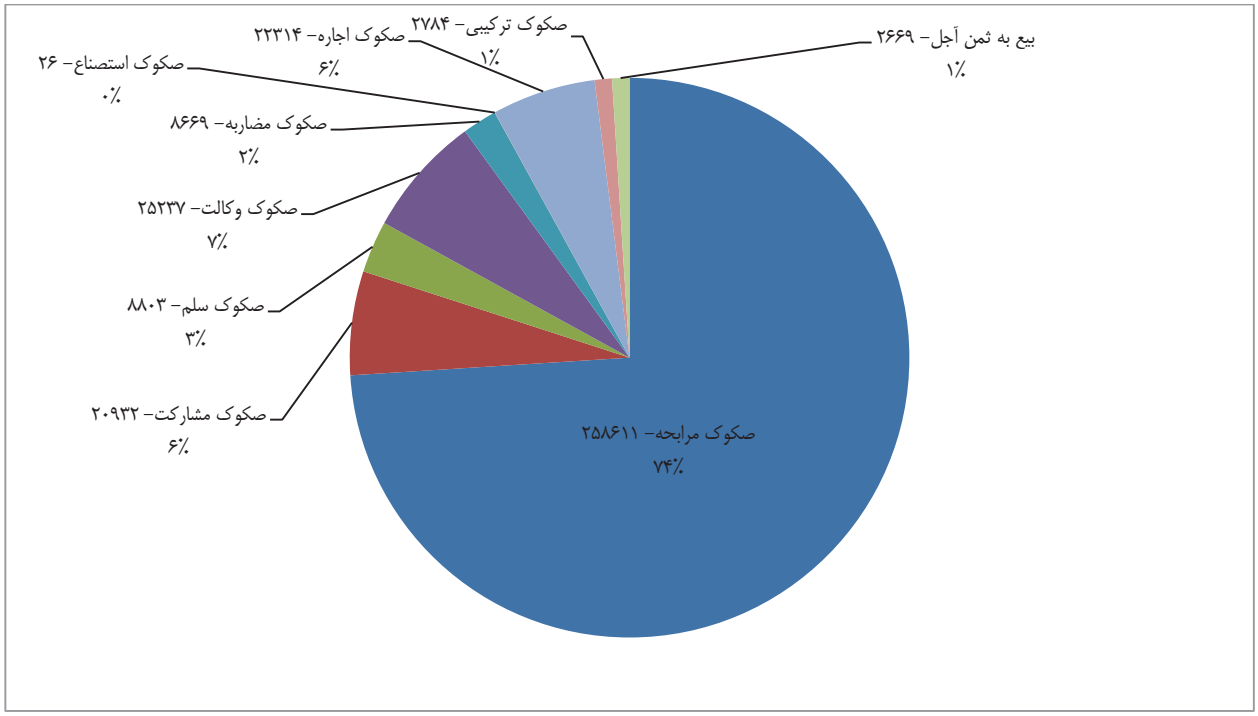
نمودار شماره ۱۰- صکوک کوتاه‌مدت جهانی با سررسید کمتر از ۱۲ ماه بر اساس نوع ناشر (از ژانویه ۲۰۰۱ تا دسامبر ۲۰۱۶)- ارقام بر اساس میلیون دلار

نمودار شماره ۱۱ انتشار صکوک کوتاه‌مدت جهانی را از طریق دولت، نهادهای شبه‌دولتی، شرکت‌های خصوصی و نهادهای مالی اسلامی از ژانویه ۲۰۱۶ تا دسامبر ۲۰۱۶ نمایش می‌دهد.



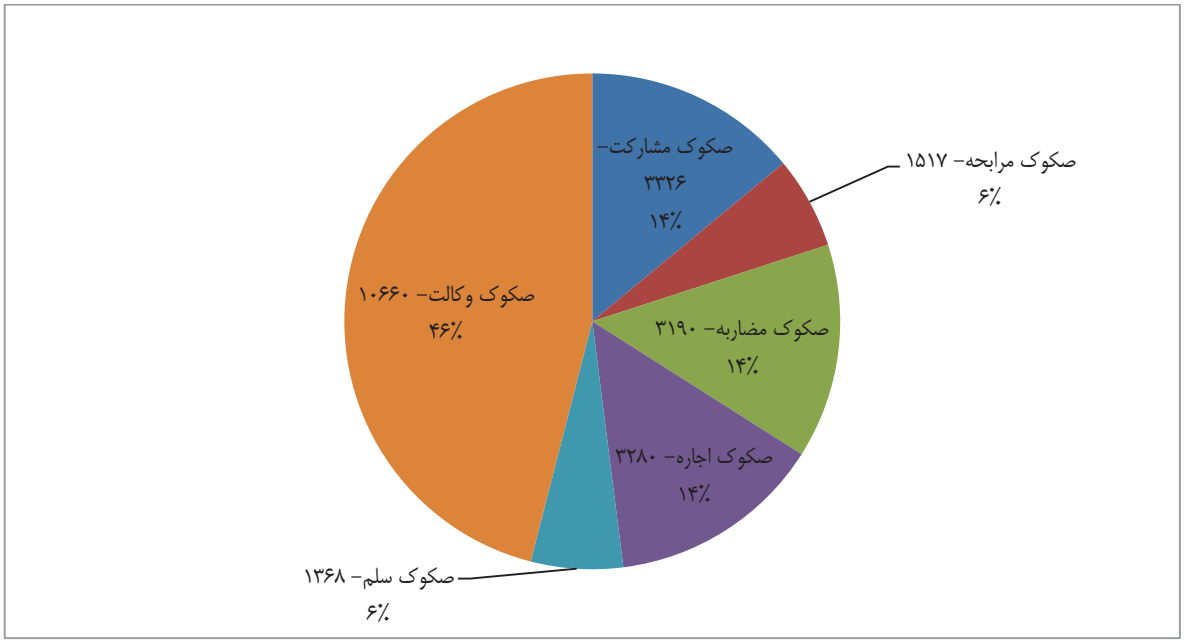
نمودار شماره ۱۱- صکوک منتشره کوتاه‌مدت (از ژانویه ۲۰۱۶ تا دسامبر ۲۰۱۶)

نمودار شماره ۱۲ اطلاعاتی در رابطه با ساختار انتشار صکوک کوتاه‌مدت از ابتدا تا سال ۲۰۱۶ را نمایش می‌دهد. همان‌طور که در نمودار مشاهده می‌شود، صکوک مرابحه بیشترین حجم را به خود اختصاص داده است.



نمودار شماره ۱۲- انتشار صکوک کوتاه‌مدت جهانی با سررسید کمتر از ۱۲ ماه بر اساس نوع ساختار (از ژانویه ۲۰۰۱ تا دسامبر ۲۰۱۶)- ارقام بر اساس میلیون دلار

نمودار شماره ۱۳ اطلاعاتی در رابطه با ساختار انواع صکوک در سال ۲۰۱۶ را نمایش می‌دهد. همان‌طور که در نمودار نشان داده شده است، ساختار وکالت نقش حائز اهمیتی به خود اختصاص داده است. بااین‌وجود، صکوکی که تحت ساختار وکالت منتشر شده عموماً شامل اجاره و مرابحه هست.

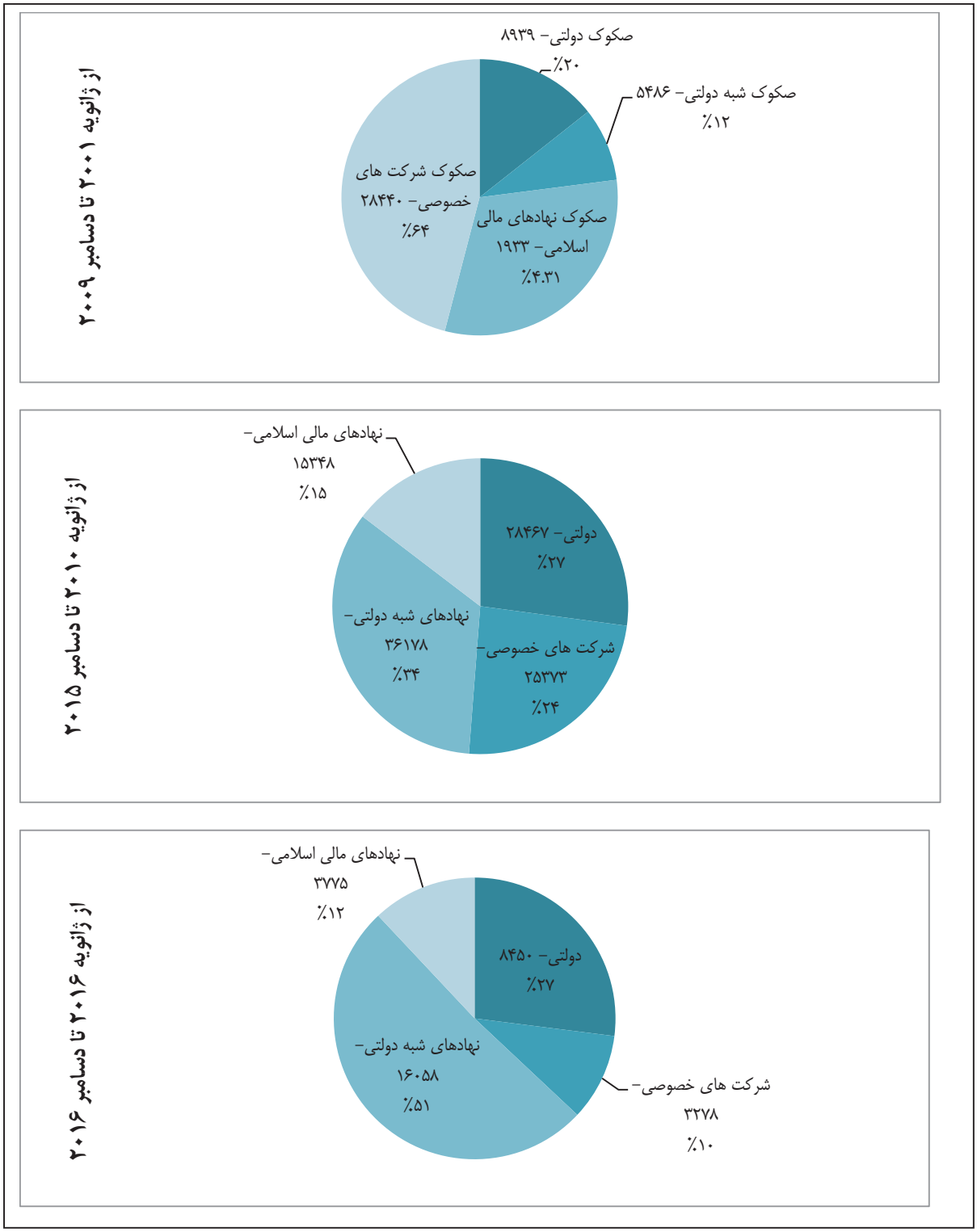


نمودار شماره ۱۳- انتشار صکوک کوتاه‌مدت جهانی با سررسید کمتر از ۱۲ ماه بر اساس نوع ساختار (از ژانویه ۲۰۱۶ تا دسامبر ۲۰۱۶)- کلیه ارقام بر اساس میلیون دلار

نمودار شماره ۱۴ تصویری روشن از انتشارهای صکوک داخلی به تفکیک نوع ناشر به نمایش می‌گذارد:

نمودار شماره ۱۴- انتشار صکوک داخلی بر اساس نوع ناشر (کلیه ارقام بر اساس میلیون دلار)

نمودار شماره ۱۵ نشان‌دهنده سهم انتشار مربوط به دولت، نهادهای شبه‌دولتی، نهادهای مالی اسلامی و شرکت‌های خصوصی در بازار بین‌المللی است. سهم ناشران دولتی و شبه‌دولتی در بازار صکوک بین‌المللی طی سال‌های ۲۰۰۱ تا ۲۰۰۹ تنها ۳۲ درصد بوده که این رقم طی سال‌های ۲۰۱۰ تا ۲۰۱۵ به ۶۱ درصد رسیده است. در سال ۲۰۱۶، سهم ناشران شبه‌دولتی بیشترین حجم را به خود اختصاص داده (۵۱ درصد کل اوراق بهادار منتشره)، درحالی‌که تنها ۲۷ درصد مربوط به نهادهای دولتی بوده است. حجم دیگر نهادهای مالی اسلامی و شرکت‌های خصوصی نیز تقریباً ثابت بوده است.

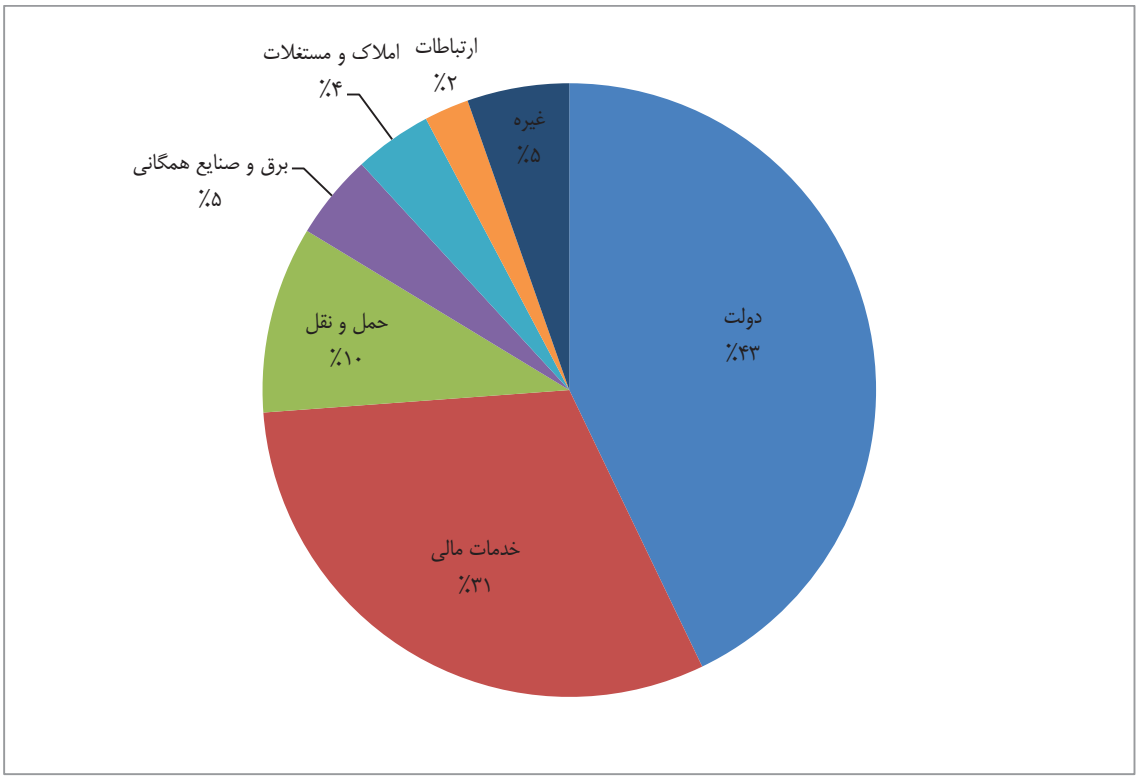


نمودار شماره ۱۵- انتشار صکوک بین‌المللی بر اساس نوع ناشر- کلیه ارقام بر اساس میلیون دلار

انتظار می‌رود که با توجه به شرایط اقتصادی و جغرافیایی نه‌چندان خوب در اقصی نقاط جهان، رشد بازار صکوک توسط ناشران دولتی و شبه‌دولتی ادامه یابد.

۵,۵ تجزیه‌وتحلیل بازار جهانی صکوک بر اساس کاربرد

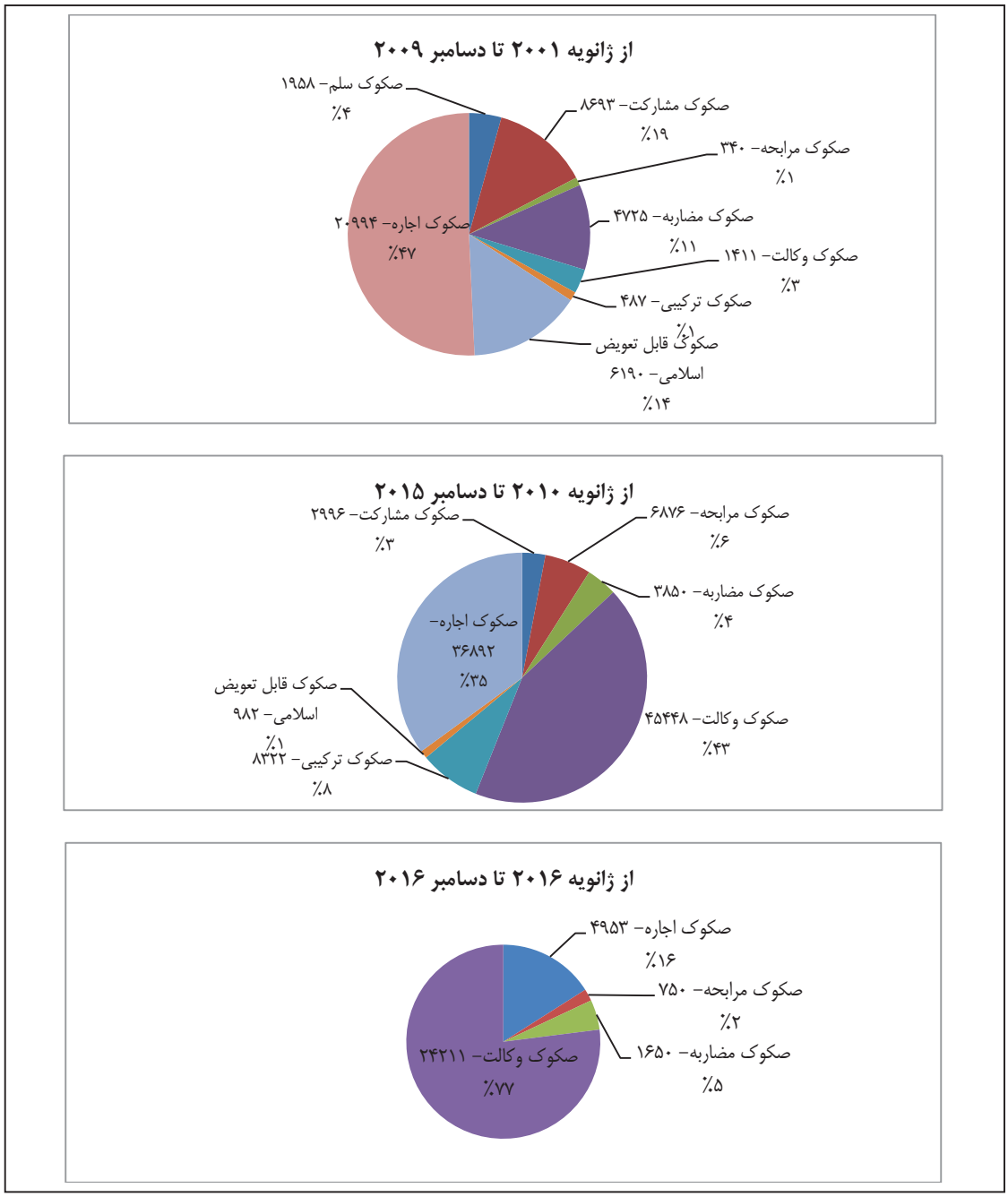
نمودار شماره ۱۶ نشان می‌دهد که دولت و بخش خدمات مالی کماکان سیطره خود را بر بازار صکوک حفظ کرده‌اند. این دو بخش در سال ۲۰۱۶ به ترتیب ۴۲/۹ و ۳۱ درصد از سهم بازار را به خود اختصاص داده‌اند که در مقایسه با سال ۲۰۱۵ (با سهم ۴۳/۵ و ۳۴/۴ درصد) اندکی کاهش داشته‌اند. در ضمن در سال ۲۰۱۶ بخش قابل‌توجهی از انتشارهای صکوک برای بخش زیرساخت‌ها ازجمله انرژی، خدمات عمومی حمل‌ونقل و ارتباطات بوده است که در سال ۲۰۱۶ به ۱۲/۵ بیلیون دلار معادل ۱۶/۷ درصد کل انتشار اوراق رسیده است. بخش املاک و مستغلات نیز با انتشار ۳/۱ بیلیون دلار معادل ۴/۱ درصد از سهم کل بازار تجربه خوبی در بازار صکوک داشته است. سهم بازار بخش‌های دیگر در سال ۲۰۱۶ عبارت است از: آموزش (۱/۲ درصد)، کشاورزی (۱/۱ درصد)، ساختمان (۰/۹ درصد)، نفت و گاز (۰/۸ درصد)، بخش صنعت (۰/۶ درصد)، ساخت (۰/۳۶ درصد)، خدمات شهری (۰/۲۶ درصد)، غذا و نوشیدنی (۰/۱ درصد)، بخش سلامت و بهداشت (۰/۰۳ درصد) و صنعت خودرو (۰/۰۱ درصد).



نمودار شماره ۱۶– سهم بخش‌های مختلف اقتصاد از بازار صکوک در سال ۲۰۱۶

۵،۶ تجزیه‌وتحلیل ساختار بازار جهانی صکوک

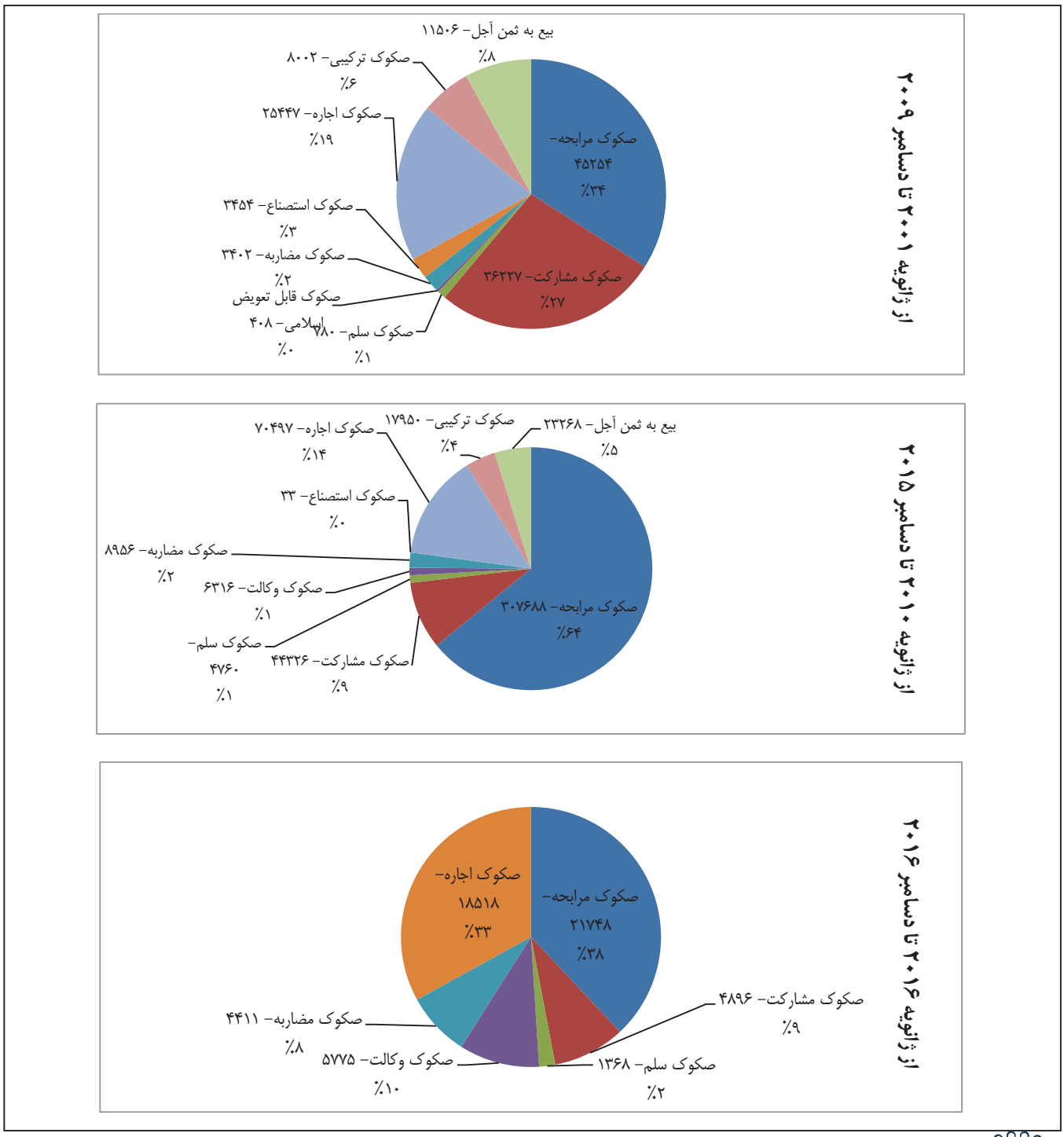
ازلحاظ ساختار، بین بازارهای صکوک بین‌المللی و داخلی تفاوت وجود دارد. به لحاظ تاریخی، صکوک اجاره محبوبیت بیشتری نسبت به سایر ساختارها داشته است. نمودار شماره ۱۷ نشان می‌دهد که ساختار صکوک اجاره از سال ۲۰۰۱ تا ۲۰۰۹ در میان دیگر ساختارها بیشترین حجم (حدود ۴۷ درصد) را به خود اختصاص داده است. از آن زمان به بعد، سهم صکوک اجاره کاهش یافت به‌طوری‌که در طول سال‌های ۲۰۱۰ تا ۲۰۱۴، با افت پنج درصدی مواجه شد. در سال ۲۰۱۵، یک تغییر ناگهانی و عمده از ساختار صکوک اجاره به مدل وکالت اتفاق افتاد و این مسئله در سال ۲۰۱۶ نیز ادامه پیدا کرد، به‌طوری‌که سهم ساختار وکالت به ۷۷ درصد یعنی معادل ۲۴/۲ بیلیون دلار از مجموع انتشارهای بین‌المللی رسید و این در حالی بود که سهم صکوک اجاره به ۱۶ درصد تنزل یافت یعنی رقمی معادل ۴/۹ بیلیون دلار.



نمودار شماره ۱۷- صکوک بین‌المللی منتشره از منظر نوع ساختار- ارقام بر اساس میلیون دلار

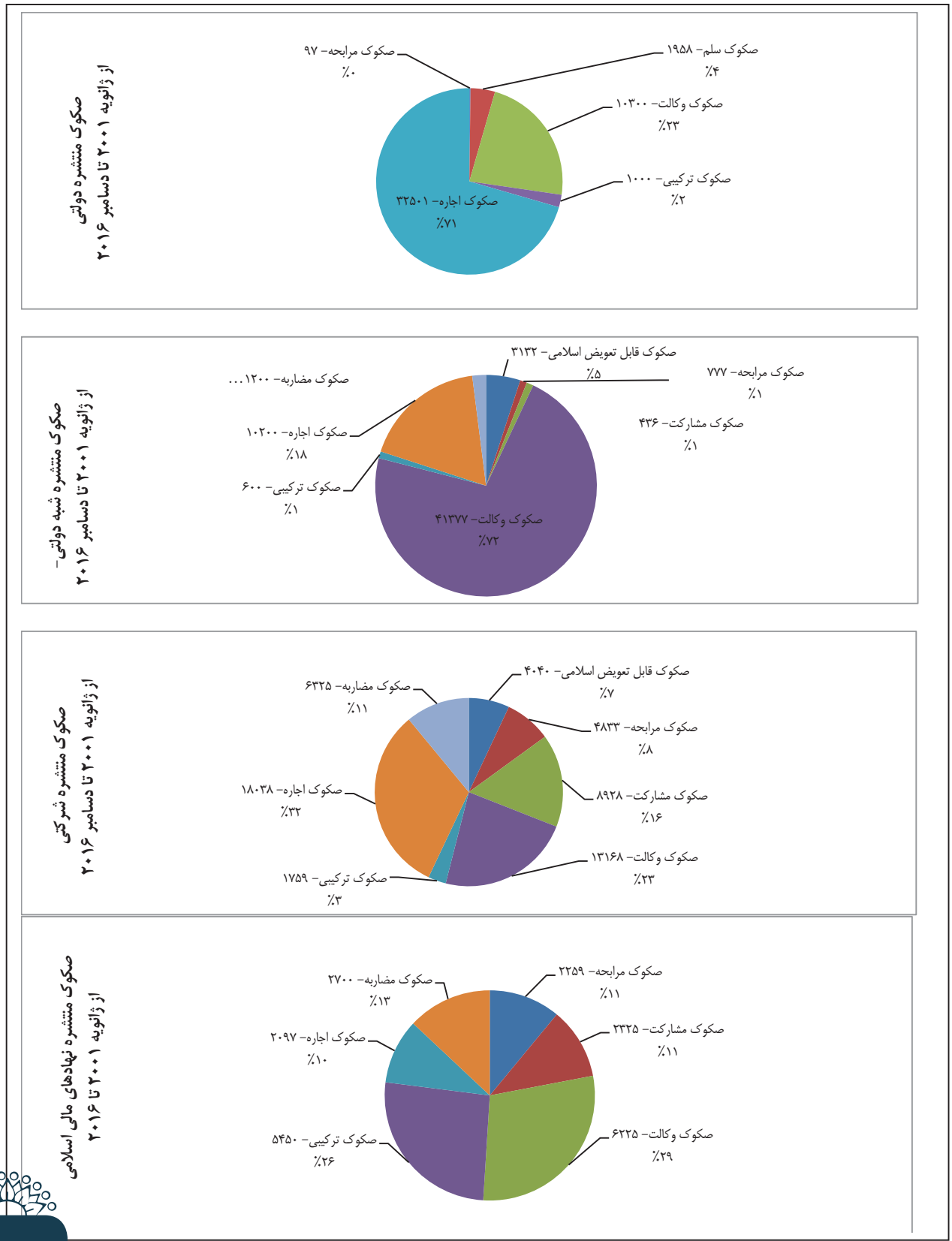
به لحاظ ساختار، صکوک وکالت ترکیبی از اجاره و مرابحه است و شبیه ساختار ترکیبی عمل می‌کند. صکوک وکالت ساختاری منعطف داشته و مسئله کمبود دارایی‌های در دسترس را برطرف می‌کند.

در بازار داخلی، صکوک مرابحه نسبت به دیگر ساختارها از محبوبیت بیشتری برخوردار بوده، به‌طوری‌که بیشتر حجم بازار را به خود اختصاص داده و به‌عنوان ساختار غالب شناخته شده است. (به‌عنوان‌مثال، در سال ۲۰۱۶، این نوع صکوک تقریباً ۳۸ درصد از حجم کل اوراق بهادار بازار را به خود اختصاص داده است). با این‌وجود در سال ۲۰۱۶، صکوک‌های دیگر از قبیل اجاره، مضاربه و وکالت نیز از محبوبیت خاصی برخوردار بوده‌اند.



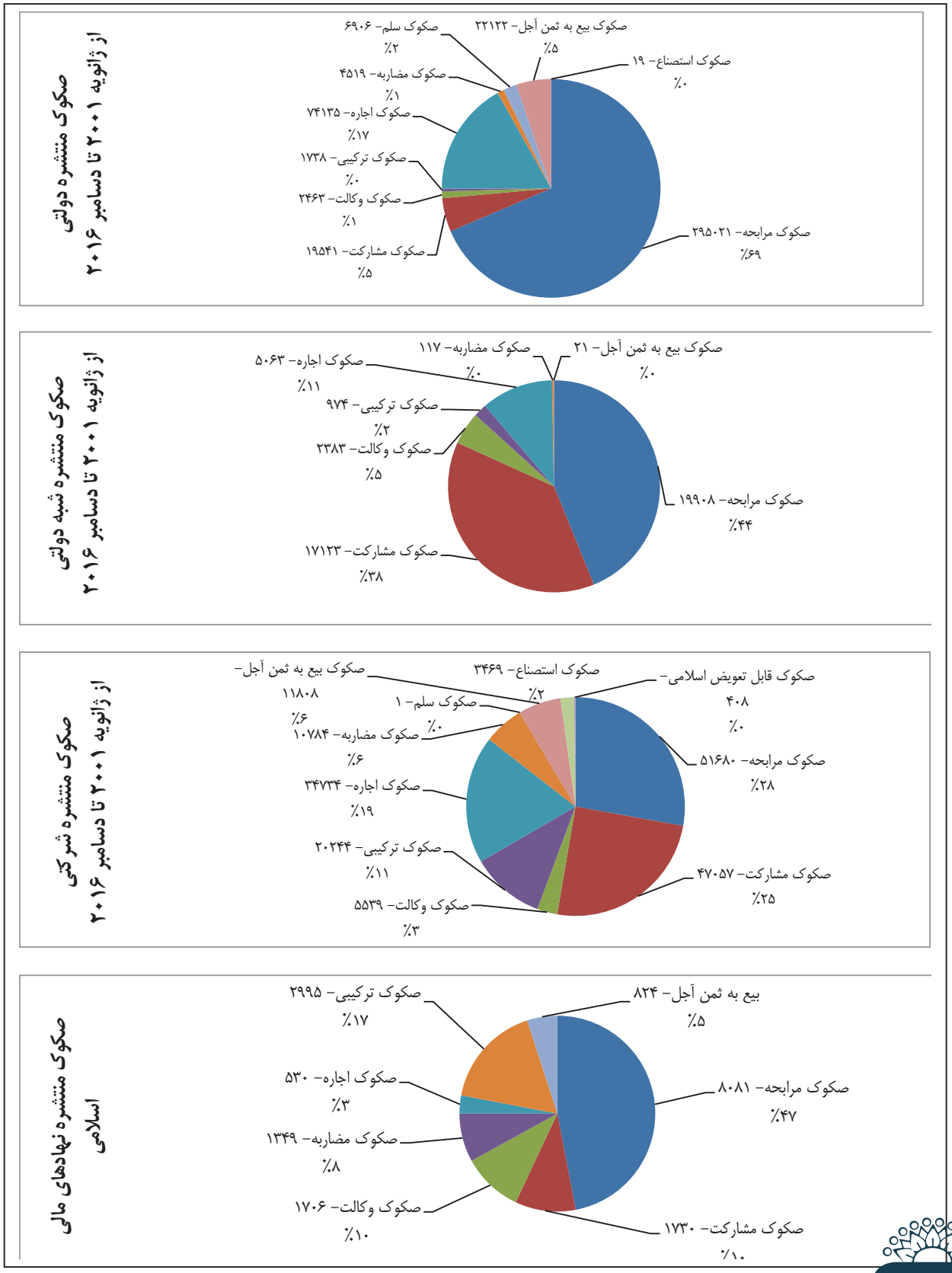
نمودار شماره ۱۸ – صکوک داخلی منتشره از منظر نوع ساختار– ارقام بر اساس میلیون دلار

نمودار شماره ۱۹ توزیع ساختار صکوک منتشره را بر اساس نوع ناشر طی سال‌های ۲۰۰۱ تا ۲۰۱۶ نشان می‌دهد. به‌طورکلی به نظر می‌رسد که ازلحاظ تاریخی، صکوک اجاره جذاب‌ترین ساختار را برای ناشران بین‌المللی داشته است. بااین‌حال، در سال‌های اخیر ازجمله سال ۲۰۱۶، صکوک اجاره و وکالت دو نوع ساختاری بوده‌اند که در میان ناشران از بالاترین جذابیت برخوردار بوده‌اند، لازم به ذکر است که سهم صکوک وکالت توسط ناشران شبه‌دولتی نزدیک به ۷۲ درصد بوده است.



نمودار شماره ۱۹ – صکوک منتشره بین‌المللی بر اساس نوع ساختار از منظر نوع ناشران– ارقام بر اساس میلیون دلار

همان‌طور که در نمودار شماره ۲۰ مشاهده می‌شود، ساختار مرابحه در بازار داخلی، برای ناشران از جذابیت خاصی برخوردار بوده است. نهادهای شبه‌دولتی، شرکت‌های خصوصی و نهادهای مالی اسلامی در بازارهای داخلی از ساختارهای صکوک مشارکت، مضاربه، اجاره و وکالت به‌طور گسترده‌ای استفاده می‌کنند، درحالی‌که ناشران دولتی بیشتر تمایل به استفاده از ساختار مرابحه دارند؛ شاید این امر به دلیل سهولت ساختار صکوک مرابحه باشد.

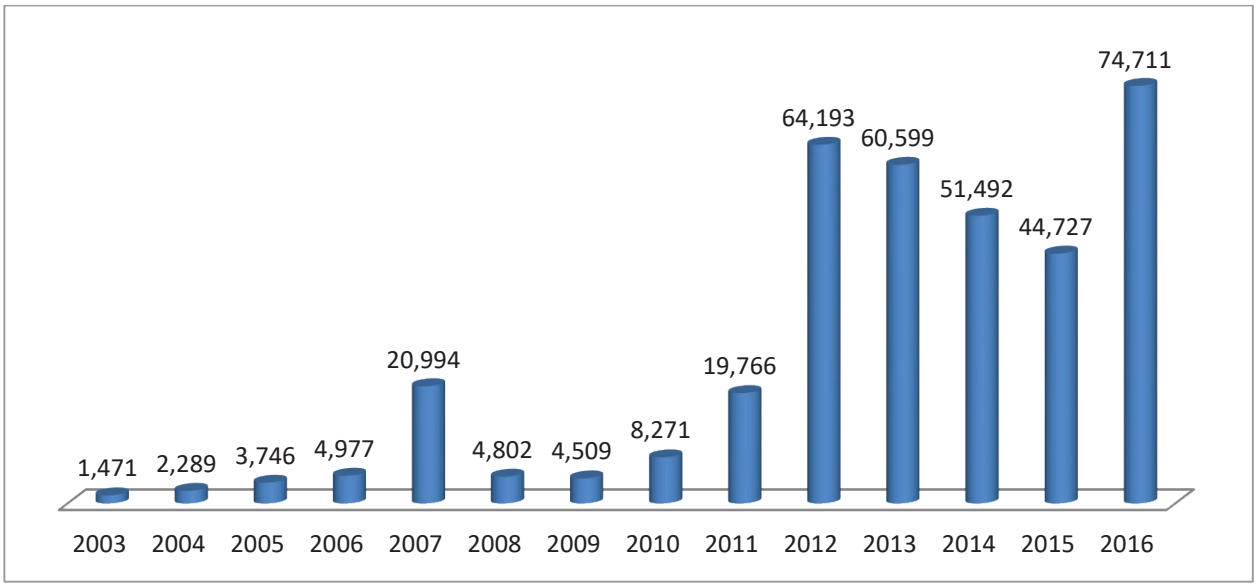


نمودار شماره ۲۰- صکوک منتشره داخلی بر اساس نوع ساختار از منظر نوع ناشران- ارقام بر اساس میلیون دلار

۵,۷ وضعیت صکوک در دست دارندگان اوراق[۳۷]

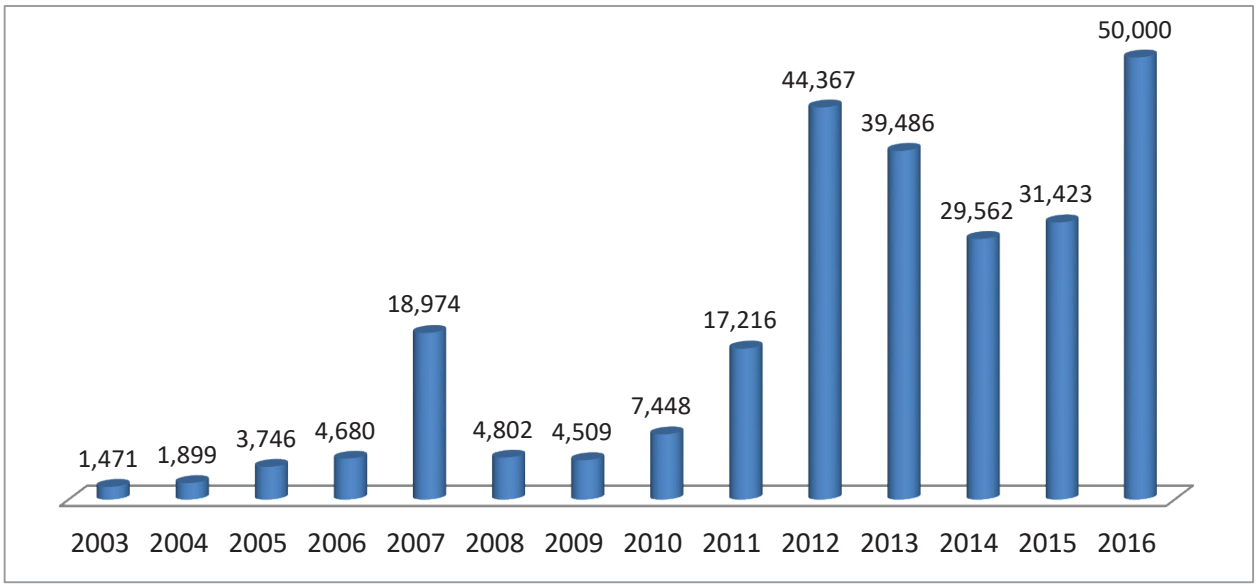
صکوک منتشره در دست دارندگان اوراق در سال ۲۰۱۶، به ۳۶۷ بیلیون دلار رسید که نسبت به سال ۲۰۱۵ (۳۲۱ بیلیون دلار) افزایش یافته است. این امر نشان‌دهنده علاقه‌مندی سرمایه‌گذاران به بازار صکوک است. یکی دیگر از واقعیت‌های جالب این است که حجم بازار صکوک کوتاه‌مدت دارای تعادل و ثبات نسبی بوده، درحالی‌که سهم صکوک بلندمدت به‌خصوص از سال ۲۰۱۵ در حال افزایش بوده است.

نمودارهای ۲۱، ۲۲ و ۲۳ تصویر روشنی از صکوک منتشره در دست دارندگان اوراق _از منظر جهانی، داخلی و بین‌المللی_ نمایش می‌دهد. لازم به ذکر است که حجم اوراق منتشره داخلی مربوط به گذشته به‌خصوص اوراق یک‌ساله یا کمتر از یک‌ساله‌ای که سررسید آن‌ها در سال ۲۰۱۵ بوده است، کاهش یافته است.

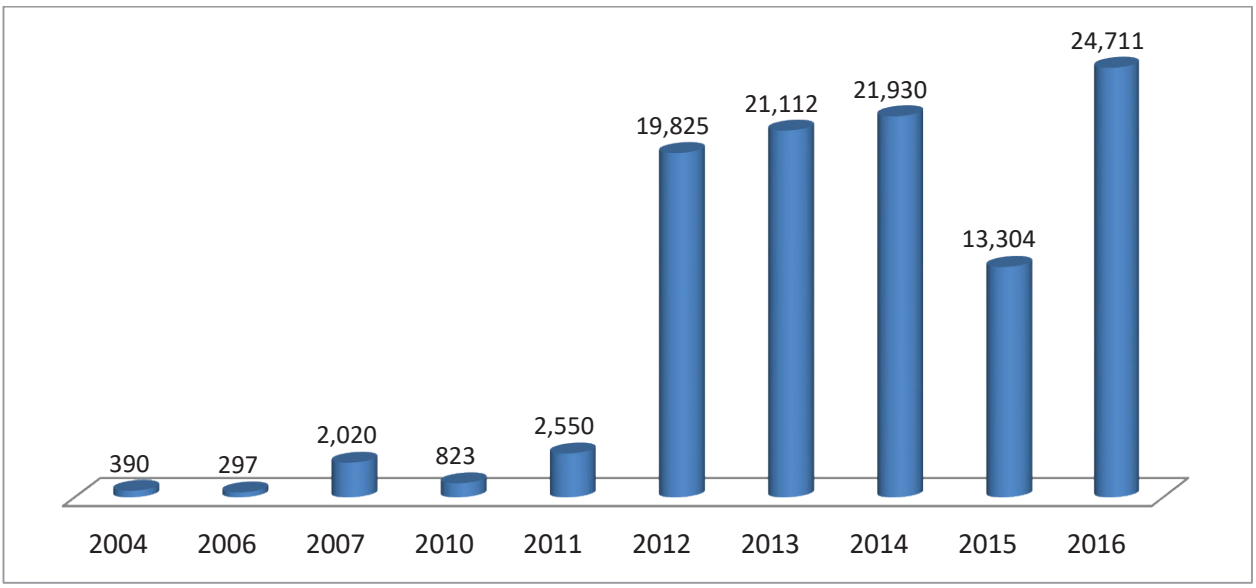


نمودار ۲۱- مجموع صکوک جهانی منتشره در دست دارندگان اوراق (ارقام بر اساس میلیون دلار)

[۳۷] Outstanding Sukuk.

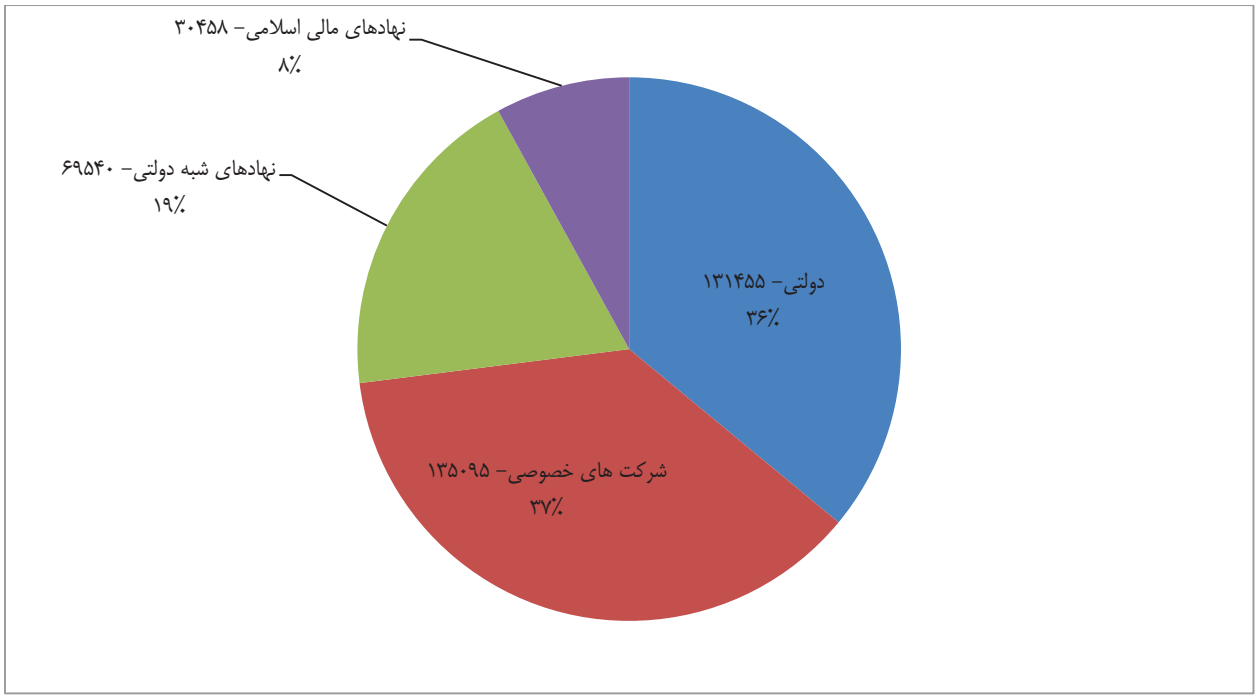


نمودار ۲۲- مجموع صکوک منتشره داخلی در دست دارندگان اوراق (ارقام بر اساس میلیون دلار)



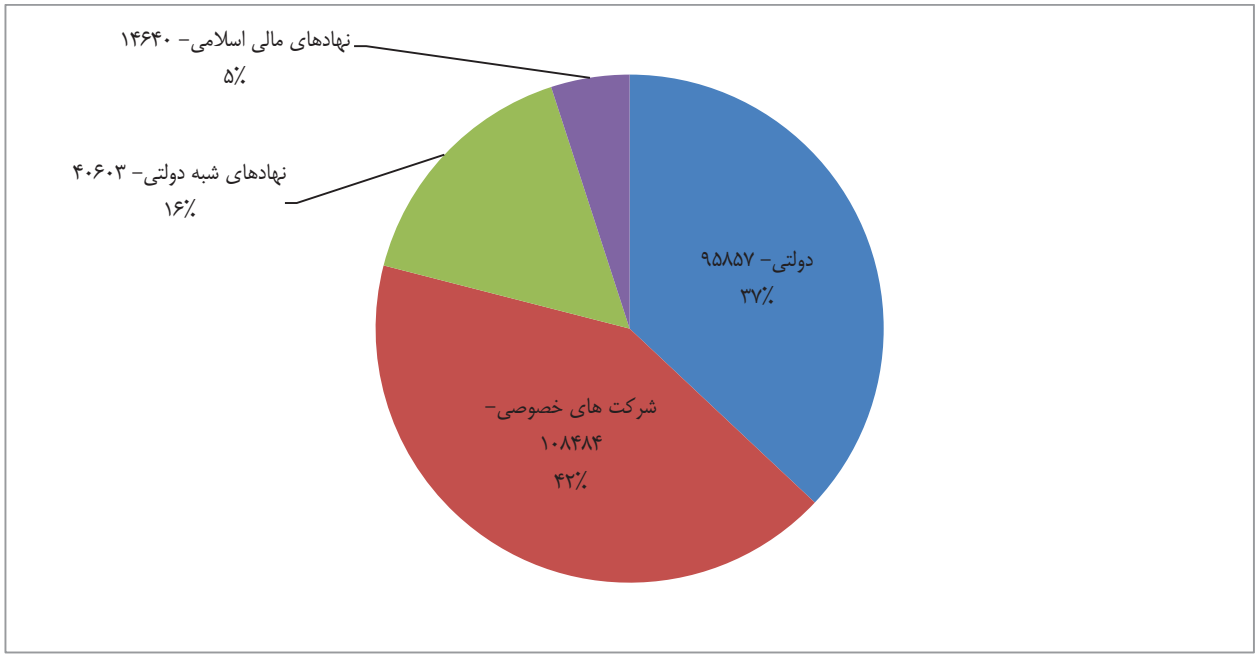
نمودار ۲۳- مجموع صکوک بین‌المللی در دست دارندگان اوراق (ارقام بر اساس میلیون دلار)

مطابق نمودار ۲۴، با در نظر گرفتن تمام انتشارهای صورت گرفته، صکوک جهانی منتشره در دست دارندگان اوراق به ترتیب با نسبت‌های ۰/۳۶، ۰/۱۹، ۰/۳۷ و ۰/۰۸ بین دولت، نهادهای شبه‌دولتی، شرکت‌های خصوصی و نهادهای مالی اسلامی توزیع شده است.



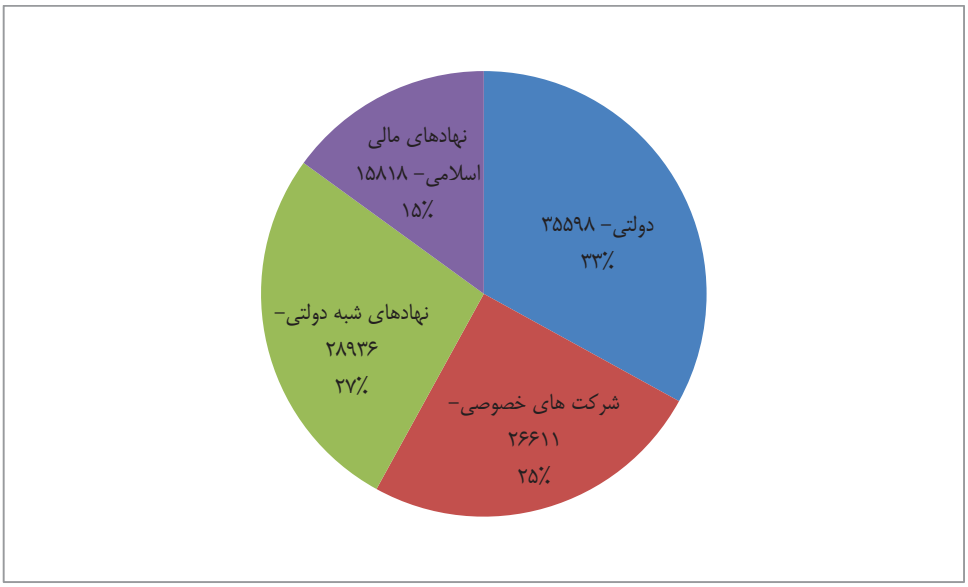
نمودار ۲۴- مجموع صکوک جهانی منتشره در دست دارندگان اوراق از منظر نوع ناشر (ارقام بر اساس میلیون دلار)

همچنین بر اساس نمودار ۲۵، صکوک منتشره داخلی در دست دارندگان اوراق به ترتیب با نسبت‌های ۰/۳۷، ۰/۱۶، ۰/۴۲ و ۰/۰۵ بین دولت، نهادهای شبه‌دولتی، شرکت‌های خصوصی و نهادهای مالی اسلامی توزیع شده است.



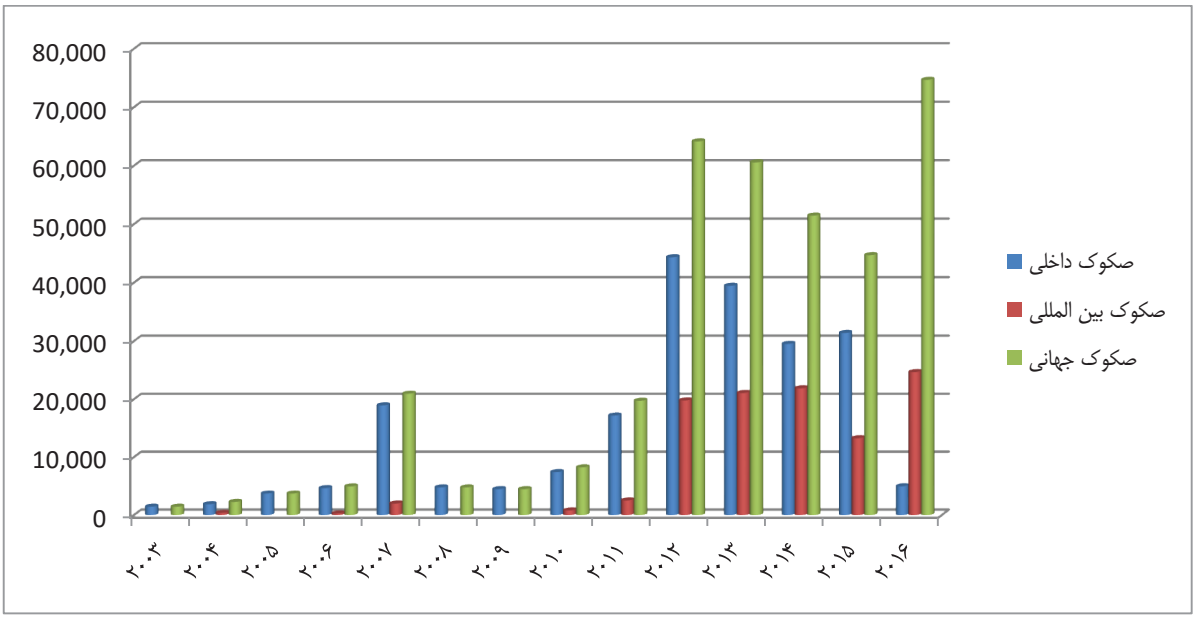
نمودار ۲۵- مجموع صکوک داخلی در دست دارندگان اوراق از منظر نوع ناشر (ارقام بر اساس میلیون دلار)

بر اساس نمودار ۲۶، صکوک منتشره بین‌المللی در دست دارندگان اوراق به ترتیب با نسبت‌های ۰/۳۳، ۰/۲۷، ۰/۲۵ و ۰/۱۵ بین دولت، نهادهای شبه‌دولتی، شرکت‌های خصوصی و نهادهای مالی اسلامی توزیع شده است.



نمودار ۲۶- مجموع صکوک بین‌المللی در دست دارندگان اوراق از منظر نوع ناشر (ارقام بر اساس میلیون دلار)

در نمودار شماره ۲۷ به‌صورت مقایسه‌ای آمار صکوک منتشره جهانی و به تفکیک داخلی و بین‌المللی ذکر شده است.



نمودار ۲۷- حجم صکوک منتشره در دست دارندگان اوراق به تفکیک جهانی، داخلی و بین‌المللی (بر اساس میلیون دلار)

تحلیل وضعیت

بازار صکوک در ایران

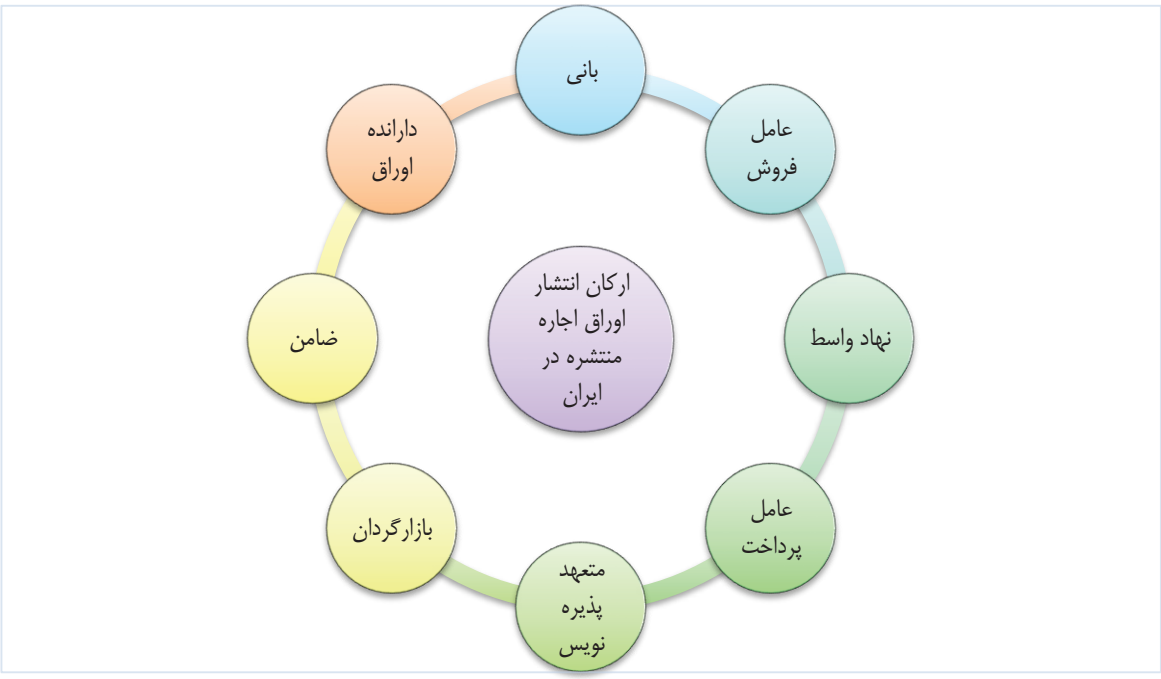
۶ مقدمه

در ایران، با اعلام ممنوعیت انتشار اوراق قرضه در شهریور ۱۳۶۲، فقدانی در ابزارهای مالی احساس گردید و در پی آن کارشناسان فقهی و مالی به طراحی ابزارهای مالی اسلامی جدیدی پرداختند که به انتشار نخستین اوراق مشارکت در سال ۱۳۷۳ منتهی شد. تعدد مقررات ناظر بر انتشار اوراق مشارکت موجب گردید تا سرانجام در مهرماه ۱۳۷۶ «قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت» به تصویب مجلس شورای اسلامی رسید.

پس از تصویب قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید در آذرماه ۱۳۸۸ زمینه برای طراحی و انتشار ساختارهای متنوع صکوک فراهم شد و در سال ۱۳۸۹ دومین ساختار صکوک بانام اوراق اجاره جهت تأمین نقدینگی شرکت ماهان به مبلغ ۲۹ میلیارد تومان منتشر گردید. از سال ۸۹ تاکنون ساختارهای متنوعی از صکوک شامل اوراق مرابحه، سفارش ساخت، سلف و ... منتشر شده است که در این بخش آمار انتشار آن‌ها در ایران به تفکیک ساختار، نوع ناشر، سررسید و ... مورد بررسی قرار می‌گیرد.

۷ ارکان انتشار صکوک در ایران

همان‌طور که در نمودار شماره ۲۸ نمایان است، ارکان مختلفی در ساختار انتشار صکوک در ایران مشارکت دارند که عبارت‌اند از:



نمودار ۲۸- ارکان انتشار اوراق بهادار اسلامی (صکوک)

۷,۱ بانی

شخص حقوقی است که نهاد واسط برای تأمین مالی وی در قالب عقود اسلامی، اقدام به انتشار اوراق بهادار اسلامی می‌نماید.

۷,۲ نهاد واسط (ناشر)

نهاد واسط طبق تعریف بند (د) ماده یک قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید، «یکی از نهادهای مالی موضوع قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران است که می‌تواند با انجام معاملات موضوع عقود اسلامی نسبت به تأمین مالی از طریق انتشار اوراق بهادار اقدام نماید». این تعریف در بردارنده موضوع نهاد واسط است که در اساسنامه این نهاد بیان گردیده است. شخص بانی که قصد دارد به‌منظور تأمین مالی خویش اوراق بهادار منتشر نماید، باید تنها از طریق نهاد واسط به امر انتشار اوراق اقدام نماید.

نهاد واسط بر اساس الگویی که به‌موجب مقررات تنظیم یافته است نقش وکالتی دوجانبه ایفا می‌نماید. از یک‌سو نسبت به برخی امور وکیل بانی است و در انجام پاره‌ای امور دیگر وکیل دارندگان اوراق است.

۷,۳ ضامن

یکی از ارکان اوراق بهادار اسلامی (صکوک) ضامن است. ضامن به‌عنوان عامل تضمین‌کننده سرمایه و سود دارندگان اوراق بهادار عمل می‌نماید (دستورالعمل انتشار اوراق اجاره، ۱۳۸۹، بند و ماده یک). رتبه‌بندی اعتباری عامل تعیین‌کننده وجود یا عدم وجود ضامن است. درصورتی‌که شرکتی رتبه اعتباری داشته باشد، مطابق دستورالعمل انتشار اوراق، وجود ضامن الزامی نخواهد بود.

تبصره ۱ ماده ۵ دستورالعمل انتشار اوراق بهادار اجاره مقرر می‌دارد، ضامن باید مستقل از بانی باشد. ضامن باید ملائت لازم برای امر ضمانت را داشته باشد. ماده ۵ دستورالعمل انتشار اوراق بهادار اجاره تنها مؤسسات و نهادهای مالی ازجمله بانک‌ها، مؤسسات مالی و اعتباری تحت نظارت بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، بیمه‌ها و شرکت‌های تأمین سرمایه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و ... را در نقش ضامن می‌پذیرد.

۷,۴ دارنده اوراق

حق عمده‌ای که در اوراق بهادار اسلامی برای دارنده اوراق فراهم می‌آید، حق دریافت سود و اصل اوراق در سررسیدهای تعیین شده است. برای تضمین این حق، نهاد واسط شیوه‌هایی چون تعیین ضامن و بیمه دارایی را در نظر گرفته و با انعقاد قرارداد ضمانت و الزام به بیمه دارایی از سوی بانی، این حق را تضمین می‌نماید.

۷,۵ عامل فروش

عامل فروش در اوراق بهادار اسلامی شخص حقوقی است که نسبت به عرضهٔ اوراق از طرف ناشر برای فروش اقدام می‌نماید و واسطه بین ناشر اوراق یعنی نهاد واسط و خریداران اوراق یعنی سرمایه‌گذاران است (دستورالعمل انتشار اوراق اجاره، بند (ز) ماده یک). این رکن از بین بانک‌ها یا مؤسسات مالی و اعتباری تحت نظارت بانک مرکزی و شرکت‌های تأمین سرمایه، شرکت‌های کارگزاری بورس اوراق بهادار تهران یا فرابورس ایران تعیین می‌گردد (ماده ۷ دستورالعمل انتشار اوراق اجاره).

مطابق بند ۲۷ ماده یک قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، عامل فروش زمانی در واگذاری اوراق دخالت می‌کند که انتشار اوراق به‌صورت عرضه عمومی باشد.

ازلحاظ حقوقی نهاد واسط امر فروش اوراق بهادار را به‌صورت توکیل در وکالت به عامل فروش واگذار می‌کند. اگرچه قرارداد عاملیت فروش بین نهاد واسط و عامل فروش منعقد می‌شود اما بانی وظیفه پرداخت حق‌الزحمه عامل فروش را بر عهده داشته و این امر حضور بانی را در این قرارداد توجیه می‌نماید.

۷,۶ عامل پرداخت

شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه، عامل پرداخت در اوراق بهادار اسلامی است. این نهاد برای پرداخت سود و اصل اوراق بهادار، قراردادی تحت عنوان «قرارداد عاملیت پرداخت» با نهاد واسط منعقد می‌کند.

۷,۷ متعهد پذیره‌نویس

پذیره‌نویسی، فرآیند خرید اوراق بهادار از ناشر و یا نماینده قانونی آن و تعهد پرداخت وجه کامل آن طبق قرارداد است (قانون بازار اوراق بهادار، بند ۲۸، ماده یک) و تعهد پذیره‌نویسی تعهد شخص ثالث برای خرید اوراق بهاداری است که ظرف مهلت «پذیره‌نویسی» به فروش نرسد.

متعهد پذیره‌نویس توسط بانی معرفی و در صورت کفایت سرمایه با تأیید سازمان انتخاب می‌گردد (دستورالعمل انتشار اوراق اجاره مصوب ۱،۳۸۹، ماده ۱۰). یکی از کسانی که می‌تواند به‌عنوان متعهد پذیره‌نویسی انجام وظیفه کند شرکت تأمین سرمایه است که قانون‌گذار در بند ۱۸ ماده یک قانون بازار اوراق بهادار به این وظیفه شرکت تأمین سرمایه اشاره می‌کند.

۷,۸ بازارگردان

یکی دیگر از ارکان اوراق بهادار اسلامی بازارگردان است. بازارگردان، کارگزار معامله‌گر یا شرکت تأمین سرمایه‌ای است که با اخذ مجوز لازم با تعهد به افزایش نقد شوندگی و تنظیم عرضه و تقاضای اوراق و تحدید دامنه نوسان قیمت آن، به دادوستد آن اوراق

می‌پردازد. بازارگردان اوراق توسط بانی معرفی و در صورت کفایت سرمایه با تأیید سازمان انتخاب می‌گردد (دستورالعمل انتشـار اوراق اجاره، ۱،۳۸۹، ماده ۹).

۸ مراحل انتشار اوراق بهادار اسلامی در ایران

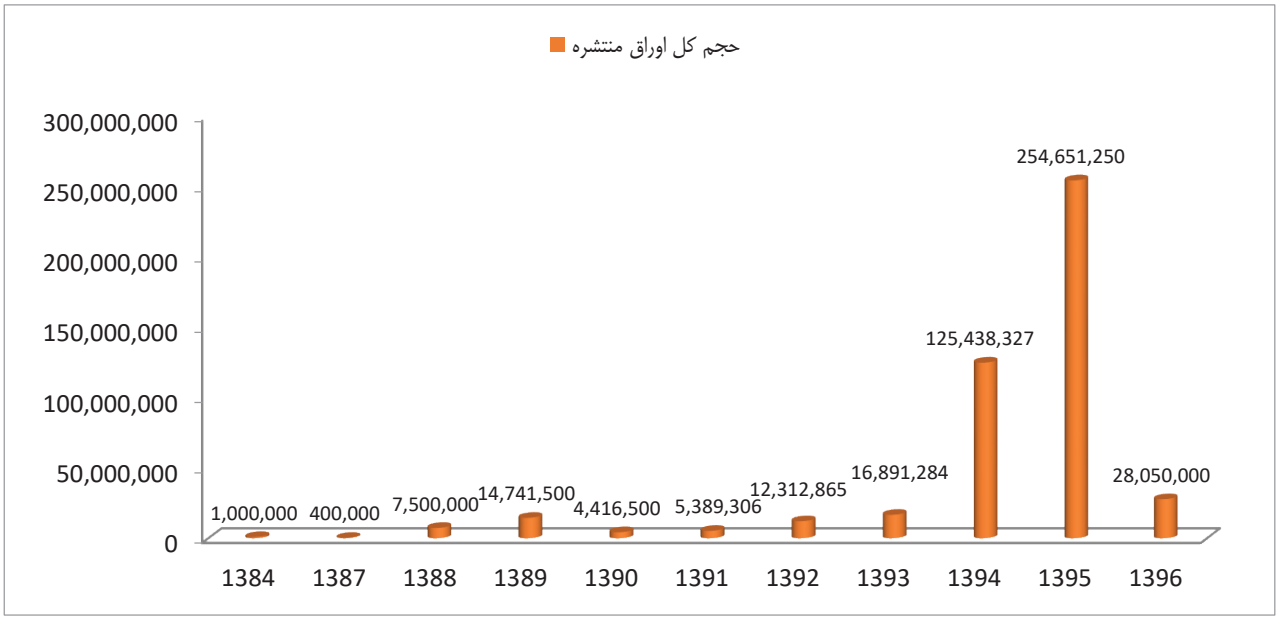
مراحل انتشار اوراق بهادار اسلامی بدین‌صورت است که ابتدا بانی (شرکت تأمین مالی شونده)، برای تأمین مالی خود به مشاور عرضه مراجعه کرده و پس از احراز شرایط اولیه موردنیاز جهت انتشار اوراق بهادار، موافقت اصولی از سوی سازمان بورس و اوراق بهادار صادر می‌شود. صدور موافقت اصولی از سوی سازمان بورس و اوراق بهادار، منوط به تخصیص نهاد واسط از سوی شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه است. شرکت واسط مالی بعد از کسب مجوزهای لازم، اوراق بهادار را منتشر نموده و وجوه حاصل از انتشار اوراق را جمع‌آوری می‌کند. سپس وجوه جمع‌آوری‌شده را به وکالت از طرف دارندگان اوراق، متناسب با ماهیت اوراق در مورد خاصی که در قرارداد آمده است، بکار می‌گیرد. برای مثال، در اوراق اجاره، نهاد واسط مالی اوراق اجاره را منتشر نموده و وجوه حاصل از انتشار اوراق را به وکالت از طرف سرمایه‌گذاران، صرف خرید دارایی‌ها از بانی/فروشنده دارایی می‌نماید و به‌صورت اجاره به‌شرط تملیک به وی اجاره می‌دهد یا در پایان سررسید، دارایی را به فروش رسانده و وجوه را بین دارندگان اوراق توزیع می‌کند.(بانی و فروشنده دارایی می‌توانند یک شخص باشند). یا در اوراق مرابحه، نهاد واسط مالی پس از جمع‌آوری وجوه از سرمایه‌گذاران، منابع مالی جمع‌آوری شده را به وکالت از طرف سرمایه‌گذاران صرف خرید دارایی‌های موردنیاز بانی می‌کند و به بانی با قیمتی بالاتر به‌صورت اقساطی می‌فروشد.

در شکل شماره ۳ فرآیند انتشار صکوک با جزئیات بیشتر نشان داده شده است:

شکل شماره ۳. فرآیند انتشار صکوک

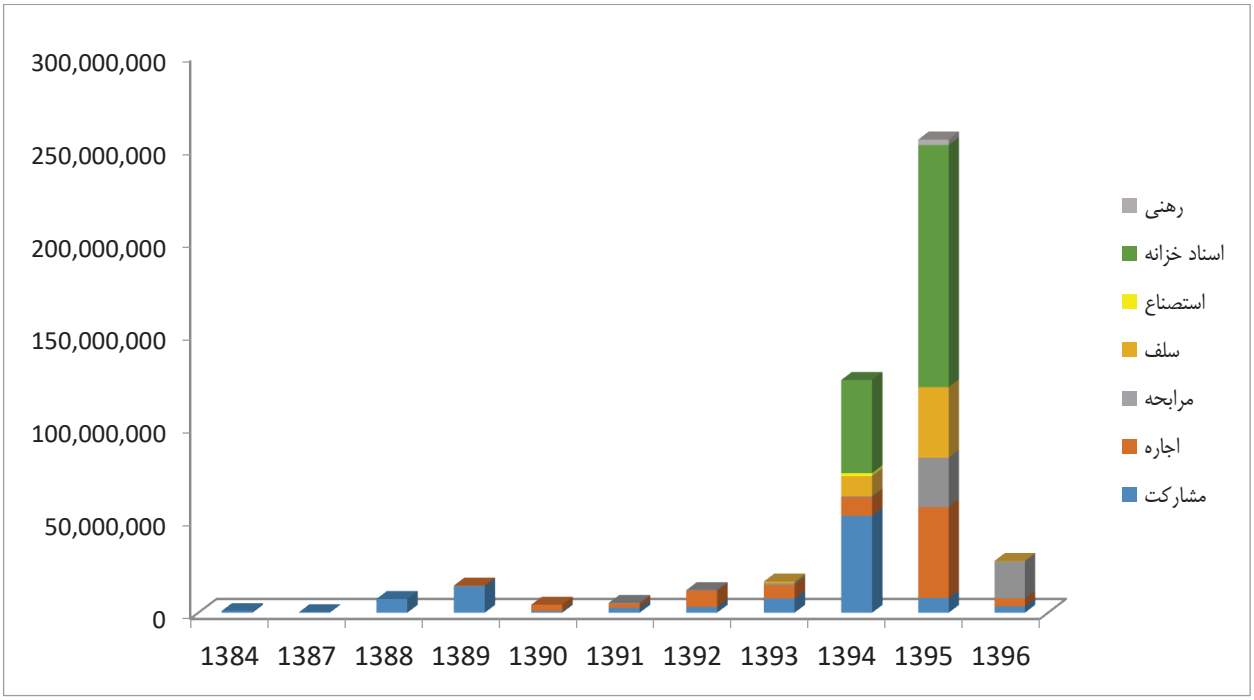
۹ نمای کلی بازار صکوک در ایران

مجموع صکوک منتشره تا شهریورماه ۱۳۹۶، بالغ بر ۴۷۰ هزار میلیارد ریال بوده است. همان‌طور که در نمودار شماره ۲۹ نشان داده شده است، انتشار صکوک از حدود ۱۶/۹ هزار میلیارد ریال در سال ۱۳۹۳، به بیش از ۱۲۵ هزار میلیارد ریال در سال ۱۳۹۴ و بیش از ۲۵۴ هزار میلیارد ریال در سال ۱۳۹۵ رسیده است که نشان از رشد اوراق بهادار اسلامی در بازار سرمایه ایران دارد. لازم به ذکر است که این افزایش حجم انتشار طی سال‌های ۱۳۹۴ و ۱۳۹۵، مرهون انتشار اسناد خزانه اسلامی بوده است.



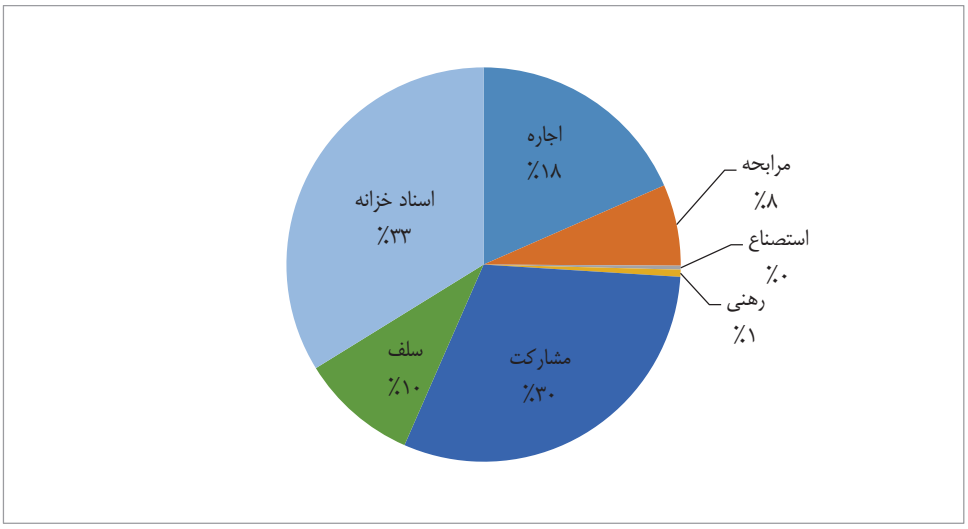
نمودار ۲۹- مجموع صکوک منتشره (از ابتدا تا شهریورماه ۱۳۹۶)- ارقام بر اساس میلیون ریال

نمودار شماره ۳۰، مجموع صکوک منتشره را در هر سال تا شهریورماه ۱۳۹۶ به تفکیک ساختار نمایش می‌دهد. همان‌طور که در نمودار زیر نشان داده شده است؛ از سال ۸۴ تا ۸۸، حجم صکوک منتشره را تنها اوراق مشارکت به خود اختصاص داده، حال آنکه در سال‌های بعد، سایر اوراق ازجمله اوراق اجاره، مرابحه، استصناع، اسناد خزانه اسلامی، اوراق رهنی و سلف موازی استاندارد نیز در بازار سرمایه ایران مورد معامله قرار گرفته و این مسئله نشان‌دهنده تنوع ابزارهای مالی اسلامی در بازار سرمایه ایران است.

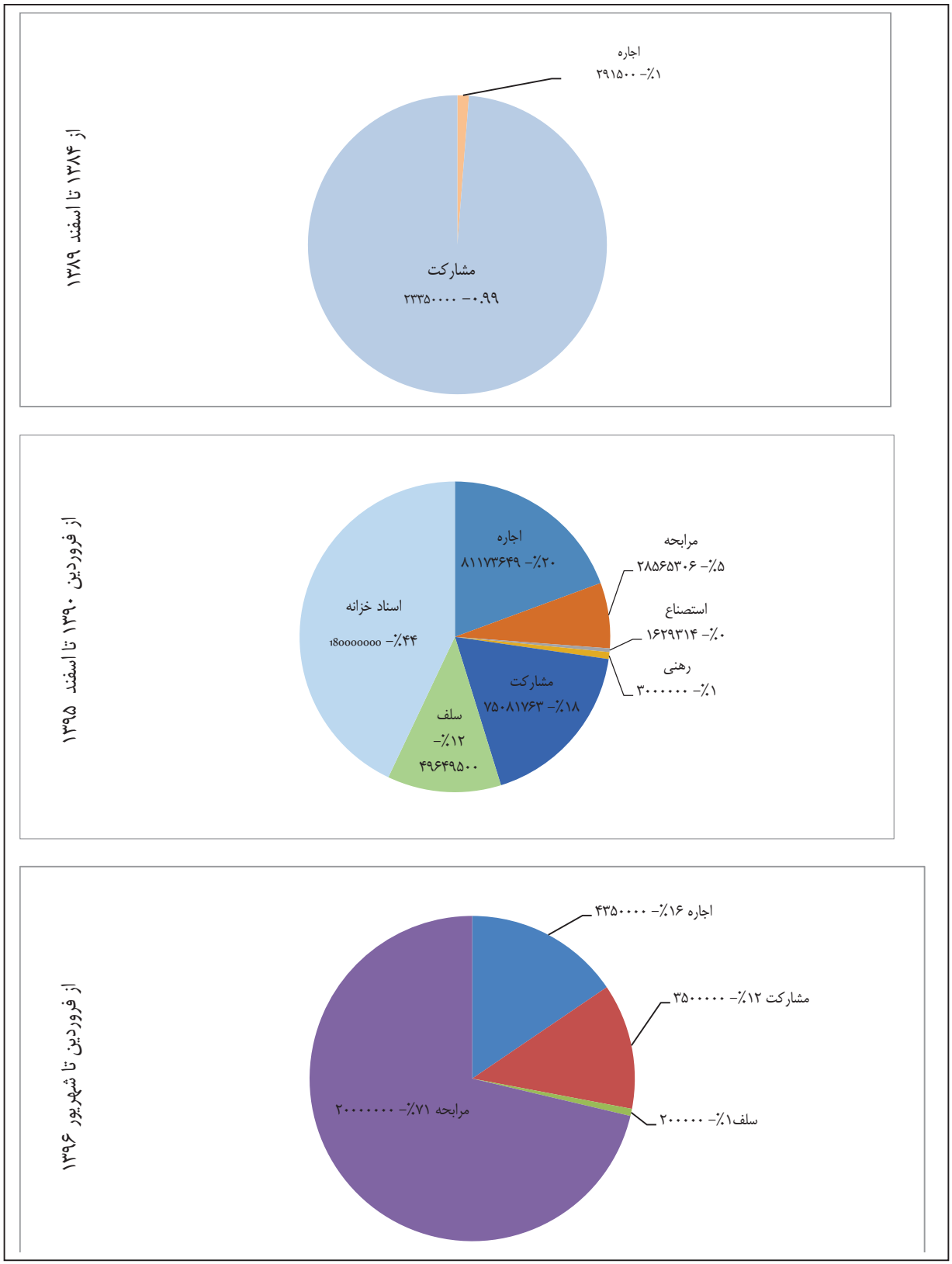


نمودار ۳۰- مجموع صکوک منتشره در هرسال تا شهریورماه ۱۳۹۶، به تفکیک ساختار- ارقام بر اساس میلیون ریال

نمودار شماره ۳۱ نشان می‌دهد که ساختار اسناد خزانه اسلامی در میان دیگر ساختارها بیشترین حجم انتشار را به خود اختصاص داده است. بااین‌وجود، صکوک‌های دیگر از قبیل مشارکت، اجاره، سلف و مرابحه نیز از محبوبیت قابل توجهی برخوردار بوده‌اند. همچنین نمودار شماره ۳۲، حجم انتشار صکوک مختلف را طی سالیان مختلف نشان می‌دهد.

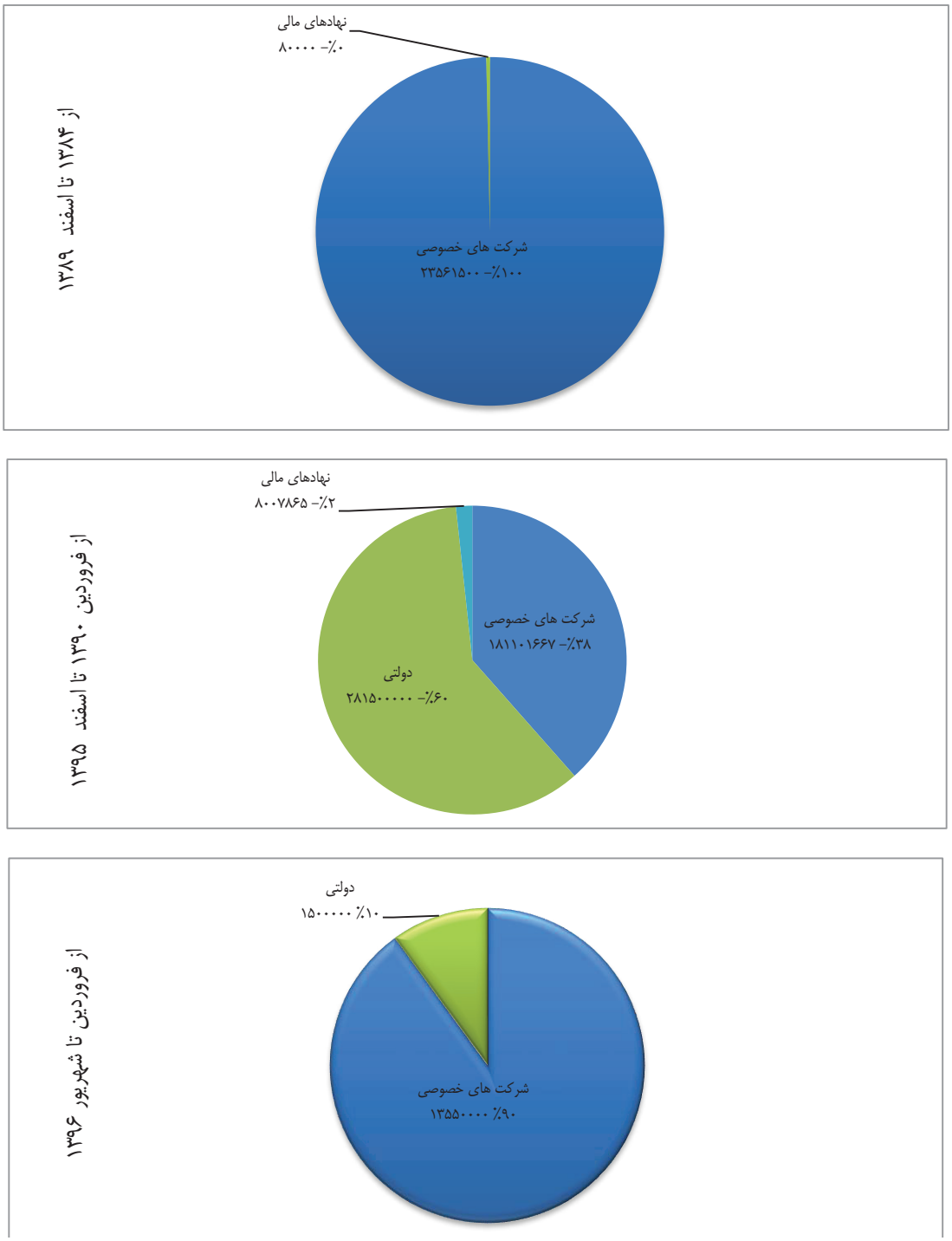


نمودار ۳۱- حجم کل اوراق منتشره (از سال ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۶) به تفکیک ساختار

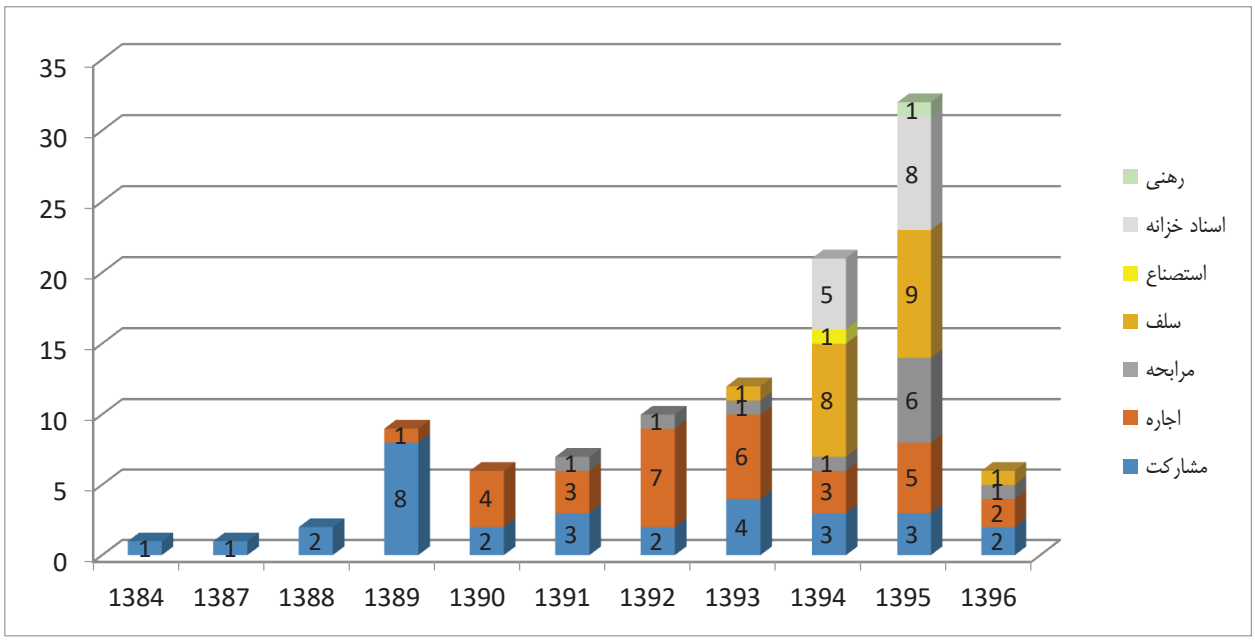


نمودار ۳۲- حجم صکوک منتشرشده بر اساس نوع ساختار - ارقام بر اساس میلیون ریال

نمودارهای شماره ۳۳، انتشار صکوک را از طریق دولت، شرکت‌های خصوصی و نهادهای مالی اسلامی از سال ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۶ نمایش می‌دهد.

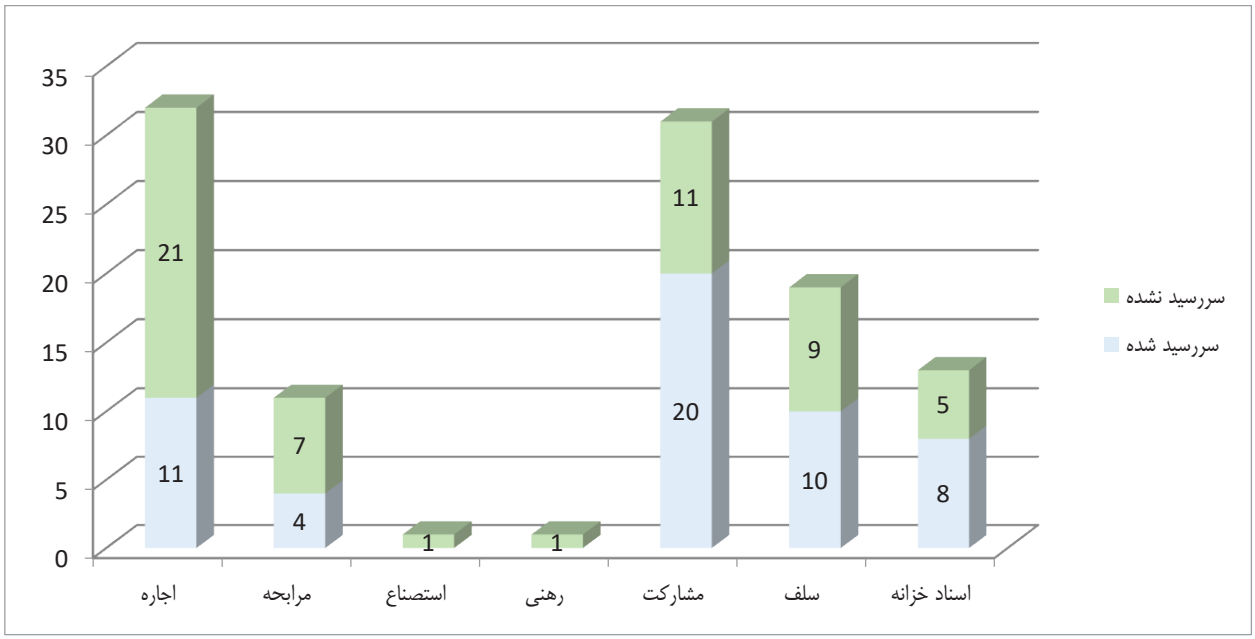


نمودار ۳۳ – صکوک منتشرشده بر اساس نوع ناشر _ ارقام بر اساس میلیون ریال



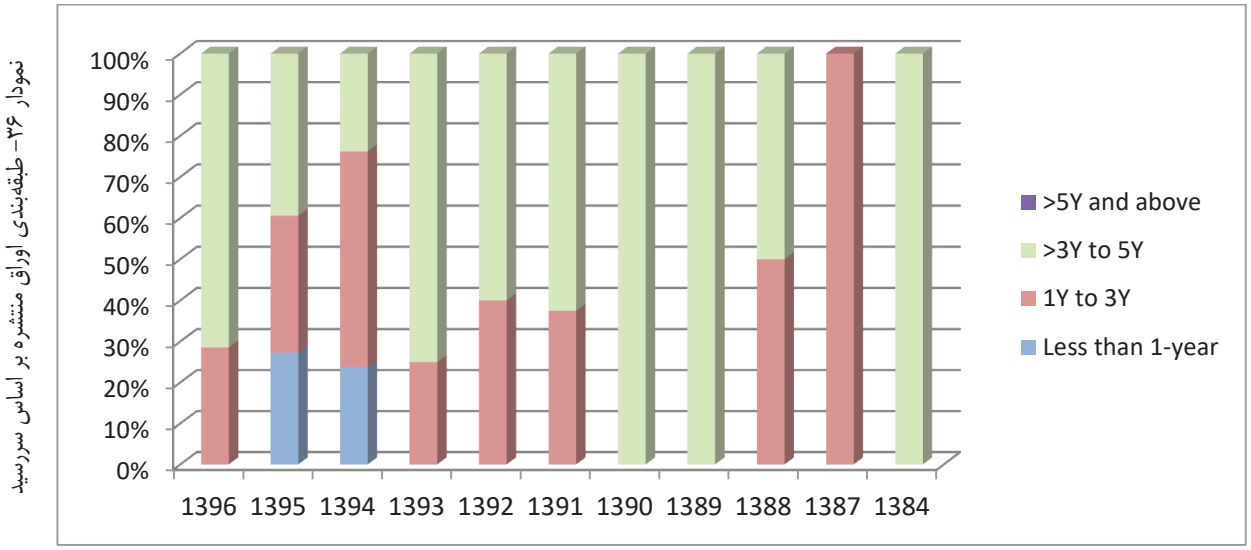
نمودار ۳۴- تعداد صکوک منتشره به تفکیک ساختار و سال انتشار از ابتدای ۱۳۸۴ تا شهریور ۱۳۹۶

نمودار شماره ۳۴ تعداد صکوک منتشره طی سالیان مختلف را به تفکیک ساختار نمایش می‌دهد. همچنین در نمودار شماره ۳۵ تعداد اوراق سررسید شده و نشده به تفکیک ساختار نمایش داده شده است.



نمودار ۳۵- تعداد اوراق سررسید شده/نشده بر اساس نوع ساختار از ابتدا تا شهریور ۱۳۹۶

نمودار شماره ۳۶ طبقه‌بندی اوراق منتشره را بر اساس مدت سررسید نشان می‌دهد.



در ادامه در جدول‌های زیر آمار و مشخصات اوراق منتشره تا کنون شامل اوراق اجاره، مرابحه، استصناع، رهنی، مشارکت و اسناد خزانه اسلامی از ابتدا تاکنون ذکر شده است.

جدول ۴- آمار صکوک اجاره منتشره از ابتدا تا شهریورماه ۱۳۹۶ (ارقام برحسب میلیون ریال/ میلیون دلار)

ردیف	بانی	نوع ناشر	تاریخ انتشار	سررسید شده/نشده	مبلغ انتشار(ریال)	مبلغ انتشار (دلار)
۱	شرکت ماهان	خصوصی	۱۳۸۹	سررسید شده	۲۹۱،۵۰۰	۲۸
۲	بانک سامان	نهادهای مالی	۱۳۹۰	سررسید شده	۱،۰۰۰،۰۰۰	۸۵
۳	مدیریت سرمایه‌گذاری امید	خصوصی	۱۳۹۰	سررسید شده	۱،۰۸۷،۰۰۰	۱۰۳
۴	شرکت ماهان	خصوصی	۱۳۹۰	سررسید شده	۹۱۴،۲۵۰	۸۶
۵	جوپار	خصوصی	۱۳۹۰	سررسید شده	۴۱۵،۲۵۰	۳۷
۶	سرمایه‌گذاری مسکن	خصوصی	۱۳۹۱	سررسید شده	۲۳۸،۰۰۰	۱۹
۷	لیزینگ جامع سینا	نهادهای مالی	۱۳۹۱	سررسید شده	۱۰۰،۰۰۰	۸
۸	لیزینگ رایان سایپا	نهادهای مالی	۱۳۹۲	سررسید شده	۲۲۷،۸۶۵	۱۹
۹	مپنا	خصوصی	۱۳۹۱	سررسید شده	۲،۰۰۰،۰۰۰	۸۱
۱۰	نفت پارس	خصوصی	۱۳۹۲	سررسید شده	۱،۰۴۰،۰۰۰	۴۲
۱۱	دانا پتروریگ کیش	خصوصی	۱۳۹۲	سررسید نشده	۷۷۵،۰۰۰	۳۱
۱۲	چادرملو	خصوصی	۱۳۹۲	سررسید نشده	۱،۵۰۰،۰۰۰	۶۰
۱۳	رایتل	خصوصی	۱۳۹۲	سررسید نشده	۳،۰۰۰،۰۰۰	۱۲۱
۱۴	بوتان	خصوصی	۱۳۹۳	سررسید نشده	۹۲۸،۶۰۰	۳۶
۱۵	مپنا	خصوصی	۱۳۹۲	سررسید نشده	۱،۹۷۰،۰۰۰	۷۹
۱۶	واسپاری سپهر صادرات	نهادهای مالی	۱۳۹۲	سررسید شده	۴۰۰،۰۰۰	۱۶
۱۷	قائد بصیر	خصوصی	۱۳۹۳	سررسید نشده	۵۰۰،۰۰۰	۲۰
۱۸	فولاد کاوه	خصوصی	۱۳۹۳	سررسید نشده	۲،۰۰۰،۰۰۰	۷۵
۱۹	کاشی پرسپولیس	خصوصی	۱۳۹۳	سررسید نشده	۳۰۰،۰۰۰	۱۱
۲۰	پتروامید اسیا	خصوصی	۱۳۹۳	سررسید نشده	۵۲۹،۱۸۴	۱۹
۲۱	رایتل	خصوصی	۱۳۹۳	سررسید نشده	۳،۰۰۰،۰۰۰	۱۰۷
۲۲	جوپار	خصوصی	۱۳۹۵	سررسید نشده	۵۱۸،۵۰۰	۱۷
۲۳	مخابرات ایران	خصوصی	۱۳۹۴	سررسید نشده	۴،۵۰۰،۰۰۰	۱۵۳
۲۴	دانا پتروریگ کیش	خصوصی	۱۳۹۴	سررسید نشده	۶۵۰،۰۰۰	۲۲
۲۵	اوراق اجاره دولتی	دولتی	۱۳۹۴	سررسید نشده	۵،۰۰۰،۰۰۰	۱۶۵
۲۶	رایتل	خصوصی	۱۳۹۵	سررسید نشده	۲،۰۰۰،۰۰۰	۶۶
۲۷	ماهان	خصوصی	۱۳۹۵	سررسید نشده	۲،۱۰۰،۰۰۰	۶۹
۲۸	لوتوس پارسیان	نهادهای مالی	۱۳۹۵	سررسید نشده	۴۸۰،۰۰۰	۱۵
۲۹	وزارت علوم	دولتی	۱۳۹۵	سررسید نشده	۴،۰۰۰،۰۰۰	۱۲۳
۳۰	وزارت امور اقتصادی و دارایی	دولتی	۱۳۹۵	سررسید نشده	۴۰،۰۰۰،۰۰۰	۱۲۳۶
۳۱	بازرگانی سایپا یدک	خصوصی	۱۳۹۶	سررسید نشده	۸۵۰،۰۰۰	۲۶
۳۲	سایپا	خصوصی	۱۳۹۶	سررسید نشده	۳،۵۰۰،۰۰۰	۱۰۸
مجموع کل اوراق اجاره منتشر شده	۸۵،۸۱۵،۱۴۹ (میلیون ریال)					
	۳،۰۸۵ (میلیون دلار)					

جدول ۵- آمار صکوک مرابحه منتشره از ابتدا تا شهریورماه ۱۳۹۶ (ارقام بر اساس میلیون ریال/ میلیون دلار)

ردیف	بانی	نوع ناشر	تاریخ انتشار	سررسید شده/ نشده	مبلغ انتشار	مبلغ انتشار
۱	بوتان	خصوصی	۱۳۹۱	سررسید شده	۳۰۱،۳۰۶	۱۲
۲	گلوکوزان	خصوصی	۱۳۹۲	سررسید شده	۲۰۰،۰۰۰	۸
۳	مگاموتور	خصوصی	۱۳۹۳	سررسید شده	۱،۰۰۰،۰۰۰	۳۷
۴	بناگسترکرانه	خصوصی	۱۳۹۴	سررسید شده	۵۰۰،۰۰۰	۱۷
۵	سیمان شرق	خصوصی	۱۳۹۵	سررسید نشده	۶۴،۰۰۰	۲
۶	فولاد مبارکه اصفهان	خصوصی	۱۳۹۵	سررسید نشده	۱،۰۰۰،۰۰۰	۳۲
۷	شرکت مادرتخصصی بازرگانی دولتی ایران	دولتی	۱۳۹۵	سررسید نشده	۱۰،۰۰۰،۰۰۰	۳۱۷
۸	سایپا	خصوصی	۱۳۹۵	سررسید نشده	۵،۰۰۰،۰۰۰	۱۵۶
۹	وزارت تعاون، کار و رفاه اجتماعی	دولتی	۱۳۹۵	سررسید نشده	۱۰،۰۰۰،۰۰۰	۳۰۹
۱۰	بناگسترکرانه	خصوصی	۱۳۹۵	سررسید نشده	۵۰۰،۰۰۰	۱۵
۱۱	وزارت امور اقتصادی و دارایی	دولتی	۱۳۹۶	سررسید نشده	۲۰،۰۰۰،۰۰۰	۶۰۰
۱۲	شرکت کرمان موتور	خصوصی	۱۳۹۶	سررسید نشده	۱،۰۰۰،۰۰۰	۲۸
۱۳	وزارت امور اقتصاد و دارایی	دولتی	۱۳۹۶	سررسید نشده	۱۷،۳۸۰،۰۰۰	۴۸۸
مجموع کل اوراق مرابحه منتشر شده	۴۸،۵۶۵،۳۰۶ (میلیون ریال)					
	۲،۰۲۱ (میلیون دلار)					

جدول ۶- آمار اوراق مشارکت منتشره از ابتدا تا شهریورماه ۱۳۹۶ (ارقام بر اساس میلیون ریال/ میلیون دلار)

ردیف	ناشر	نوع ناشر	تاریخ انتشار	سررسید شده/ نشده	مبلغ انتشار	مبلغ انتشار
۱	ایران خودرو	خصوصی	۱۳۸۴	سررسید شده	۱،۰۰۰،۰۰۰	۱۱۱
۲	رایان سایپا	خصوصی	۱۳۸۷	سررسید شده	۴۰۰،۰۰۰	۴۱
۳	پالایش نفت آبادان	خصوصی	۱۳۸۸	سررسید شده	۲،۵۰۰،۰۰۰	۲۵۱
۴	ایمیدرو	خصوصی	۱۳۸۸	سررسید شده	۵،۰۰۰،۰۰۰	۵۰۰
۵	لیزینگ ایران و شرق	نهادهای مالی	۱۳۸۹	سررسید شده	۸۰،۰۰۰	۸
۶	بین‌المللی توسعه ساختمان	خصوصی	۱۳۸۹	سررسید شده	۲۰۰،۰۰۰	۱۹
۷	تعاونی خاص کارکنان ایران	خصوصی	۱۳۸۹	سررسید شده	۱،۵۰۰،۰۰۰	۱۴۵
۸	میدکو	خصوصی	۱۳۸۹	سررسید شده	۲،۰۰۰،۰۰۰	۱۹۳
۹	پالایش نفت امام خمینی شازند	خصوصی	۱۳۸۹	سررسید شده	۳،۶۷۰،۰۰۰	۳۵۵
۱۰	پالایش نفت بندرعباس	خصوصی	۱۳۸۹	سررسید شده	۱،۵۰۰،۰۰۰	۱۴۵
۱۱	ایمیدرو	خصوصی	۱۳۸۹	سررسید شده	۵،۰۰۰،۰۰۰	۴۸۵
۱۲	پالایش نفت تهران	خصوصی	۱۳۸۹	سررسید شده	۵۰۰،۰۰۰	۴۸
۱۳	بین‌المللی توسعه ساختمان	خصوصی	۱۳۹۰	سررسید شده	۸۰۰،۰۰۰	۷۶
۱۴	گروه صنعتی بوتان	خصوصی	۱۳۹۰	سررسید شده	۲۰۰،۰۰۰	۱۸
۱۵	سایپا	خصوصی	۱۳۹۱	سررسید شده	۱،۵۰۰،۰۰۰	۱۲۲
۱۶	عمران و نوسازی مجد مشهد	خصوصی	۱۳۹۱	سررسید شده	۷۵۰،۰۰۰	۶۱
۱۷	سنگ آهن گهر زمین	خصوصی	۱۳۹۱	سررسید شده	۵۰۰،۰۰۰	۲۰
۱۸	میدکو	خصوصی	۱۳۹۲	سررسید شده	۳،۰۰۰،۰۰۰	۱۲۱
۱۹	سینا دارو	خصوصی	۱۳۹۲	سررسید شده	۲۰۰،۰۰۰	۸
۲۰	توسعه نفت و گاز پرشیا	خصوصی	۱۳۹۳	سررسید نشده	۲،۰۰۰،۰۰۰	۷۸
۲۱	میدکو	خصوصی	۱۳۹۳	سررسید نشده	۲،۰۰۰،۰۰۰	۷۸
۲۲	گل گهر	خصوصی	۱۳۹۳	سررسید شده	۳،۰۰۰،۰۰۰	۱۱۸
۲۳	لیزینگ رایان سایپا	نهادهای مالی	۱۳۹۳	سررسید نشده	۸۰۰،۰۰۰	۲۹
۲۴	سیمان کردستان	خصوصی	۱۳۹۴	سررسید نشده	۳۳۱،۷۶۳	۱۲
۲۵	سرمایه‌گذاری صندوق بازنشستگی کارکنان صنعت نفت	خصوصی	۱۳۹۴	سررسید نشده	۲،۰۰۰،۰۰۰	۶۶
۲۶	شرکت ملی نفت	خصوصی	۱۳۹۴	سررسید نشده	۵۰،۰۰۰،۰۰۰	۱۶۵۴
۲۷	شرکت لیزینگ امید	نهادهای مالی	۱۳۹۵	سررسید نشده	۱،۰۰۰،۰۰۰	۳۲
۲۸	شهرداری مشهد	دولتی	۱۳۹۵	سررسید نشده	۶،۰۰۰،۰۰۰	۱۸۵
۲۹	لیزینگ رایان سایپا	نهادهای مالی	۱۳۹۵	سررسید نشده	۱،۰۰۰،۰۰۰	۳۱
۳۰	پتروشیمی گچساران	خصوصی	۱۳۹۶	سررسید نشده	۲،۰۰۰،۰۰۰	۶۱
۳۱	شهرداری شیراز	شبه دولتی	۱۳۹۶	سررسید نشده	۱،۵۰۰،۰۰۰	۴۶
مجموع کل اوراق مشارکت منتشر شده	۱۰۱،۹۳۱،۷۶۳ (میلیون ریال)					
	۵،۱۱۹ (میلیون دلار)					

جدول ۷- آمار صکوک استصناع منتشره از ابتدا تا شهریورماه ۱۳۹۶ (ارقام بر اساس میلیون ریال/ میلیون دلار)

ردیف	بانی	نوع ناشر	تاریخ انتشار	سررسیدشده/ نشده	مبلغ انتشار	مبلغ انتشار
۱	شرکت صنعتی و معدنی توسعه ملی	خصوصی	۱۳۹۴	سررسید نشده	۱،۶۲۹،۳۱۴	۵۴
مجموع کل اوراق استصناع منتشر شده	۱،۶۲۹،۳۱۴ (میلیون ریال)					
	۵۴ (میلیون دلار)					

جدول۸ – آمار صکوک رهنی منتشره از ابتدا تا شهریورماه ۱۳۹۶ به شرح جدول زیر است: (ارقام بر اساس میلیون ریال/ میلیون دلار)

ردیف	بانی	نوع ناشر	تاریخ انتشار	سررسیدشده/ نشده	مبلغ انتشار	مبلغ انتشار
۱	بانک مسکن	نهادهای مالی	۱۳۹۵	سررسید نشده	۳،۰۰۰،۰۰۰	۹۷،۶۴
مجموع کل اوراق رهنی منتشر شده	۳،۰۰۰،۰۰۰ (میلیون ریال)					
	۹۷،۶۴ (میلیون دلار)					

جدول ۹– آمار اوراق سلف منتشره از ابتدا تا شهریورماه ۱۳۹۶ (ارقام بر اساس میلیون ریال/ میلیون دلار)

ردیف	نام اوراق	نوع ناشر	تاریخ انتشار	سررسیدشده/ نشده	مبلغ انتشار	مبلغ انتشار
۱	سلف موازی استاندارد سنگ آهن	خصوصی	۱۳۹۳	سررسید شده	۸۳۳،۵۰۰	۳۲
۲	سلف موازی استاندارد نفت کوره	خصوصی	۱۳۹۴	سررسید شده	۵،۰۰۰،۰۰۰	۱۶۸
۳	سلف استاندارد پی وی سی	خصوصی	۱۳۹۴	سررسید شده	۵۰۰،۰۰۰	۱۸
۴	سلف موازی سنگ آهن دانه‌بندی شده	خصوصی	۱۳۹۴	سررسید شده	۸۰۶،۰۰۰	۲۷
۵	سلف استاندارد سیمان سپاهان	خصوصی	۱۳۹۴	سررسید شده	۲۰۰،۰۰۰	۷
۶	سلف کنسانتره سنگ آهن گل گهر	خصوصی	۱۳۹۴	سررسید شده	۱،۱۲۱،۲۵۰	۳۷
۷	سلف موازی برق ماهتاب گستر	خصوصی	۱۳۹۴	سررسید شده	۲۰۰،۰۰۰	۷
۸	سلف استاندارد تیراهن	خصوصی	۱۳۹۴	سررسید شده	۱،۵۰۰،۰۰۰	۵۰
۹	سلف اوره پتروشیمی پردیس	خصوصی	۱۳۹۴	سررسید شده	۱،۵۰۰،۰۰۰	۵۰
۱۰	سلف موازی استاندارد گندم	دولتی	۱۳۹۵	سررسید شده	۲۶،۵۰۰،۰۰۰	۸۴۷
۱۱	سلف اوره پتروشیمی شیراز	خصوصی	۱۳۹۵	سررسید نشده	۲،۰۰۰،۰۰۰	۶۵
۱۲	سلف بنزین ستاره خلیج فارس	خصوصی	۱۳۹۵	سررسید نشده	۳،۰۰۰،۰۰۰	۹۶
۱۳	سلف کنسانتره سنگ آهن	خصوصی	۱۳۹۵	سررسید نشده	۱،۲۱۸،۷۵۰	۳۸
۱۴	سلف موازی برق سنندج مپنا	خصوصی	۱۳۹۵	سررسید نشده	۲،۰۰۰،۰۰۰	۶۲
۱۵	سلف موازی استاندارد سیمان	خصوصی	۱۳۹۵	سررسید نشده	۷۰،۰۰۰	۲
۱۶	سلف استاندارد پلی اتیلن	خصوصی	۱۳۹۵	سررسید نشده	۱،۰۰۰،۰۰۰	۳۱
۱۷	سلف استاندارد تیراهن	خصوصی	۱۳۹۵	سررسید نشده	۱،۰۰۰،۰۰۰	۳۱
۱۸	سلف موازی برق ماهتاب گستر	خصوصی	۱۳۹۵	سررسید نشده	۱،۲۰۰،۰۰۰	۳۷
۱۹	سلف موازی استاندارد مرغ منجمد	خصوصی	۱۳۹۶	سررسید نشده	۲۰۰،۰۰۰	۶
مجموع کل اوراق سلف منتشر شده	۴۹،۸۴۹،۵۰۰ (میلیون ریال)					
	۱،۶۱۱ (میلیون دلار)					

جدول ۱۰– آمار اسناد خزانه منتشره از ابتدا تا شهریورماه ۱۳۹۶ (ارقام بر اساس میلیون ریال/ میلیون دلار)

ردیف	بانی	نوع ناشر	تاریخ انتشار	سررسیدشده/ نشده	مبلغ انتشار	مبلغ انتشار
۱	وزارت امور اقتصادی و دارایی	دولتی	۱۳۹۴	سررسید شده	۱۰،۰۰۰،۰۰۰	۳۱۸
۲	وزارت امور اقتصادی و دارایی	دولتی	۱۳۹۴	سررسید شده	۱۰،۰۰۰،۰۰۰	۳۰۹
۳	وزارت امور اقتصادی و دارایی	دولتی	۱۳۹۴	سررسید شده	۱۰،۰۰۰،۰۰۰	۳۰۹
۴	وزارت امور اقتصادی و دارایی	دولتی	۱۳۹۴	سررسید شده	۱۰،۰۰۰،۰۰۰	۳۰۹
۵	وزارت امور اقتصادی و دارایی	دولتی	۱۳۹۴	سررسید شده	۱۰،۰۰۰،۰۰۰	۳۳۱
۶	وزارت امور اقتصادی و دارایی	دولتی	۱۳۹۵	سررسید شده	۱۰،۰۰۰،۰۰۰	۳۲۵
۷	وزارت امور اقتصادی و دارایی	دولتی	۱۳۹۵	سررسید نشده	۱۵،۰۰۰،۰۰۰	۴۷۸
۸	وزارت امور اقتصادی و دارایی	دولتی	۱۳۹۵	سررسید نشده	۱۵،۰۰۰،۰۰۰	۴۷۸
۹	وزارت امور اقتصادی و دارایی	دولتی	۱۳۹۵	سررسید نشده	۱۵،۰۰۰،۰۰۰	۴۷۲
۱۰	وزارت امور اقتصادی و دارایی	دولتی	۱۳۹۵	سررسید نشده	۱۵،۰۰۰،۰۰۰	۴۷۴
۱۱	وزارت امور اقتصادی و دارایی	دولتی	۱۳۹۵	سررسید شده	۲۰،۰۰۰،۰۰۰	۶۲۱
۱۲	وزارت امور اقتصادی و دارایی	دولتی	۱۳۹۵	سررسید شده	۲۵،۰۰۰،۰۰۰	۷۷۲
۱۳	وزارت امور اقتصادی و دارایی	دولتی	۱۳۹۵	سررسید نشده	۱۵،۰۰۰،۰۰۰	۴۶۳
مجموع کل اسناد خزانه منتشر شده	۱۸۰،۰۰۰،۰۰۰ (میلیون ریال)					
	۵،۶۶۰ (میلیون دلار)					

در ادامه، در جدول شماره ۱۱ مشخصات و ویژگی‌های انواع اوراق منتشره طی سال ۹۶ ذکر شده است.

جدول ۱۱- مشخصات انتشار اوراق بهادار اسلامی (صکوک) در سال ۱۳۹۶

بانی	سایپا	بازرگانی سایپا یدک	وزارت امور اقتصادی و دارایی	شرکت کرمان موتور
نوع اوراق	اجاره	اجاره	مرابحه	مرابحه
ضامن	بانک ملت	بانک تجارت	سازمان برنامه‌و بودجه کل کشور	بانک آینده
عامل فروش	کارگزاری بانک ملت	کارگزاری بانک شهر	کارگزاری بانک توسعه صادرات	شرکت تامین سرمایه تمدن
مشاور عرضه	تأمین سرمایه لوتوس پارسیان و ملت	تأمین سرمایه امین	کارگزاری بانک توسعه صادرات	شرکت تامین سرمایه تمدن
عامل پرداخت سود	سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه	سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه	سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه	سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه
تاریخ انتشار	۱۳۹۶/۳/۳	۱۳۹۶/۴/۱۰	۱۳۹۶/۸/۲۰	۱۳۹۶/۰۹/۱۲
دارایی	واحدهای تولید بدنه و خط رنگ خودرو	عرصه و مستحدثات ملکی	گندم	مواد و قطعات مورد نیاز
مبلغ اوراق (میلیون ریال)	۳،۵۰۰،۰۰۰	۸۵۰،۰۰۰	۲۰،۰۰۰،۰۰۰	۱،۰۰۰،۰۰۰
نرخ سالیانه (درصد)	۱۸	۱۸	۱۷	۱۷
مدت اوراق (سال)	۴	۴	۴	۲
مقاطع پرداخت (ماه)	۳	۳	۶	۳

ناشر	وزارت امور اقتصادی و دارایی	پتروشیمی گچساران	شهرداری شیراز	شرکت گسترش و توسعه صنایع بهپرور
نوع اوراق	مرابحه	مشارکت	مشارکت	سلف
ضامن	سازمان برنامه و بودجه کل کشور	شرکت صنایع پتروشیمی خلیج فارس و پتروشیمی سرمایه‌گذاری ایرانیان	شهرداری شیراز و دولت جمهوری اسلامی- بانک شهر	بانک ملی و سپه
عامل فروش	شرکت کارگزاری بانک کشاورزی	شرکت کارگزاری تأمین سرمایه نوین	بانک شهر	کارگزاری پیشگامان بهپرور
مشاور عرضه	شرکت کارگزاری بانک کشاورزی	تأمین سرمایه نوین	تأمین سرمایه نوین	تأمین سرمایه امید
عامل پرداخت سود	سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه	سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه	سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه	سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه
تاریخ انتشار	۱۳۹۶/۰۹/۲۲	۱۳۹۶/۰۴/۲۸	۱۳۹۶/۰۴/۲۸	۱۳۹۶/۰۴/۲۸
دارایی	تجهیزات پزشکی (طرح سلامت)	مشارکت در احداث کارخانه تولید اتیلن	تکمیل خط یک مترو شیراز	مرغ منجمد شرکت گسترش و توسعه صنایع بهپرور
مبلغ اوراق (میلیون ریال)	۱۷،۳۸۰،۰۰۰	۲،۰۰۰،۰۰۰	۱،۵۰۰،۰۰۰	۲۰۰،۰۰۰
نرخ سالیانه (درصد)	۱۷	۱۸	۱۶	۲۱
مدت اوراق (سال)	۴	۵	۴	۱
مقاطع پرداخت (ماه)	۶	۳	۳	-

۱۰ جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

این گزارش ضمن نوع‌شناسی و طبقه‌بندی انواع صکوک، به بررسی و تحلیل بازار صکوک ایران و جهان پرداخت. با نگاهی به مبناها و معیارهای مختلف در تقسیم‌بندی صکوک، درخواهید یافت که هم‌پوشانی‌هایی میان طبقه‌بندی‌های مختلف وجود دارد. برای مثال، صکوک مبتنی بر بدهی در حقیقت همان صکوک مبتنی بر فروش است. قراردادهای مرابحه، سلف، خرید دین و سفارش ساخت در ماهیت بدهی محسوب می‌شوند. همچنین برای صکوک مبتنی بر دارایی و با پشتوانه دارایی، قرارداد شرعی پایه می‌تواند مبتنی بر فروش، مبتنی بر اجاره، مبتنی بر مشارکت یا مبتنی بر عاملیت باشد.

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

۱۰,۱ از منظر سررسید

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

- لزوم طراحی ساختارهای متنوع صکوک کوتاه‌مدت باهدف مدیریت نقدینگی دولت، نهادهای مالی و ...
- لزوم طراحی صکوک بدون سررسید باهدف کمک به نهادهای مالی مانند بانک‌ها جهت تطبیق با الزامات بازل سه
- لزوم طراحی صکوک با سررسید بلندمدت تا ۳۰ سال برای دولت، شرکت‌ها و نهادهای مالی

۱۰,۲ از منظر داخلی یا بین‌المللی بودن

تاکنون ایران تجربه انتشار تنها یک مورد صکوک مشارکت ارزی را در سال ۱۳۸۹ از طریق سیستم بانکی دارد که شرکت نفت و گاز پارس از منابع حاصل از انتشار این نوع صکوک به‌منظور تأمین مالی فازهای باقیمانده میدان گازی مشترک پارس جنوبی استفاده نمود. این در حالی است که آمارهای صکوک منتشره بین‌المللی نشان از استقبال چشم‌گیر کشورهای اسلامی و غیر اسلامی از این ظرفیت است. حضور ایران در بازارهای بین‌المللی مستلزم فراهم کردن زیرساخت‌های لازم ازجمله راه‌اندازی مؤسسه‌های رتبه‌بندی،

تسهیل سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، استانداردسازی گزارش‌های مالی، فراهم نمودن امکان تسویه بین‌المللی و ... است. خاطرنشان می‌شود ساختارهای جذاب برای انتشار اوراق بین‌المللی الگوهای وکالت، اجاره، مرابحه، اجاره و مضاربه است. اوراق وکالت تنها اوراقی است که تاکنون در دستور جلسه کمیته فقهی قرار نگرفته است که با توجه به انعطاف‌پذیری بالای این اوراق، در چند سال اخیر بسیار مورد توجه کشورهای مختلف اسلامی و غیر اسلامی واقع شده است.

۱۰,۳ از منظر نوع ناشر

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

۱۰,۴ از منظر با پشتوانه دارایی یا مبتنی بر دارایی

همان‌طور که اشاره شد غالب ساختارهای صکوک بین‌المللی منتشره، از نوع مبتنی بر دارایی است که به قوانین و مقررات بین‌المللی مرتبط با اوراق قرضه نزدیک‌تر است. هر چند صکوک با پشتوانه دارایی به اصول شریعت اسلام نزدیک‌تر است، اما ساختار آن برای ناشران به اندازه کافی مطلوب نیست که دلیل آن هزینه‌های معاملاتی بالا، چالش‌های قانونی و مقرراتی، فقدان طبقات دارایی مناسب و همچنین فقدان کارکنان آموزش‌دیده و ماهر در ساختاربندی صکوک با پشتوانه دارایی است. همچنین در برخی کشورها، محدودیت‌هایی در مالکیت خارجی روی دارایی‌های خاصی وجود دارد که امکان انتقال دارایی پایه به SPV فراساحل و سرمایه‌گذار خارجی را دشوار می‌کند. بنابراین، صکوک مبتنی بر دارایی _ هرچند که برخی مسائل و چالش‌های شرعی را ایجاد

می‌کند_ به خاطر آشنایی سرمایه‌گذاران با ساختار آن و سادگی‌اش، بیشتر مورد توجه ناشران خارجی است. در صورت ورود به بازارهای بین‌المللی و با توجه به جذابیت ساختار اوراق مبتنی بر دارایی در بازارهای بین‌المللی، ایران لازم است رویکرد شرعی خود را نسبت به اوراق با پشتوانه دارایی که منجر به فروش واقعی[۳۸]می‌شود، مشخص نماید.

۱۰,۵ از منظر میزان استفاده از اعتبارافزاها

در ایران تاکنون با توجه به فقدان مؤسسه‌های رتبه‌بندی، در تمام ساختارهای صکوک از ضمانت شخص ثالث استفاده شده است که به‌نوعی ضمانت اصل و سود اوراق را (به فراخور نوع صکوک)[۳۹]تقبل می‌کنند. بنابراین تمام صکوک منتشره در ایران از نوع صکوک با سازوکارهای اعتباری ناقص محسوب شده و لازم است زیرساخت‌های لازم برای استفاده از سایر اعتبارافزاها نیز فراهم شود. همچنین لازم است برای ایجاد تنوع در ویژگی‌های ریسک و بازدهی اوراق، صکوکی طراحی شوند که ضمانت شخص ثالث نداشته و مبنای پرداخت اصل و سود، صرفاً مجموعه دارایی‌های پایه باشد و رتبه‌بندی این نوع اوراق بر اساس توانایی و قابلیت دارایی‌های پایه برای ایجاد جریانات نقدی صورت پذیرد.

۱۰,۶ از منظر ماهیت سود و بازدهی

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

---

[۳۸] True Sale

[۳۹] – در صکوک مبتنی بر درآمد ثابت، ضامن، سود و اصل اوراق را تضمین می‌کند ولی در اوراق مبتنی بر درآمد انتظاری، ضامن اصل اوراق را تضمین کرده و تعهدش در مورد سود اوراق به‌اندازه‌ای است که محقق شده باشد.