

بررسی فرآیند تأمین مالی از طریق انتشار اوراق صکوک

مهدي نجفي

چکیده:

انتشار اوراق صکوک در واقع یکی از ساختارهای تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار به شمار می‌رود. به طور کلی می‌توان گفت انتشار اوراق صکوک در بعد کاربردی نتیجه دو عامل است. عامل اول گسترش ادبیات نظام مالی اسلامی و کاربرد ابزارهای مالی اسلامی در سال‌های اخیر است و عامل دوم نیز ابداع فرآیند تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار است که در دهه ۱۹۸۰ به عنوان یک نوآوری مالی در آمریکا ظهور کرد. لذا در این مقاله ابتدا توضیح مختصری در مورد فرآیند تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار ارائه و در ادامه تعریف صکوک و پیشرفت‌های صورت گرفته در زمینه انتشار صکوک بیان می‌شود. سپس به بررسی مزایا، مخاطره‌ها و زیرساخت‌های لازم برای توسعه فرآیند انتشار اوراق صکوک پرداخته می‌شود.

اشاره:

بازارهای بدهی جزء لاینفک بخش مالی هستند. در اقتصادهای نوظهور این بازارها هنوز در مراحل ابتدایی توسعه خود قرار دارند. طبق

احکام اسلامی، مطالبه و پرداخت بهره حرام است. بنابراین در کشورهایی که بخش عمده‌ای از جمعیت آنها را مسلمانان تشکیل می‌دهند بازارهای بدهی کلاسیک (مبتنی بر بهره) نمی‌تواند نیازهای مالی مسلمانان را پاسخ دهد. از این رو تقاضای زیادی برای توسعه یک بازار بدهی جانشین وجود دارد که با معیارها و احکام اسلامی نیز مطابقت داشته باشد. در نتیجه در چند سال اخیر اوراق طراحی شده و منتشر شده توسط شرکت‌ها و دولت‌ها که مطابق با احکام اسلامی است و به صکوک معروف است رشد چشمگیری داشته است.

صکوک در واقع یکی از ساختارهای تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار به شمار می‌رود. لذا در این فصل ابتدا توضیح مختصری در مورد فرآیند تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار ارائه می‌شود و سپس تعریف صکوک و پیشرفت‌های صورت گرفته در زمینه انتشار صکوک بیان می‌شود.

تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار تعریف:

واژه تبدیل به اوراق بهادار کردن، یکی از واژه‌هایی

است که از ظهور آن در ادبیات مالی جهان بیش از دو دهه نمی‌گذرد. «تبدیل به اوراق بهادار کردن» فرآیندی است که طی آن، دارایی‌های موسسه وام دهنده به طریقی از ترازنامه آن موسسه جدا می‌شود، در عوض، تأمین وجوه توسط سرمایه‌گذارانی انجام می‌شود که یک ابزار مالی قابل مبادله را می‌خرند و این ابزار نمایانگر بدهکاری مزبور است، بدون این که به وام دهنده اولیه مراجعه‌ای صورت پذیرد.^۱

در جایی دیگر در تعریف تبدیل به اوراق بهادار کردن آمده است: «تبدیل به اوراق بهادار کردن، فرآیندی است که در آن واسطه‌های مالی مانند بانک‌های تجاری حذف شده و اوراق بدهی قابل خرید و فروش مستقیماً به سرمایه‌گذاران فروخته می‌شود».^۲

یک بانک سرمایه‌گذاری، مجموعه‌ای از دارایی‌های مالی را جمع کرده و اوراق بدهی را برای تأمین مالی آن مجموعه به سرمایه‌گذاران بیرونی می‌فروشد.

در فرآیند تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار، شرکت یا مؤسسه‌ای که نیاز به تأمین مالی دارد، اقدام به تأسیس یک «شرکت با مقصد خاص» می‌کند



به طور کلی می‌توان گفت انتشار اوراق صکوک در بعد کاربردی نتیجه دو عامل است. عامل اول گسترش ادبیات نظام مالی اسلامی و کاربرد ابزارهای مالی اسلامی در سال‌های اخیر است و عامل دوم نیز ابداع فرآیند تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار است که در دهه ۱۹۸۰ به عنوان یک نوآوری مالی در آمریکا ظهور کرد

(که به چرخه ویژه پروژه نیز معروف است) و آن دسته از دارایی‌های مالی خود را که دارای جریان‌های نقدی آتی هستند به شرکت با مقصد خاص (SPV) می‌فروشد. شرکت با مقصد خاص یا SPV برای این که وجه لازم برای خرید دارایی‌های مالی مذکور را فراهم کند، اقدام به انتشار اوراق بدهی با پشتوانه دارایی کرده و آن را به عموم سرمایه‌گذاران عرضه می‌کند. سپس شرکت با مقصد خاص (SPV) وجوهی را که از محل فروش اوراق بدهی به دست آورده است، بابت خرید دارایی‌های مالی به شرکت اصلی پرداخت می‌کند. سرمایه‌گذارانی که اوراق بدهی با پشتوانه دارایی را خریداری کرده‌اند، از محل جریان‌های نقدی حاصل از دارایی‌های مالی شرکت با مقصد خاص بازدهی کسب می‌کنند.

برخی از دارایی‌های مالی دارای جریان‌های نقدی آتی که قابل تبدیل به اوراق بهادار هستند می‌تواند به پشتوانه آنها اوراق بهادار منتشر کرد، عبارت‌اند از: حساب‌های دریافتی حاصل از وام (اقساط وام)، حساب‌های دریافتی مربوط به کارت‌های اعتباری، حساب‌های دریافتی حاصل از لیزینگ و... به‌طور کلی ساختار تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار به شکل زیر است:



برای توضیح بیشتر فرض کنید شرکت در نمودار فوق یک بانک است که با نرخ سود ۱۰ درصد (سالانه) اقدام به اعطای یک میلیون ریال تسهیلات به مشتریان خود (قرض گیرنده) کرده و قرار است یک سال بعد مبلغ یک میلیون و یکصد هزار ریال از آنها دریافت کند. بنابراین بخشی از دارایی‌های این بانک به ارزش یک میلیون و یکصد هزار ریال مربوط به حساب‌های دریافتی حاصل از اعطای تسهیلات است. این بانک حساب‌های دریافتی خود را به مبلغ ۱,۰۰۹,۰۰۰ ریال به شرکت با مقصد خاص (SPV) می‌فروشد. شرکت با مقصد خاص (SPV) به پشتوانه این حساب‌های دریافتی (دارایی مالی) اوراق بهاداری به ارزش ۱,۰۰۹,۰۰۰ ریال منتشر می‌کند و به عموم سرمایه‌گذاران می‌فروشد و وجوه حاصله را در اختیار بانک قرار می‌دهد. توجه داشته باشید که نرخ سود پرداخت شده توسط مشتریان بانک (قرض گیرنده) ۱۰ درصد است در حالی که نرخ سود سرمایه‌گذاران اوراق منتشره توسط شرکت با مقصد خاص (SPV) ۹ درصد خواهد بود. این مابه‌التفاوت صرف هزینه‌های مربوط به انتشار، بیمه وام‌های اعطایی به مشتریان و ...

می‌شود و بخشی از آن نیز سود بانک را تشکیل می‌دهد.

انتشار اوراق صکوک

تعریف صکوک

فرهنگ «المنجد» واژه «صک» (جمع آن اُصک، صُکوک و صِکاک) را کتاب، نامه و رسید دریافت پول و ... ترجمه کرده است. دایره المعارف «قاموس عام لکل فن و مطلب» در این رابطه چنین بیان می‌کند: «صک به معنای سند و سفته (سفته) است و معرب واژه چک در فارسی است. اعراب این واژه (صکوک) را توسعه دادند و آن را بر کلیه انواع حوالجات و تعهدات بکار بردند. آنها این واژه را بر کتاب به صورت عام و بر سند اقرار به مال به صورت خاص اطلاق کردند. در عرف عرب این واژه، حواله، انواع سفته، سند و هر آنچه که تعهد یا اقراری از آن ایجاد شود را شامل می‌شود. واژه‌های صک الو کاله به معنای وکالت نامه و صک الکفاله به معنای کفالت نامه



اعراب واژه صکوک را توسعه دادند و آن را بر کلیه انواع حوالجات و تعهدات بکار بردند. آنها این واژه را بر کتاب به صورت عام و بر سند اقرار به مال به صورت خاص اطلاق کردند

نیز در زبان عربی رواج یافته است.^۶

استاندارد شرعی شماره ۱۷ سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی^۷ صکوک را اینگونه تعریف کرده است:

«گواهی‌هایی با ارزش اسمی یکسان که پس از اتمام عملیات پذیرفتنی، 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».

این استاندارد ۱۴ نوع صکوک سرمایه‌گذاری را معرفی می‌کند. مهم‌ترین نوع صکوک که بیشترین کاربرد را توسط شرکت‌ها و دولت‌های مختلف داشته، صکوک اجاره است. برخی از ویژگی‌های قرارداد اجاره که استفاده از آن برای انتشار صکوک را تسهیل می‌کند عبارتند از:

۱- قرارداد اجاره در مورد فروش دارایی مورد اجاره، برای موجر محدودیتی بوجود نمی‌آورد. یعنی موجر می‌تواند دارایی را بفروشد بدون اینکه

به قرارداد اجاره خللی وارد شود زیرا اجاره از عقود لازم است و توسط بیع باطل نمی‌گردد. اگر پس از اجاره بیع واقع شود، اجاره باطل نمی‌شود چون بیع منافاتی با اجاره ندارد؛ زیرا اجاره به منافع تعلق می‌گیرد و بیع به عین، اگرچه در صورت امکان هنگام بیع منافع نیز به تبع عین منتقل می‌شود.^۸ نکته‌ای که در اینجا وجود دارد این است که خریدار از وقوع اجاره مطلع باشد.

۲- انعطاف‌پذیری زمان دریافت اجاره‌بها: اجاره بها می‌تواند به صورت هفتگی، ماهانه، سالانه و یا به هر شکل دیگری که مورد توافق طرفین است پرداخت شود.

۳- لزومی ندارد که دارایی مورد اجاره در زمان وقوع عقد موجود باشد.

۴- برای مدت زمان اجاره هیچ محدودیتی وجود ندارد. قرارداد اجاره می‌تواند تا زمانی که یک دارایی وجود دارد ادامه یابد.

۵- لزومی ندارد که اجاره‌بها حتماً به صورت وجه نقد پرداخت شود. بلکه هر نوع کالا یا دارایی مالی دیگر نیز می‌تواند به عنوان اجاره بها (با توافق طرفین) پرداخت شود.

صکوک اجاره^۱

در میان محصولات مالی اسلامی، صکوک اجاره یک محصول متمایز به‌شمار می‌رود که محبوبیت زیادی بین سرمایه‌گذاران مسلمان به دست آورده است. از طرف دیگر ناشران (دولت‌ها و شرکت‌ها)

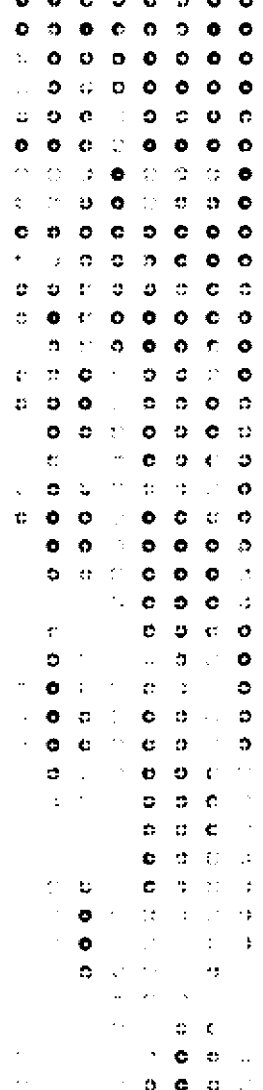
نیز صکوک اجاره را روش مناسبی برای تجهیز منابع می‌دانند. هزینه‌های انتشار صکوک در موارد اولیه بسیار بالا بود، زیرا هنوز هیچ اعتمادی نسبت به این ابزار نوظهور وجود نداشت و بنابراین فرآیند انتشار نیازمند مستندسازی زیاد، رتبه‌بندی توسط مؤسسات رتبه‌بند و تضمین فروش توسط مؤسسات کارگزاری و شرکت‌های تأمین سرمایه بود که مجموع این موارد هزینه‌های انتشار را افزایش می‌داد. اما بعد از اینکه صکوک به عنوان یک ابزار مالی مناسب و قابل اطمینان شناخته شد، این هزینه‌ها کاهش یافت.

ایده انتشار صکوک اجاره برای نخستین بار توسط «منذر قحف»^۹ در مقاله معروف وی با عنوان «استفاده از اوراق اجاره دارایی برای پوشش شکاف بودجه» در سال ۱۹۹۷ مطرح شد.^{۱۰} «احمد» و «خان»^{۱۱} نیز در سال ۱۹۹۷ در کتاب خود با عنوان «ابزارهای مالی اسلامی بخش دولتی»^{۱۲} طراحی و انتشار اوراق صکوک توسط دولت‌ها را پیشنهاد کردند.^{۱۳}

به طور کلی می‌توان گفت انتشار اوراق صکوک در بعد کاربردی نتیجه دو عامل است. عامل اول گسترش ادبیات نظام مالی اسلامی و کاربرد

ایده انتشار صکوک اجاره برای نخستین بار توسط «منذر قحف»
در مقاله معروف وی با عنوان «استفاده از اوراق اجاره دارایی برای پوشش شکاف بودجه» در سال ۱۹۹۷ مطرح شد «احمد» و «خان» نیز در سال ۱۹۹۷ در کتاب خود با عنوان «ابزارهای مالی اسلامی برای تجهیز منابع بخش دولتی» طراحی و انتشار اوراق صکوک توسط دولت‌ها را پیشنهاد کردند

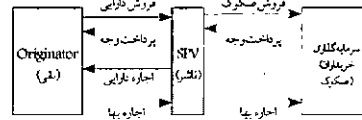
در میان محصولات مالی اسلامی، صکوک اجاره یک محصول متمایز به‌شمار می‌رود که محبوبیت زیادی بین سرمایه‌گذاران مسلمان به دست آورده است



ابزارهای مالی اسلامی در سال‌های اخیر است و عامل دوم نیز ابداع فرآیند تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار است که در دهه ۱۹۸۰ به عنوان یک نوآوری مالی در آمریکا ظهور کرد.

◆ ساختار اوراق صکوک اجاره

ساختار کلی طراحی و انتشار اوراق صکوک اجاره به شرح زیر است:



همان‌طور که ملاحظه می‌شود این ساختار سه رکن اساسی دارد:

- بانسی که ذی‌نفع و جوه حاصل از انتشار است. بانسی در واقع شرکت یا نهادی است که به وجه نقد نیاز دارد.
- شرکت با مقصد خاص (SPV) که ناشر اوراق صکوک است.
- سرمایه‌گذاران که اقدام به خریداری اوراق صکوک می‌نمایند.

روش کار به این صورت است که ابتدا بانسی یکسری از دارایی‌های خود که برای اجاره مناسب هستند را انتخاب می‌کند. سپس بانسی یک شرکت با مقصد خاص تأسیس می‌کند. این شرکت با مقصد خاص از لحاظ قانونی دارای یک شخصیت کاملاً مستقل است. بانسی دارایی‌های منتخب را به صورت یک پرتفوی به شرکت با مقصد خاص می‌فروشد با این توافق که شرکت با مقصد خاص پس از خرید دارایی‌ها مجدداً آنها را در قالب عقد اجاره در اختیار بانسی قرار دهد. مدت اجاره و همچنین مبلغ اجاره بها با توافق طرفین تعیین می‌شود.

در مرحله بعد شرکت با مقصد خاص از طریق انتشار اوراق صکوک، دارایی‌های خود را به اوراق بهادار تبدیل می‌کند. اوراق صکوک دارای ارزش مساوی هستند و هر یک بیانگر مالکیت مشاع قسمتی از دارایی‌های مورد اجاره می‌باشند. به عبارت دیگر سرمایه‌گذارانی که اقدام به خرید اوراق صکوک می‌کنند به نسبت میزان ارزش اوراق خود در مالکیت آن دارایی‌ها به صورت مشاع شریک می‌شوند.

بانسی به موجب قرارداد اجاره باید مبلغ اجاره بها را طبق شرایطی که در قرارداد ذکر شده در اختیار شرکت با مقصد خاص قرار دهد. شرکت با مقصد خاص نیز باید اجاره بها را بین دارندگان صکوک تقسیم کند. البته فرآیند دریافت و پرداخت وجوه معمولاً توسط یک موسسه امین^{۱۵} انجام می‌شود. اوراق صکوک دو امتیاز مهم دارد. نخست اینکه

دارای مخاطره کمی است زیرا با پشتوانه دارایی منتشر شده است. دوم اینکه قابلیت نقد شوندگی مناسبی دارد. زیرا سرمایه‌گذاران می‌توانند در صورت تمایل آن را در بازار ثانویه به فروش رسانند.

هنگامی که مدت زمان اجاره به پایان می‌رسد، جریان نقدی حاصل از اجاره بها نیز متوقف می‌شود مالکیت دارایی‌های مورد اجاره نیز در اختیار دارندگان صکوک است. حال اگر ارزش بازار دارایی‌های مذکور بیش از مبلغ اسمی مندرج در اوراق صکوک باشد آنگاه دارندگان صکوک پس از تمام مدت زمان اجاره با فروش دارایی‌ها، سود سرمایه‌ای^{۱۶} به دست می‌آورند و در غیر این صورت بازبان سرمایه‌ای مواجه می‌شوند. بنابراین در حالیکه درآمد حاصل از اوراق صکوک نسبتاً پایدار و دارای مخاطره اندکی است اما خود اوراق می‌توانند با ریسک کاهش قیمت مواجه شوند. به‌طور طبیعی این موضوع می‌تواند انگیزه سرمایه‌گذاران برای خرید صکوک را کاهش دهد.



اوراق صکوک دو امتیاز مهم دارد. نخست اینکه دارای مخاطره کمی است زیرا با پشتوانه دارایی منتشر شده است. دوم اینکه قابلیت نقد شوندگی مناسبی دارد. زیرا سرمایه‌گذاران می‌توانند در صورت تمایل آن را در بازار ثانویه به فروش رسانند

به همین دلیل معمولاً همراه با اوراق صکوک یک اختیار فروش^{۱۷} نیز در اختیار سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرد تا در صورت تمایل بتوانند دارایی‌های مربوطه را در زمان انقضای قرارداد اجاره به قیمت اسمی به خود بانسی بفرشند.^{۱۸}

برای تبدیل دارایی به اوراق بهادار از طریق انتشار صکوک، گام اول این است که دارایی‌های واجد شرایط را از شرکت اصلی جدا کرده و آن را به شرکت با مقصد خاص منتقل کنیم. شرکت با مقصد خاص معمولاً یک شرکت با مسئولیت محدود است. با انتقال دارایی به شرکت با مقصد خاص کلیه مخاطره‌های مربوط به دارایی از شرکت اصلی دور شده و به شرکت با مقصد خاص منتقل می‌شود. همچنین دارندگان صکوک نیز مطمئن می‌شوند که کلیه حقوق مربوط به دارایی متعلق به آنهاست و هیچ شخص دیگری نسبت به آن ادعایی ندارد. اما اگر این دارایی در ترازنامه شرکت اصلی وجود می‌داشت و به شرکت با مقصد خاص منتقل نمی‌شد آنگاه



طلبکاران نیز ممکن بود نسبت به آن ادعا داشته باشند

لزم‌أدر همه موارد انتشار صکوک، مالکیت خود دارایی منتقل نمی‌شود. در اکثر موارد مالکیت منافع حاصل از دارایی منتقل می‌شود^{۱۹}. البته بهتر است که مالکیت دارایی نیز منتقل شود تا اعتبار صکوک افزایش یابد.

اکثر صکوک‌هایی که تاکنون منتشر شده است صکوک اجاره بوده است. عقد اجاره باید از عقد خرید و فروش اولیه مستقل باشد و این دو نباید مشروط به یکدیگر باشد. یعنی بانسی و شرکت با مقصد خاص نباید با این شرط دارایی را خرید و فروش کنند که پس از عقد بیع، شرکت با مقصد خاص دارایی را مجدداً به بانسی اجاره دهد. چنین شرطی جایز نیست^{۲۰}. اما طرفین می‌توانند با امضای یک یادداشت تفاهم غیر قراردادی به این توافق دست یابند.

بانسی می‌تواند به شرکت با مقصد خاص تعهد دهد که در پایان مدت اجاره، دارایی را از وی خریداری می‌کند. و شرکت با مقصد خاص نیز به بانسی تعهد می‌دهد که در پایان مدت اجاره دارایی را به وی بفرشد. اما مواردی که منجر به بیع العینه شود از دیدگاه فقه اسلامی مجاز نیست.

پیشنهاد می‌شود که یک مدت زمان معقولی بین پایان مدت اجاره و فروش مجدد دارایی از شرکت با مقصد خاص به بانسی وجود داشته باشد تا مشکل شرعی آن حل شود^{۲۱}. در صکوک «تبریده» در امارات متحده عربی این نکته ذکر شده است.

◆ انواع دیگر اوراق صکوک

صکوک اجاره تنها یکی از ساختارهای صکوک به شمار می‌رود. ساختار صکوک را بر اساس عقود دیگر نیز می‌توان طراحی کرد. سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی (AAOIFI) در استاندارد شرعی شماره ۱۷ صکوک سرمایه‌گذاری را گواهی‌هایی با ارزش یکسان تعریف می‌کند که بیانگر بخشی از مالکیت مشاع یک دارایی و یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها است^{۲۲}. در این استاندارد ۱۴ نوع صکوک سرمایه‌گذاری معرفی شده است که عبارتند از:

- ۱- صکوک مالکیت دارایی (های) مورد اجاره (صکوک اجاره)
- ۲- صکوک مالکیت دارایی (هایی) که در آینده ساخته می‌شود
- ۳- صکوک مالکیت منافع دارایی (های) موجود
- ۴- صکوک مالکیت منافع دارایی (هایی) که در

آینده ساخته می شود.

۵- صکوک سلم

۶- صکوک استصناع

۷- صکوک مباحه

۸- صکوک مشارکت

۹- صکوک مضاربه

۱۰- صکوک نماینده سرمایه گذاری

۱۱- صکوک مزارعه

۱۲- صکوک مساقات

۱۳- صکوک مقارضه

۱۴- صکوک حق الامتياز

از بین موارد فوق صکوک سلم و استصناع بیشتر توسط دولت‌ها و شرکت‌ها مورد استفاده قرار گرفته است که توضیح مختصری در مورد این دو بیان می شود.

✦ بررسی ساختار اوراق سلم

مفهوم سلم به نوعی از فروش اطلاق می شود که در آن فروشنده بهای کالا را پیشاپیش به صورت نقد دریافت می کند و در مقابل تعهد می کند که کالای مشخص شده را در تاریخ معینی در آینده به خریدار تحویل دهد. بنابر این پرداخت وجه، نقداً (آنی) انجام می شود اما تحویل کالا برای مدت مشخصی به تعویق می افتد. برای تشریح نحوه تأمین مالی با استفاده از اوراق سلم شرکتی را فرض کنید که نیاز به وجه نقد برای تأمین نیازهای مالی خود دارد. این شرکت می تواند مراحل زیر را طی کند:

۱- اگر شرکت به ۵۰ میلیون ریال احتیاج داشته باشد می تواند ۱۰ ورقه سلم که هر کدام معادل ۵۰ میلیون ریال است را منتشر کند.

۲- هر ورقه بیانگر یک قرارداد مستقل است. در این قرارداد، شرکت به عنوان فروشنده و سرمایه گذاران که اقدام به خرید این اوراق می کنند خریدار کالای مندرج در قرارداد به شمار می روند.

۳- هر ورقه سلم متضمن تحویل مقدار مشخصی از یک کالای خاص از جانب شرکت به دارنده اوراق سلم است. کمیت و کیفیت کالا به صورت کامل در ورقه سلم مشخص می شود.

۴- شرکت وجوه را از خریداران اوراق سلم دریافت و آن را صرف نیازهای مالی خود می کند.

۵- در تاریخ سررسید شرکت ملزم است، کالاهای مندرج در قرارداد را به خریداران تحویل دهد.

کالای مورد معامله در قرارداد سلم باید «مثلی»

باشد. گندم، جو، ذرت و سایر غلات از نوع کالاهای مثلی هستند. همچنین نفت، آهن، مس و... نیز مثلی به شمار می روند.

بنابراین با انتشار اوراق سلم، شرکت می تواند نیاز نقدینگی خود را مرتفع سازد و سرمایه گذاران نیز با خرید اوراق سلم این فرصت را دارند که کالای مورد نیاز خود را در تاریخ سررسید به قیمت مناسبی تهیه کنند و چنانچه قیمت کالا در بازار در تاریخ سررسید بالاتر از قیمت توافقی در قرارداد سلم باشد آنگاه مابه‌التفاوت این دو مبلغ، سود سرمایه گذاران را تشکیل می دهد. لذا اوراق سلم را می توان یک ابزار سرمایه گذاری به شمار آورد. یکی از ویژگی های مهم ابزارهای سرمایه گذاری قابلیت نقدشوندگی آن است. اگر یک ابزار مالی در بازار قابل معامله نباشد و به عبارت دیگر قابلیت نقدشوندگی نداشته باشد گزینه چندان مناسبی برای سرمایه گذاری به شمار نمی رود. شخصی که اقدام به خرید اوراق سلم می کند انتظار دارد که قیمت کالای مورد نظر



مفهوم سلم به نوعی از فروش اطلاق می شود که در آن فروشنده بهای کالا را پیشاپیش به صورت نقد دریافت می کند و در مقابل تعهد می کند که کالای مشخص شده را در تاریخ معینی در آینده به خریدار تحویل دهد

در تاریخ سررسید افزایش یابد. حال اگر قبل از تاریخ سررسید انتظار وی از قیمت کالا تغییر کند وی تصمیم به فروش ورقه سلم خود می گیرد. اگر شرایط فروش ورقه سلم قبل از سررسید در یک بازار سازمان یافته امکان پذیر باشد آنگاه سرمایه گذاران بیشتری اقدام به سرمایه گذاری در اوراق سلم خواهند کرد.^{۳۳}

حال این سؤال مطرح است که آیا فروش کالای خریداری شده به موجب قرارداد سلم قبل از تحویل آن از نظر موازین فقهی صحیح است؟ نظر برخی بر این است که فروش کالای مندرج در قرارداد سلم قبل از تحویل آن جایز نیست. در نتیجه اوراق سلم نیز قابل دادوستد نیست. مبنای نظر این دسته از افراد حدیثی از پیامبر اکرم (ص) است که می فرمایند: «کسی که کالایی را به صورت سلم خریداری می کند نباید قبل از تملک آن را معامله کند.» یک نمونه دیگر از تأمین مالی از طریق اوراق اسلامی نیز در مالزی وجود دارد که به اوراق قرضه اسلامی معیار معروف است.

✦ اوراق استصناع

استصناع در باب استعمال از مصدر صنع، به معنی ساختن و تولید کردن می آید.^{۳۴} منظور از استصناع، خرید کالایی است که طبق سفارش خریدار تهیه می شود. در موسوعه جمال عبدالناصر، بیع استصناع چنین تعریف شده است:

«عقدی بر کالای در ذمه که ساخت آن مطابق خصوصیات و شرایط معین شده در عقد و در مقابل بهای معین صورت می گیرد»^{۳۵}

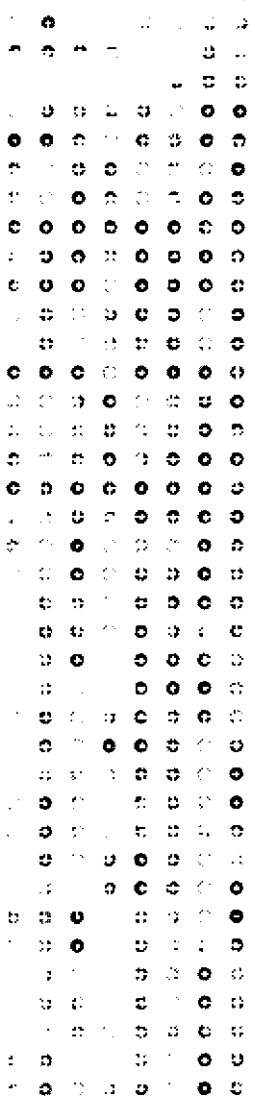
مراد از عقد استصناع یا قرارداد سفارش ساخت این است که کسی به نزد صنعتگر بیاید و از او بخواهد که تعدادی از کالاهایی را که می سازد به ملکیت او در آورد. در این حال قراردادی میان این دو به امضاء می رسد که صاحب صنعت، تعداد مورد توافق را برای او بسازد و قیمت را دریافت کند.^{۳۶}

فرض کنید یک شرکت برای تولید یک محصول جدید به یک خط تولید نیاز دارد. شرکت در حال حاضر نقدینگی لازم برای ساخت این خط تولید را در اختیار ندارد، اما امیدوار است با تولید محصول جدید و فروش آن بتواند سود مناسبی را به دست آورد. این شرکت از یک نهاد تأمین مالی درخواست کمک می کند. نهاد تأمین مالی از طریق عقد یک قرارداد استصناع، متعهد می شود خط تولید را ساخته و تحویل شرکت دهد و در مقابل هزینه مربوطه را به صورت اقساط دریافت کند. در واقع نهاد تأمین مالی به عنوان پیمانکار ساخت خط تولید را تعهد می کند. از طرف دیگر نهاد تأمین مالی از طریق عقد یک قرارداد استصناع دیگر که به استصناع موازی معروف است ساخت خط تولید را به یک پیمانکار متخصص واگذار می نماید و هزینه مربوط به ساخت را تقابلاً پرداخت می کند تا پیمانکار برای عملیات ساخت خط تولید، نقدینگی کافی را در اختیار داشته باشد. نهاد تأمین مالی در قرارداد استصناع اول نقش پیمانکار و در استصناع موازی نقش کارفرما را ایفا می کند. مبلغ مربوط به قرارداد اول که به صورت اقساط پرداخت می شود شامل هزینه پرداخت شده به پیمانکار متخصص و یک مبلغ اضافی می باشد. این مبلغ اضافی در واقع سود نهاد تأمین مالی را تشکیل می دهد. هنگامی که عملیات ساخت خط تولید به پایان می رسد نهاد تأمین مالی آن را از پیمانکار تحویل گرفته و در اختیار شرکت قرار می دهد.

حال آیا نهاد تأمین مالی می تواند به پشتوانه اقساطی که در آینده دریافت می کند اوراق استصناع منتشر کند و آن را در بازار بفروشد؟ در پاسخ باید گفت از آنجا که این اقساط در واقع بدهی شرکت به نهاد تأمین مالی بشمار می رود

مراد از عقد استصناع یا قرارداد سفارش ساخت این است که کسی به نزد صنعتگر بیاید و از او بخواهد که تعدادی از کالاهایی را که می سازد به ملکیت او در آورد. در این حال قراردادی میان این دو به امضاء می رسد که صاحب صنعت، تعداد مورد توافق را برای او بسازد و قیمت را دریافت کند

کالای مورد معامله در قرارداد سلم باید «مثلی» باشد. گندم، جو، ذرت و سایر غلات از نوع کالاهای مثلی هستند. همچنین نفت، آهن، مس و... نیز مثلی به شمار می روند



لذا باید فقط به قیمت اسمی آن فروخته شود زیرا در غیر این صورت ربا وجود می‌آید. از طرف دیگر فروش این اوراق به قیمت اسمی در بازار با استقبال چندانی مواجه نمی‌شود چون کمتر کسی حاضر است این اوراق را به قیمت اسمی نقداً خریداری کند و در تاریخ سررسید معادل ارزش اسمی را دریافت کند. بنابراین اوراق استصناع در بازار ثانویه از قدرت نقد شوندگی پایینی برخوردار است. اما به هر حال نهاد تأمین مالی می‌تواند بجای اینکه این اوراق را در بازار مستقیم بفروشد از آنها برای خرید دارایی‌های مورد نیاز خود و یا هر نوع کلاهی دیگر استفاده کند و پس از آن کالاها را در بازار به فروش رساند. در نتیجه مشکل نقد شوندگی اوراق هم حل می‌شود.

♦ اوراق صکوک منتشره توسط دولت‌ها

حجم صکوک دولتی منتشره از سال ۲۰۰۲ تا ۲۰۰۵ بیش از ۵ میلیارد دلار بوده است.^{۲۷} این اوراق صکوک توسط دولت‌های بحرین، مالزی، پاکستان، قطر و ایالت «ساکسونی ان هالت»^{۲۸} آلمان منتشر شده است. اوراق مذکور توسط مؤسسات رتبه‌بند از نظر مخاطره درجه بندی شده‌اند و هر یک با رتبه‌های معادل رتبه کشور ناشر مشخص شده‌اند.

البته دولت بحرین برای درجه‌بندی اولین سری اوراق صکوک منتشره خود اقدامی نکرد زیرا عرضه اوراق در سطح داخلی انجام شد. مالزی اولین کشوری بود که توانست صکوک جهانی با رتبه‌بندی بین‌المللی به نام «صکوک اجاره جهانی»^{۲۹} را طراحی و منتشر کند. (فهرست اوراق صکوک دولتی منتشر شده تا پایان فوریه سال ۲۰۰۵ در جدول شماره ۱)^{۳۰}

اوراق صکوک اجاره منتشره توسط شرکت‌ها حجم اوراق صکوک منتشره توسط شرکت‌ها تا پایان سال ۲۰۰۵ بیش از ۱/۶ میلیارد دلار بوده است.^{۳۱}

اکثر اوراق صکوک که تا کنون منتشر شده است رانهادهای مالی بزرگ از قبیل بانک‌های مرکزی، بانک‌های اسلامی بخش خصوصی و نهادهای مالی غیربانکی دیگر خریداری کرده‌اند. این نهادها در واقع مازاد نقدینگی خود را به سرمایه‌گذاری در اوراق صکوک اختصاص داده‌اند و اکثر آنها تمایل دارند این اوراق را تا تاریخ سررسید نگهداری کنند. بنابراین این نهادها هیچ نیازی به یک بازار ثانویه برای معامله اوراق صکوک خود ندارند. اما باید به این موضوع هم توجه داشت که سرمایه‌گذاران فردی ممکن است به شدت به یک بازار ثانویه نیاز داشته باشند. زیرا رویکرد

آنها برای سرمایه‌گذاری با رویکرد نهادهای مالی بزرگ تفاوت دارد.

♦ بررسی مورد انتشار صکوک اجاره توسط دولت قطر

صکوک جهانی قطر (QSC) به عنوان یک چرخه ویژه پروژه ag با SPV توسط دولت قطر، بانک اسلامی بین‌المللی قطر (QIIB) و HSBC تأسیس شد. QSC در اکتبر سال ۲۰۰۳ به عنوان یک شرکت سهامی عام در دوحه قطر به ثبت رسید. دولت قطر در تاریخ ۱۸ اکتبر سال ۲۰۰۳، مبلغ ۷۰۰ میلیون دلار اوراق صکوک منتشر کرد که سررسید آن سال ۲۰۱۰ می‌باشد. وجوه حاصل از انتشار این اوراق برای تأمین مالی پروژه احداث شهرک پزشکی حمد^{۳۲} در شهر دوحه مورد استفاده قرار گرفت.

دارندگان اوراق صکوک مذکور از سال ۲۰۰۳ تا سال ۲۰۱۰ در پروژه شهرک پزشکی مذکور ذی نفع می‌باشند. روش کار به این صورت است که،



مالزی اولین کشوری بود که توانست صکوک جهانی با رتبه‌بندی بین‌المللی به نام «صکوک اجاره جهانی»^{۲۹} را طراحی و منتشر کند

SPV زمین لازم برای احداث پروژه را از دولت قطر خریداری می‌کند و از طریق انتشار اوراق صکوک، زمین را به سرمایه‌گذاران می‌فروشد. سود اوراق صکوک در روز نهم ماه‌های آوریل و اکتبر (هر شش ماه یکبار) به سرمایه‌گذاران پرداخت می‌شود. سود این اوراق متغیر است و به صورت زیر محاسبه می‌شود:

$$\frac{\text{تعداد روزها}}{۳۶۰} \times (۱ + \text{نرخ بهره IJBOR}) = \text{نرخ سود}$$

SPV به نمایندگی از طرف سرمایه‌گذاران (دارندگان اوراق صکوک) زمین خریداری شده را مجدداً در قالب عقد اجاره در اختیار دولت قطر قرار می‌دهد. طبق مفاد قرارداد اجاره‌ای که بین SPV (موجر) و دولت قطر (مستأجر) منعقد می‌شود، پرداخت اجاره بها هر شش ماه یکبار (در ماه‌های آوریل و اکتبر) انجام خواهد شد و مبلغ اجاره نیز براساس نرخ لایبور و یک حاشیه ۴ درصدی تعیین می‌شود. به عبارت دیگر



مبلغ اجاره دقیقاً به اندازه میزان سود پرداختی به دارندگان اوراق صکوک خواهد بود.

پرداخت سود اوراق صکوک توسط دولت قطر تضمین شده است. در واقع دولت قطر از یک ابزار بدهی با نرخ سود متغیر برای تأمین مالی استفاده کرده است. اوراق صکوک مذکور توسط مؤسسه استاندارد و پورز (S&P) با درجه (رتبه) A+ رتبه‌بندی شد. همچنین درخواست پذیرش این اوراق در بورس اوراق بهادار لوکزامبورگ و بورس مالی بین‌المللی لیوان (در مالزی) نیز به بورس‌های مذکور فرستاده شد.

به‌طور خلاصه فرآیند انتشار اوراق صکوک دولت قطر به شرح زیر است:

- دولت قطر زمین احداث پروژه را به مبلغ ۷۰۰ میلیون دلار به SPV می‌فروشد.

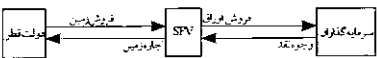
- SPV زمین خریداری شده را به دولت قطر اجاره می‌دهد.

- دولت قطر هر شش ماه یکبار، مبلغ اجاره را به SPV پرداخت می‌کند.

- SPV به پشتوانه اقساط اجاره، اوراق بهادار (صکوک) منتشر و آن را در میان سرمایه‌گذاران توزیع می‌کند.

- سرمایه‌گذاران هر شش ماه یکبار سود اوراق خود را از طریق اجاره بهایی که توسط دولت قطر به SPV پرداخت می‌شود دریافت می‌کند ai

فرآیند انتشار اوراق صکوک توسط دولت قطر در نمودار زیر تشریح شده است:



وجه تمایز صکوک با اوراق با پشتوانه دارایی (ABS) و اوراق با پشتوانه وام‌های رهنی (MBS)

وجه تمایز صکوک با اوراق با پشتوانه دارایی (ABS) و اوراق با پشتوانه وام‌های رهنی (MBS) این است که این اوراق با پشتوانه یک سری بدهی های مالی (اسناد دریافتی) دارای سود ثابت منتشر می‌شوند^{۳۳} در حالی که صکوک به پشتوانه یک دارایی عینی منتشر می‌شود. از این رو انتشار صکوک در یک شرکت مالی اسلامی قابل اجراست در حالیکه اوراق با پشتوانه دارایی و اوراق با پشتوانه وام‌های رهنی قابل اجرا نیست. اما یک شرکت غربی ممکن است نسبت به استفاده از صکوک و اوراق مذکور بی‌تفاوت باشد. چون کارکرد هر دو برای وی یکی است.^{۳۴}

♦ بررسی ریسک اوراق صکوک

مخاطره مربوط به اوراق صکوک رابه روش های مختلفی می توان دسته بندی کرد. «طارق»^{۲۸} در تحقیق خود با همین عنوان^{۲۹} یک دسته بندی کامل از مخاطره های مربوط به اوراق صکوک ارائه کرده است. مهم ترین مخاطره هایی که دارندگان اوراق صکوک با آن مواجه هستند را می توان به صورت زیر بیان کرد:

♦ ریسک از بین رفتن دارایی ها

چنانچه به دارایی مورد اجاره در فرآیند انتشار اوراق صکوک به هر دلیل خسارتی وارد آید آنگاه از ارزش آن دارایی کاسته شده و در نتیجه دارندگان صکوک متضرر می شوند. البته این ریسک را می توان از طریق بیمه کردن دارایی ها به طور کامل حذف کرد.

♦ ریسک نرخ سود

مبلغ اجاره بها معمولاً ثابت تعیین می شود و دارندگان اوراق صکوک در هر دوره اجاره بهای ثابتی را دریافت می کنند. بنابراین چنانچه نرخ سود متداول در بازار افزایش یابد آنگاه آنها در مقایسه با نرخ سود بازار، سود کمتری را دریافت می کنند.

♦ ریسک کاهش قیمت دارایی

چنانچه ارزش دارایی ها در تاریخ سررسید پایان مدت اجاره، به هر دلیل کاهش یابد آنگاه دارندگان اوراق صکوک با زیان سرمایه ای مواجه می شوند. البته این ریسک را می توان از طریق اعطای اختیار فروش^{۳۰} به دارندگان اوراق صکوک حذف کرد زیرا در این صورت آنها می توانند با اعمال^{۳۱} اختیار فروش خود، اوراق صکوک را به قیمت مندرج در برگه اختیار فروش به شرکت با مقصد خاص یابانی بفروشند.

♦ مزایای اوراق صکوک

برخی از مزایای انتشار اوراق صکوک را می توان به شرح زیر بیان کرد:

- ۱- صکوک نقدینگی بانی را افزایش می دهد.
- ۲- دارایی هایی که نقدینگی پایینی دارند و یا غیر نقد هستند از ترانزاکشن خارج شده و وجوه نقد جایگزین آن می شود.
- ۳- با اینکه قسمتی از دارایی ها از شرکت بانی جدا می شود اما با این حال باز هم بانی می تواند از دارایی ها استفاده کند.
- ۴- از آنجا که صکوک با پشتوانه دارایی منتشر

می شود لذا دارای ریسک کمتر است و هزینه تأمین مالی را نیز کاهش می دهد. یک راه دیگر کاهش هزینه تأمین مالی استفاده از افزایش اعتبار^{۳۲} است.

۵- صکوک با فراهم کردن امکان تبدیل دارایی ها به اوراق بهادار به توسعه بازار سرمایه کمک می کند.

۶- چنانچه برای داد و ستد اوراق صکوک یک بازار ثانویه فراهم شود آنگاه قابلیت نقدشوندگی این اوراق هم افزایش می یابد.^{۳۳}

♦ مقایسه صکوک با ابزارهای مرسوم دارای درآمد ثابت

صکوک با توراتق قرضه مرسوم در بازارهای مالی از جهات زیر تفاوت دارد:

۱- صکوک بیانگر مالکیت یک دارایی مشخص است در حالیکه اوراق قرضه فقط حاکی از تعهد بدهی هستند. یعنی رابطه بین صادر کننده و خریدار اوراق قرضه رابطه وام دهنده و وام



وجه تمایز صکوک با اوراق با پشتوانه دارایی (ABS) و اوراق با پشتوانه وام های رهنی (MBS) این است که این اوراق با پشتوانه یک سری بدهی های مالی (اسناد دریافتنی) دارای سود ثابت منتشر می شوند. لذا در حالی که صکوک به پشتوانه یک دارایی عینی منتشر می شود

گیرنده است. که نرخ بهره وام هم ثابت است و این موجب ربا می شود. یکی از مشکلاتی که برای درجه بندی اعتباری اوراق صکوک توسط مؤسسات رتبه بند بوجود می آید این است که چون سود و بازپرداخت اصل تضمین نمی شود لذا درجه اعتباری آنها پایین می آید. یکی از ملاک های مؤسسات رتبه بند این است که سود حتماً تضمین شده باشد، در حالیکه احکام اسلامی تضمین پرداخت سود ثابت را منع کرده است. لذا در اینجا یک وجه تناقض بوجود می آید و عدم پرداخت سود ثابت باعث می شود که رتبه اعتباری مؤسسات مالی اسلامی کاهش یابد.

۲- دارایی موضوع اوراق صکوک از نظر شرعی باید مجاز و صحیح باشد. در حالیکه در اوراق قرضه دارایی هایی که از نظر اسلام پذیرفته نیست نیز می تواند پشتوانه اوراق قرار بگیرد.

۳- اعتبار اوراق قرضه به اعتبار صادر کننده یا ناشر آن وابسته است و با آن سنجیده می شود در

حالیکه اعتبار صکوک به ناشر بستگی ندارد بلکه به ارزش دارایی پشتوانه بستگی دارد.

۴- فروش صکوک در بازار ثانویه فروش مالکیت یک دارایی است اما فروش اوراق قرضه فروش بدهی است.

و جوه تشابه صکوک و اوراق قرضه به شرح زیر است:

- ۱- قابلیت نقدشوندگی در بازار ثانویه
- ۲- درجه بندی اعتباری توسط مؤسسات رتبه بند
- ۳- قابلیت افزایش اعتبار
- ۴- تنوع در طراحی و عرضه^{۳۴}

♦ زیر ساخت های لازم برای توسعه بازار صکوک

۱- استاندارد کردن دارایی هایی که می تواند در این فرآیند مورد استفاده قرار بگیرد.

۲- استاندارد کردن فرآیند ارزیابی قیمت گذاری این دارایی ها

۳- تسهیل امور مربوط به رتبه بندی اوراق

۴- تسهیل فرآیند ارزیابی و تأیید شرعی ساختار اوراق صکوک

۵- استاندارد کردن فرآیند انتشار و عرضه اوراق

۶- ایجاد یک بازار ثانویه برای خرید و فروش اوراق صکوک و کمک به نقد شوندگی آن^{۳۵}

برای اینکه بازار صکوک به یک بازار توسعه یافته برای مدیریت نقدینگی تبدیل شود باید شرایط ذیل فراهم شود.

- ناشران متعددی رتبه بندی های اعتباری متفاوت اقدام به عرضه صکوک کنند.

- اوراق صکوک موجود در بازار دارای سررسیدهای متفاوت (کوتاه مدت و بلند مدت) باشد.

- بین ناشران، سرمایه گذاران، مؤسسات رتبه بند و سایر نهادهای مربوطه رابطه منسجمی وجود داشته باشد.^{۳۶}

♦ جمع بندی و نتیجه گیری

انتشار اوراق صکوک در واقع یکی از ساختارهای تبدیل دارایی ها به اوراق بهادار به شمار می رود در این مقاله ابتدا توضیح مختصری در مورد فرآیند تبدیل دارایی ها به اوراق بهادار ارائه و در ادامه تعریف صکوک و پیشرفت های صورت گرفته در زمینه انتشار صکوک بیان گردید. سپس به بررسی مزایا، ریسک ها و زیرساخت های لازم برای توسعه فرآیند انتشار اوراق صکوک پرداخته شد. اوراق صکوک در بازارهای بدهی جایگزینی برای اوراق قرضه و سایر ابزارهای مالی دارای درآمد ثابت به شمار می رود. از آنجا که طراحی،

با توجه به جدید بودن فرآیند انتشار اوراق صکوک به نظر می رسد برای توسعه و تسهیل این فرآیند در بازارهای مالی اسلامی، باید رابطه منسجمی بین ناشران، سرمایه گذاران، مؤسسات رتبه بند و سایر نهادهای مربوطه جهت فراهم شدن زیرساخت های لازم شکل بگیرد.

در مالزی، مرکز تحقیقات دانشگاه امام صادق (ع)،
۱۳۸۳
۱۳- نجفی، مهدی، «اصول و مبانی مالی اسلامی
و چشم انداز آن»، مرکز تحقیقات دانشگاه امام
صادق (ع)، ۱۳۸۴

منابع لاتین

1- AAOIFI, Shariah Standards No. 17, Accounting & Auditing Organization for Islamic Financial Institutions, Manama, Bahrain, 2003
2- Asad Zafar, Sukuk and its Contribution to Liquidity Management, International Islamic Financial Markets Conference and Specialized Workshop on Sukuk, Bahrain, 16-17 May 2005
3- Ausaf Ahmad, Tariqullah Khan, Islamic Financial Instruments for Public Sector Resource Mobilization, Jeddah, Islamic Research and Training Institute, 1997
4- Muhammad al-Bashir Muhammad al-Amine. THE ISLAMIC BONDS MARKET: POSSIBILITIES AND CHALLENGES, international Journal of Islamic Financial Services Vol. 3 No.1, 2001
5- Murawar Iqbal, Tariqullah Khan, Financing Public Expenditure: An Islamic Perspective, Jeddah, Islamic Research and Training Institute, Occasional Paper No.7, 2004
6- Nathif J Adam and Abdulkader Thomas, Islamic Bonds: Your guide to issuing, structuring and investing in Sukuk, Euro money Books, London, 2004
7- Salman Syed Ali, Islamic Capital Market Products: Developments and Challenges, Jeddah, Islamic Research and Training Institute, Occasional Paper No. 9, 2005
8- Tariq, Ali Arsalan, Managing Financial Risk of Sukuk Structures, dissertation submitted in partial fulfilment of the requirements for the degree of Masters of Science at Loughborough University, UK, 2004.

30- Syed Ali, 2005, p37
31- Syed Ali, 2005, p41
32- Syed Ali, 2005, p44
33- Special Purpose Vehicle
34- Hamad Medical City
35- Iqbal & Khan, 2004, P63
36- J Adam and Thomas, 2004, p77
37- J Adam and Thomas, 2004, p79
38- Tariq
39- Managing Financial Risk of Sukuk Structures
40- Put Option
41- Exercise
42- Credit Enhancing
43- Syed Ali, 2005, p47
44- J Adam and Thomas, 2004, p54
45- Syed Ali, 2005, p49
46- Asad zafar, 2005, p 19

منابع فارسی

۱- آئینی، محمد؛ طراحی ابزارهای رهن در ایران، پایان نامه، دانشگاه امام صادق (ع)، ۱۳۷۸
۲- باقر تبار، ایوب؛ ابزارهای مالی جدید برای بازار رهن ایران، پایان نامه، دانشگاه امام صادق (ع)، ۱۳۷۷
۳- بندریگی، محمد؛ المنجد؛ انتشارات ایران بازار بین الحرمین ج اول ج اول ۱۳۷۴ تهران
۴- شیروانی، علی؛ ترجمه و تبیین شرح لمعه؛ چاپ دوم قم انتشارات دارالعین ۱۳۷۸
۵- جعفر پور، جمشید، «ایع استصناع»، پژوهشنامه متین، ش ۳ و ۴
۶- درویشی، ابراهیم، «عقد استصناع تأمین کننده ابزار مورد نیاز صنعتگران»، فصلنامه بانک صادرات، ش ۲،
۷- صالح آبادی، علی و آرام، محمد؛ مدیریت مالی اسلامی و ابزارهای آن؛ دانشگاه امام صادق (ع)، ۱۳۸۰
۸- فاضلیان، سید محسن؛ «بررسی و امکان‌سنجی روش‌های تأمین مالی مسکن و تطبیق آن با موازین اسلامی مبتنی بر فقه جعفری»، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه امام صادق (ع) شهریور ۱۳۸۳ ش.
۹- المعلم بطرس البستانی؛ قاموس عام لکل فن و مطلب؛ دارالمعرفه بیروت لبنان ج ۱۰
۱۰- مؤمن؛ محمد «استصناع»، فقه اهل بیت، ش ۱۱ و ۱۲، ۱۳۷۶،
۱۱- نجفی، مهدی و شمس‌نژاد، سید سعید؛ مصوبات شورای مشورتی شرعی کمیسیون اوراق بهادار مالزی، نهم ۱۳۸۵ انتشارات دانشگاه امام صادق ع
۱۲- نجفی، مهدی، «تجربه بازارهای مالی اسلامی

انتشار و معامله این اوراق طبق اصول اسلامی انجام می‌گیرد لذا گزینه مناسبی برای مرتفع ساختن نیاز سرمایه‌گذاران مسلمان محسوب می‌شود. با توجه به جدید بودن فرآیند انتشار اوراق صکوک به نظر می‌رسد برای توسعه و تسهیل این فرآیند در بازارهای مالی اسلامی، باید رابطه منسجمی بین ناشران، سرمایه‌گذاران، مؤسسات رتبه‌بند و سایر نهاد‌های مربوطه جهت فراهم شدن زیرساخت‌های لازم شکل بگیرد.

(Endnotes)

۱- فاضلیان، ۱۳۸۳، ص ۱۲۰
۲- آئینی، ۱۳۷۸، ص ۷۴
3- Special Purpose Vehicle (SPV)
۴- باقر تبار، ۱۳۷۷، ص ۸۷
۵- بندریگی، ۱۳۷۴، ص ۹۴۴
۶- البستانی، ۱۳۷۵، ص ۷۲۹
۷- برای مطالعه بیشتر در مورد سازمان حسابداری و حسابرسی نهاد‌های مالی اسلامی رجوع کنید به نجفی، ۱۳۸۴، ص ۵۹-۵۶
8- J Adam & Thomas, 2004, 43
۹- شیروانی، ۱۳۷۸، ج ۱، ص ۱۲
۱۰- Sukuk Al-Ijarah
11- Monzer kahaf
12- Ahmad & khan
13- Islamic Financial Instruments for Public Sector Resource Mobilization
۱۴- Ahmad & khan, 1997, p18
15- Trustee
16- Capital Gain
17- put option
18- Syed Ali, 2005, p31
19- J Adam and Thomas, 2004, p73
20- J Adam and Thomas, 2004, p74
21- J Adam and Thomas, 2004, p76
22- AAOIFI, 2003, p5
23- Muhammad al-Bashir Muhammad al-Amine, 2001, p5
۲۴- ابراهیم درویشی، «عقد استصناع تأمین کننده ابزار مورد نیاز صنعتگران»، فصلنامه بانک صادرات، ص ۲، ۴۲.
۲۵- جمشید جعفر پور، «ایع استصناع»، پژوهشنامه متین، ش ۳ و ۴ ص ۴ به نقل از جمال عبدالناصر، موسوعه، جلد ۷، ص ۹۱.
۲۶- محمد مؤمن؛ «استصناع»، فقه اهل بیت، ش ۱۱ و ۱۲، ۱۳۷۶، ص ۲۰۱
۲۷- Salman, 2005, p37
28- Saxony-Anhalt
29- Global Ijarah Sukuk

(جدول شماره ۱)
فهرست اوراق صکوک دولتی منتشر شده تا پایان فوریه سال ۲۰۰۵

ناشر	تاریخ انتشار	حجم (میلیون دلار)	نرخ سود	دوره سرسید	رتبه اعتباری	بورس مورد پذیرش
دولت بحرین	فوریه ۲۰۰۵	۱۱۹	۴۵٪	۵ ساله	S&P: A	بورس بحرین
دولت پاکستان	ژانویه ۲۰۰۵	۶۰۰	نرخ شش ماهه لایبور + ۲.۲٪	۵ ساله	+S&P: B	بورس لوکرامبورگ
دولت مالزی (شرکت صکوک ساراواک)	دسامبر ۲۰۰۴	۳۵۰	نرخ شش ماهه لایبور + ۱.۱٪	۵ ساله	-S&P: A	-
امارات (صکوک جهانی دویی)	نوامبر ۲۰۰۴	۱۰۰۰	نرخ شش ماهه لایبور + ۰.۴۵٪	۵ ساله	-	-
امارات (هواپیمایی دویی)	نوامبر ۲۰۰۴	۱۰۰۰	نرخ شش ماهه لایبور + ۰.۴۵٪	۵ ساله	-	-
دولت بحرین	جولای ۲۰۰۴	۱۰۶	۵.۱۲۵٪	۱۰ ساله	-S&P: A	بورس بحرین
دولت بحرین	ژوئن ۲۰۰۴	۲۵۰	نرخ شش ماهه لایبور + ۰.۴۵٪	۵ ساله	S&P: A	بورس بحرین، بورس لوکرامبورگ و بورس لیوان
دولت آلمان (ایالت ساکسونی آن هالت)	ژوئن ۲۰۰۴	۱۴۵	نرخ شش ماهه لایبور + ۱٪	۵ ساله	S&P: AAA Fitch: AA	-
دولت بحرین	دسامبر ۲۰۰۳	۵۰	نرخ شش ماهه لایبور + ۰.۳٪	۳ ساله	-S&P: A	بورس بحرین
دولت قطر	دسامبر ۲۰۰۳	۷۰۰	نرخ شش ماهه لایبور + ۰.۴٪	۷ ساله	+S&P: A	بورس لوکرامبورگ و بورس لیوان
دولت بحرین	می ۲۰۰۳	۲۵۰	نرخ شش ماهه لایبور + ۰.۶٪	۵ ساله	-S&P: A	بورس بحرین
دولت بحرین	آوریل ۲۰۰۳	۱۰۰	۳.۷۵٪	۵ ساله	-S&P: A	بورس بحرین
دولت بحرین	فوریه ۲۰۰۳	۸۰	۳٪	۳ ساله	-S&P: A	بورس بحرین
دولت بحرین	نوامبر ۲۰۰۲	۵۰	۳٪	۳ ساله	-S&P: A	بورس بحرین
دولت بحرین	اگوست ۲۰۰۲	۸۰	۴٪	۵ ساله	-S&P: A	بورس بحرین
دولت مالزی (صکوک جهانی مالزی)	ژوئن ۲۰۰۲	۶۰۰	نرخ شش ماهه لایبور + ۰.۹۵٪	۵ ساله	-S&P: A	بورس بحرین و بورس لیوان
دولت بحرین	فوریه ۲۰۰۲	۷۰	۴.۲۵٪	۳ ساله	-	-
دولت بحرین	سپتامبر ۲۰۰۱	۱۰۰	۵.۲۵٪	۵ ساله	-	-