

## آسیب‌شناسی چالش‌های تامین مالی اسلامی با تاکید بر اوراق صکوک

سید جواد عمادی<sup>۱</sup>، زینب خمیس آبادی<sup>۲</sup>

<sup>۱</sup> دانشجوی دکتری اقتصاد مالی، هیات علمی موسسه آموزش عالی مهرآیین بندر انزلی، j.emadi.p@gmail.com

<sup>۲</sup> دانشجوی کارشناسی ارشد مهندسی مالی، موسسه آموزش عالی راهبرد شمال رشت، Zeinabkhamis۱۳۶۱@gmail.com

### چکیده

یکی از مهمترین نهادهای تولید، سرمایه است که به صورت‌های مختلفی از جمله نیروی کار، وجوه نقد و وسائل فیزیکی ظاهر می‌شود، که برای فراهم کردن آن حالت‌های مختلفی وجود دارد که یکی از آنها تامین مالی است. بهترین مزایای تامین مالی حذف واسطه‌گری مالی است، یعنی اوراق بدهی قابل فروش مستقیم به دست خریداران می‌رسد. تامین مالی روش‌های زیادی دارد که از مهمترین آنها می‌توان به تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی اشاره کرد. اولین روشی که برای تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی مورد استفاده قرار گرفت اوراق قرضه بود. اوراق قرضه براساس بهره ثابت منتشر می‌شود که در اسلام بهره ثابت به منزله رباست و منع شده و همچنین مشکل ورشکستگی بنگاه در این روش هم برای صادر کننده و خریدار وجود دارد. بنابراین بایستی به دنبال جایگزین مناسب برای آن بود. محققین اسلامی صکوک را بعنوان ابزار مناسبی برای جایگزینی اوراق قرضه معرفی کردند که در این تحقیق مورد بحث واقع می‌شود. و چالش‌های پیش روی آن ذکر شده است. با اینکه برای حل مشکل نقدینگی بانک‌های اسلامی تاکنون کوشش‌های موفقیت‌آمیز متعددی در سطح بین‌المللی انجام گرفته، هنوز راه بسیار طولانی برای حل مشکل مدیریت نقدینگی در بانک‌های اسلامی وجود دارد. با تقویت همکاری میان کشورهای اسلامی، در زمینه حمایت از بانکداری اسلامی می‌توان به حل این مشکل کمک نمود. این مهم با استفاده از نهادهای مالی موجود مانند نهاد‌های مالی بین‌المللی اسلامی، تسهیل و تسریع می‌شود. اوراق صکوک از نظر اقتصادی کارا هستند، زیرا اولاً صکوک می‌تواند ابزاری کارا برای کنترل نقدینگی باشد. بانک مرکزی می‌تواند در عملیات بازار باز به خرید و فروش اوراق صکوک منتشر شده دولت پردازد. به نظر می‌رسد این کار مناسب‌تر از انتشار اوراق مشارکت باشد، زیرا صکوک هم مانند اوراق مشارکت نیست که نقدشوندگی بالایی داشته باشد. و به این دلیل ابزار کاراتری برای کنترل نقدینگی است.

**واژگان کلیدی:** مالی جهانی، انتشار، اسلام، صکوک، واسطه‌گری مالی، اوراق بدهی، اوراق قرضه، بانکداری اسلامی

## مقدمه

سرمایه یکی از نهادهای اصلی تولید است. در گذشته سرمایه بیشتر به شکل ابزار و آلات کار انسان مطرح بود. اما، امروزه سرمایه به عنوان انباشت نقدینگی برای شروع یا ادامه یک فعالیت اقتصادی نیز در نظر گرفته می شود. دولتها و شرکتهای اقتصادی برای شروع یا ادامه یک فعالیت اقتصادی احتیاج به تأمین سرمایه دارند. این سرمایه یا از دارایی دولت و صاحبان شرکت تأمین می شود و یا اینکه از طریق فرآیند تأمین مالی بدست می آید. فرآیند تأمین مالی یکی از مباحث مهم اقتصاد مالی است. برای تأمین مالی، روشها و ابزار گوناگونی وجود دارد که هر کدام دارای ویژگیها و خواص مربوط به خود است. بسته به نیازها، توان مالی، شرایط بنگاههای اقتصادی و تنوع رفتار مردم در سرمایه گذاری و مواجهه با خطر، این ابزارها و روشها تبیین و به کار گرفته می شوند. یکی از روشهای مهم فرآیند تأمین مالی، تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی ها می باشد. واژه تبدیل به اوراق بهادار کردن، یکی از واژههایی است که از ظهور آن در ادبیات مالی جهان بیش از دو دهه نمی گذرد. تبدیل به اوراق بهادار کردن فرآیندی است که طی آن، نخست داراییهای مؤسسه مالک دارایی یا بانی از ترازنامه آن مؤسسه جدا می شود و سپس، تأمین وجوه را سرمایه گذارانی انجام می دهند که ابزار مالی قابل مبادله را خریده اند. این ابزار مبادله شده نمایانگر بدهکاری مزبور می باشد. به عبارت دیگر، تبدیل به اوراق بهادار کردن، فرآیندی است که در آن واسطه های مالی مانند بانکهای تجاری حذف و اوراق بدهی قابل خرید و فروش مستقیماً به سرمایه گذاران فروخته می شود. در واقع، یک شرکت تأمین سرمایه، مجموعه ای از داراییهای مالی را جمع آوری و اوراق بدهی را برای تأمین مالی مجموعه مورد نظر، به سرمایه گذاران بیرونی می فروشد. در فرآیند تبدیل داراییها به اوراق بهادار، شرکت یا مؤسسه ای که نیاز به تأمین مالی دارد اقدام به تأسیس یک شرکت با مقصد خاص می کند و آن دسته از داراییهای خود را که دارای جریانهای نقدی آتی هستند به شرکت با مقصد خاص می فروشد. شرکت با مقصد خاص برای اینکه وجه لازم برای خرید داراییهای مذکور را فراهم کند، اقدام به انتشار اوراق بدهی با پشتوانه دارایی می کند و آن را به عموم سرمایه گذاران عرضه می کند. سپس شرکت با مقصد خاص وجوهی را که از محل فروش اوراق بدهی به دست آورده است، بابت خرید داراییهای مالی به بانی پرداخت می کند. سرمایه گذارانی که اوراق بدهی با پشتوانه دارایی را خریده اند از محل جریانهای نقدی حاصل از داراییهای مالی شرکت با مقصد خاص بازدهی کسب می کنند. یکی از ابزارهای مالی مهم و کارا برای فرآیند تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی ها، اوراق قرضه می باشد. به صورت ساده، تأمین مالی از طریق اوراق قرضه اینگونه است که بنگاه اقتصادی سرمایه مورد نیاز خود را به صورت مستقیم از مردم قرض می گیرد و در زمانهای معین بهره آن قرض را می پردازد و در سررسید اصل قرض را باز پس می دهد.

قدمت بانکداری در ایران نیز، به دوران قبل از هخامنشیان بازمی گردد. با این حال، آنچه در خصوص بانکداری ایران بایستی مورد اشاره قرار گیرد، نظام بانکی پس از پیروزی انقلاب اسلامی و پیدایش بانکداری اسلامی است. قانون بانکداری اسلامی بدون ربا به پشتوانه انقلاب اسلامی و تجدید حیات ارزشهای دین مبین اسلام، و متعاقب ملی شدن نظام بانکداری کشور در شهریورماه سال ۱۳۶۲ به تصویب رسید. اما به عقیده بسیاری از محققان و کارشناسان سیستم بانکی، «بانکداری فعلی ایران هنوز متناسب با بانکداری اسلامی نیست؛ زیرا از لحاظ اقتصادی توجه لازم را ندارد و در ضمن مشکل شرعی نیز دارد.» از سوی دیگر، تواناییها و ظرفیتهای بانکداری اسلامی به طور کامل به مرحله ظهور نرسیده است و پاسخگوی نیازهای بازار نیست (موسویان، ۱۳۸۳). بر اساس پژوهشی که توسط دو تن از کارشناسان علوم بانکی ایران، صورت گرفته است، در سایر کشورهای دارای نظام بانکداری اسلامی نیز، بانکداری غیر ربوی نسبت به بانکداری ربوی، کارآیی بیشتری از خود نشان داده است. (محمدی، ۱۳۷۸). از سوی دیگر، بانکهای اسلامی با وجود رشد چشمگیر سرمایه و مجموع سپرده ها و داراییها، هنوز هم مؤسسات مالی کوچکی محسوب

می‌شوند. حضور تعداد اندکی از بانک‌های اسلامی در فهرست صد بانک برتر جهان که هر ساله از سوی مجله معتبر بانکدار منتشر می‌شود، گویای این واقعیت است.

بدین منظور، بعد از اجرای موفق ایده بانکداری بدون ربا در خیلی از کشورهای اسلامی، دانشمندان مسلمان به فکر طراحی ابزارهای مالی اسلامی نیز افتادند و بدین منظور مطالعات گسترده‌ای روی عقود شرعی و قابلیت آنها برای ابزارسازی صورت گرفت. متفکران مسلمان در این عرصه نیز موفق بوده‌اند. آنان توانسته‌اند با رعایت ضوابط و مقررات شرعی، متناسب با نیازهای واقعی جوامع اسلامی، انواعی از ابزارهای مالی به نام صکوک طراحی کنند. صکوک که انتشار آن‌ها در بازارهای جهانی از حدود سال ۲۰۰۱ آغاز شد (Jabeen, ۲۰۰۷).

## بیان مسأله

یکی از مهمترین نهادهای تولید، سرمایه است که به صورت‌های مختلفی از جمله نیروی کار، وجوه نقد و وسائل فیزیکی ظاهر می‌شود، که برای فراهم کردن آن حالت‌های مختلفی وجود دارد که یکی از آنها تامین مالی است. بهترین مزایای تامین مالی حذف واسطه‌گری مالی است، یعنی اوراق بدهی قابل فروش مستقیم به دست خریداران می‌رسد. تامین مالی روش‌های زیادی دارد که از مهمترین آنها می‌توان به تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی اشاره کرد. اولین روشی که برای تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی مورد استفاده قرار گرفت اوراق قرضه بود. اوراق قرضه براساس بهره ثابت منتشر می‌شود که در اسلام بهره ثابت به منزله رباست و منع شده و همچنین مشکل ورشکستگی بنگاه در این روش هم برای صادر کننده و خریدار وجود دارد. بنابراین بایستی به دنبال جایگزین مناسب برای آن بود. محققین اسلامی صکوک را بعنوان ابزار مناسبی برای جایگزینی اوراق قرضه معرفی کردند که در این تحقیق مورد بحث واقع می‌شود. از لوازم پیشرفت اقتصادی هر کشوری در جهان امروز، توسعه بازارهای مالی آن کشور است. بورس اوراق بهادار وظیفه سازماندهی پس‌اندازهای خرد و کلان مردم و جهت‌دهی آن به سمت فعالیت‌های مولد اقتصادی را بر عهده دارد. هر شرکت تجاری که نیاز به تأمین مالی و یا اعتبار داشته باشد با انتشار اوراق بهادار خویش در بورس می‌تواند به این اهداف برسد.

بررسی بیش از دو دهه تجربه بانکداری اسلامی در کشور نشان دهنده این مطلب است که چالش‌ها و مشکلات موجود در مواردی منجر به همگرایی و مشابهت نظام بانکداری بدون ربا در ایران با نظام بانکداری ربوی گردیده است و به عبارت دیگر، نظام بانکداری اسلامی در کشور در مواردی عملکردی شبه ربوی داشته است. از این رو به جرأت می‌توان گفت وضع موجود بانکداری اسلامی در کشور با وضع ایده‌آل بانکداری اسلامی که در سطح گسترده در ادبیات نظری اقتصاد و مالیه اسلامی مورد توجه قرار گرفته است، فاصله زیادی دارد. با توجه به این مطلب و تأکیدات مشخصی که نظام جمهوری اسلامی بر اسلامی عمل کردن نظام بانکی دارند و نیز تعهدی که بانک مرکزی بر تضمین اسلامی بودن عملکرد بازار پول در کشور بر عهده دارد، به نظر می‌رسد دیگر زمان آن فرا رسیده است که در ذیل طرح تحول در نظام بانکی، تلاش گردد سطح اسلامی عمل کردن نظام بانکی (تا حد ممکن) افزایش یابد. به منظور انجام هر گونه اصلاحی، آسیب‌شناسی دقیق روش‌های تامین مالی اسلامی در کشور یک نیاز و ضرورت اجتناب‌ناپذیر است.

این تحقیق با استفاده از روش تحلیلی-توصیفی، تلاش می‌کند تا به صورت مختصر، ابعاد مرتبط بانکداری اسلامی در طرح تحول نظام بانکی را برجسته کرده و این کار را از طریق ارزیابی و آسیب‌شناسی چالش‌های موجود تامین مالی در بانکداری بدون ربا در کشور انجام می‌دهد. هدف اصلی این آسیب‌شناسی، معطوف نمودن توجه مسئولان بانک مرکزی و تصمیم‌گیران طرح تحول در نظام بانکی به ابعاد مشکل‌دار نظام بانکداری در کشور از دیدگاه تطابق با تعالیم اقتصاد و مالیه اسلامی است. گر چه تمرکز اصلی تحقیق، تنها برجسته نمودن این چالش‌ها می‌باشد، اما در هر مورد تلاش می‌شود تا ضمن ارائه مثال‌هایی از

عدم تطابق عملکرد فعلی نظام بانکی با تعالیم اسلامی، راه‌حلهایی هر چند ابتدایی نیز ارائه شده و از این طریق، به منظور دستیابی به راه‌حلهایی دقیق‌تر، زمینه طرح مباحث تکمیلی در محافل علمی فراهم آید. این تحقیق به روش توصیفی تحلیلی انجام پذیرفت همچنین از منابع کتابخانه‌ای و همچنین مقالات معتبر استفاده شد.

این تحقیق سوال اساسی این است که عوامل درونی و بیرونی (نقاط ضعف و قوت و تهدیدها و فرصت‌ها) تامین مالی اسلامی با تاکید بر اوراق صکوک در نظام بانکی کشور کدامند؟

سوالات فرعی پژوهش

- نقاط قوت و نقاط ضعف تامین مالی اسلامی با تاکید بر اوراق صکوک کدامند؟

- فرصت‌ها و تهدیدهای تامین مالی اسلامی با تاکید بر اوراق صکوک کدامند؟

- چه راهبرد هایی برای مقابله با تامین مالی اسلامی با تاکید بر اوراق صکوک مناسب می باشند؟

### پیشینه پژوهش

#### پیشینه داخلی

**کازمی نسب هاشم آبادی (۱۳۹۴)**، به بررسی و ترویج روش های تأمین مالی برای سرمایه گذاران از طریق انتشار صکوک پرداخت. ایشان ابراز داشتند یکی از مهم ترین مباحث مطرح در علوم مالی، تأمین مالی است. بدین منظور ابزارهای مختلف تأمین مالی طراحی و مورد استفاده قرار می گیرند. اهداف تمام نظام های اقتصادی پیشرفت اهداف کلان اقتصادی از طریق دستیابی به رشد درون زا و مستمر اقتصادی است. در نظام های مالی اسلامی به دلیل اهداف و فلسفه وجودی خود و حرمت ربا به دنبال استفاده از ابزارهای مالی اسلامی هستند. صکوک به عنوان یکی از ابزارهای مالی اسلامی و بدون بهره در چند دهه گذشته توانسته جایگاه مناسبی را در بین دولت ها و شرکت های اسلامی پیدا نماید. از آن جا که همواره شرکت ها جهت تأسیس یا گسترش و توسعه فعالیت های خود نیازمند تأمین مالی بوده اند. در یک نظم تأمین مالی با استفاده از ابزارهایی جهت برآوردن این نیاز تدارک دیده شده است. از این رو مقاله حاضر به روش تحلیلی-توصیفی و با استفاده تجربه کشورهای اسلامی صکوک را به عنوان اوراق بهادار اسلامی معرفی می کند. که در واقع صکوک زمینه تسهیل و انتشار اوراق در بازارهای ثانویه مناسب جهت خرید و فروش اوراق را فراهم می کند و شرایط رشد و گسترش نظام مالی و در نتیجه نظام اقتصادی کشور را ایجاد می نماید.

**پیرایش و باقری (۱۳۹۴)**، به بررسی بکارگیری ابزارهای تامین مالی اسلامی (صکوک) در ایران پرداختند. آنها در مقاله خود بیان داشتند یکی از نوآوری های دهه اخیر در عرصه بحث های پولی و مالی اسلامی، انتشار انواع اوراق بهادار اسلامی به اسم صکوک است، این اوراق به طور عمده برای تامین مالی دولت، سازمان های وابسته به دولت و بنگاه های اقتصادی منتشر می شوند و از آنجا که شروع ابزارهای تامین مالی از کشورهای غربی بوده است و با تصویب قانون اوراق بهادار در سال ۱۳۸۴، زمینه لازم برای طراحی و انتشار انواع مختلف ابزارهای مالی اسلامی جدید در کشورمان فراهم شده است. در این میان اوراق اجاره به عنوان نخستین ابزار جدید (پس از اوراق مشارکت) مورد توجه سازمان بورس و اوراق بهادار قرار گرفت. بهترین ابزار بدهی در نظام مالی متعارف در کشورهای اسلامی اوراق قرضه می باشد ولی به دلیل ربوی بودن آن در کشورمان مردود شمرده می شود و دولت ها و شرکت های اسلامی جهت تامین مالی نیازمند ابزارهایی هستند که مطابق با اصول اسلامی باشد و استفاده از ابزارهای مالی صکوک یکی از ابزارهای فراگیر تامین مالی در نظام اسلامی می باشد و می توان از آن بهره برد. این متن با هدف آشنایی با ابزارهای مالی اسلامی و با تاکید بر تعریف انواع اوراق ها و نقش آنها در کاهش ریسک ها به نگارش

<http://MaJournal.ir>

درآمده است. این مقاله به روش توصیفی تحلیلی و با استفاده از یافته های تحقیقات انجام شده تدوین و نتایج بررسی نشان می دهد که ما با استفاده از انواع صکوک و بررسی مشکلات و ریسک های موجود مربوط به انواع صکوک بتوانیم انتخاب متناسبی داشته باشیم.

**سمیع پور (۱۳۹۴)**، مقاله ای با عنوان بررسی مشکلات مالیاتی تامین مالی از طریق ابزارهای مالی اسلامی انجام داد. ایشان بیان داشتند، تامین مالی یکی از مهمترین مباحث مطروحه در علوم مالی است. به همین جهت ابزارهای مختلف تامین مالی طراحی و مورد استفاده قرار می گیرند. با توجه به فقدان تنوع ابزارهای مالی در ایران، تنوع در طراحی ابزارهای مالی و فراهم نمودن امکان تامین مالی از طریق آنها یکی از نیازهای اساسی شرکت ها می باشد. در نظام مالی اسلامی کشورمان، به عنوان مثال اوراق صکوک اجاره که یکی از پرکاربردترین ابزارهای تامین مالی در حوزه مالی اسلامی است گزینه ای مناسب برای تامین مالی شرکت های ایرانی است. اما برای این منظور باید تدابیر لازم اندیشیده شود و طراحی این ابزار مالی با در نظر گرفتن کلیه عوامل و شرایط خاص کشورمان انجام گیرد. مسائل مالیاتی از عمده ترین مشکلات موجود در این راه می باشد. به نظر می رسد برای حل مشکلات مالیاتی پیش روی ابزارهای مالی اسلامی، در کوتاه مدت باید سود یا اجاره پرداختی این اوراق همانند سود اوراق مشارکت و سود سپرده های بانکی معاف از مالیات شود ولی در بلند مدت با تصویب قوانین مناسب، سود یا اجاره پرداختی این ابزار مالی، سود اوراق مشارکت، و سود سپرده های بانکی مشمول مالیات شود. اما هزینه آن ها هزینه قابل قبول مالیاتی باشد.

**موسویان و کشاورزبان پیوستی (۱۳۹۳)**، پژوهشی با عنوان آسیب شناسی انتشار صکوک اجاره در بانک های ایران (مطالعه موردی بانک سپه) انجام دادند. هدف اصلی مقاله بررسی موانع انتشار صکوک اجاره در بانک های دولتی و ارائه راهکارهای کاربردی می باشد که برای دستیابی به این هدف از روش توصیفی تحلیلی استفاده نمود و به مقایسه تطبیقی دستور العمل ها، رویه ها و مقررات حاکم بر سازمان بورس اوراق بهادار و بانک مرکزی ایران پرداخته شده است. یافته های تحقیق نشان می دهد که علیرغم تدوین فرایند انتشار صکوک اجاره در سازمان بورس و بانک مرکزی به دلیل مشکلات ساختاری نظیر فقدان راهکار مشخص برای فروش دارایی بانک های دولتی به شرکت واسطه، فقدان نهادهای مرتبط با انتشار صکوک اجاره در دستور العمل و رویه های بانک مرکزی، عدم شمولیت قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید در خصوص معافیت عوارض و مالیات در دستور العمل بانک مرکزی، فقدان متولی واحد برای انتشار صکوک اجاره و... امکان بهره گیری بانک های دولتی از این ابزار کارآمد تامین مالی اسلامی وجود ندارد. در این پژوهش راهکارهای اجرایی و عملیاتی برای نهادینه کردن ابزار صکوک اجاره ارائه شده است.

**حسینی و همکاران (۱۳۹۲)**، با انتشار مقاله ای تحت عنوان "نقش صکوک اجاره و اوراق مشارکت در تامین مالی شرکت ها" به بررسی صنعت اوراق بهادار در ایران معرفی متولیان انتشار صکوک در کشور (سازمان بورس اوراق بهادار و بانک مرکزی ایران)، انواع صکوک و مکانیزم انتشار انواع صکوک اجاره در کشور، نقش صکوک در تامین مالی شرکت ها، نقش اوراق مشارکت بانک مرکزی در تامین مالی و مقایسه تطبیقی صکوک اجاره و اوراق مشارکت می پردازند. آنها نتیجه گیری می کنند که دلایل سهم پایین انتشار صکوک اجاره در مقایسه با اوراق مشارکت به مواردی نظیر شناخت کمتر سرمایه گذاران، نوبا بودن صکوک اجاره و پیچیده و زمانبر بودن روند اجرایی انتشار صکوک و اخذ مجوز از سازمان بورس و اوراق بهادار مربوط می شود.

**اکبریان فرد و همکاران (۱۳۹۱)**، مقاله ای با عنوان بکارگیری ابزار صکوک در تامین مالی با رویکردی اسلامی: چالش ها و فرصت ها انجام دادند. آنها بیان داشتند ویکردهای تامین مالی در دو دهه اخیر افزایش چشمگیری داشته است به نحوی که



نرخ متوسط رشد سالانه استفاده از ابزارهای مالی اسلامی در دنیا برابر با ۳۰ درصد بوده است. صرفنظر از تفاوت‌های مذهبی، نژادی، این ع ملکرد چشمگیر، اقتصاد بسیاری از کشورهای مسلمان و غیر مسلمان را بواسطه افزایش رشد سرمایه گذاری در این حوزه و فرصت های بکارگیری بالاتر تحت تأثیر قرار داده است. بدون شک تأمین مالی با رویکردهای اسلامی به عنوان یکی از زمینه های مهم برای رشد فعالیت های مهم اقتصادی در سطح کشورهای اسلامی شناخته شده است. صکوک به عنوان یکی از موفقترین ابزارهای تأمین مالی در کشورهای اسلامی است که بر اساس قرار داد اجاره عادی و اجاره به شرط تملیک طراحی شده است. اما این عملکرد و افزایش چشمگیر در استفاده در بازار ک ماکان جدید است و ابعاد آن چندان که باید مورد توجه قرار نگرفته است. مقاله حاضر بکارگیری و چشم انداز این ابزار مالی در مالیه بخش عمومی مورد بررسی قرار گرفته است. سپس چالش ها و فرصت های پیش رو که بایست توسط مشارکین بازار مورد توجه قرار گیرند، مورد بحث قرار گرفته است. نتایج بررسی نشان می دهد ابزار صکوک دارای مزایای منحصر به فرد و ارزش افزوده است که می تواند از انتخاب فرصت های سرمایه گذاری و دستیابی به منافع خاص مورد توجه قرار گیرد.

**منتظری و همکاران (۱۳۹۱)**، به بررسی روشهای تأمین مالی سنتی و نوین و مروری جامع بر روش نوین تأمین مالی اسلامی (صکوک). پرداختند. در این مقاله آنها بیان داشتند امروزه سرمایه، به عنوان انباشت نقدینگی برای شروع و یا ادامه فعالیت یک واحد اقتصادی در نظر گرفته می شود. واحدهای تجاری برای تأمین مالی خود از روشهای متفاوتی استفاده می کنند: روشهای کوتاه مدت، اجاره ای، بلند مدت از انواع آن می باشند. هدف از انجام این تحقیق معرفی روشهای سنتی تأمین مالی و روشهای نوین تأمین مالی می باشد. با توسعه بازارهای مالی در دنیا روز به روز اهمیت و اثر گذاری آنها در تمام جنبه های تمدن بشری از جمله اقتصاد و سیاست افزایش یافته است. بحران های مالی ناشی از ریسک های اوراق بهادار یا یک نوع ابزار مالی در یک کشور می تواند به راحتی زنجیرهای از بحران ها را در گستره بزرگی از کشورها ایجاد کند. مانند بحران ناشی از وام های رهنی در امریکا در اواخر سال ۲۰۰۷ که بازارهای مالی دنیا را با مشکلات بسیاری مواجه کرد. صکوک یک نوع ابزار مالی جدید با پشتوانه ترازنامه و دارایی فیزیکی است که در دهه های اخیر مورد توجه بازارهای سرمایه به خصوص بازارهای اسلامی قرار گرفته است. ابزار مالی صکوک منابع مالی متنوعی را برای توسعه بازار و مدیریت نقدینگی بنگاه های اقتصادی فراهم می نماید که به تشریح ابعاد مختلف و نحوه استفاده از آن در این تحقیق پرداخته ایم.

**دولتی و جعفری (۱۳۸۸)**، در مقاله ای تحت عنوان بررسی چالش های مالیاتی تأمین مالی از طریق اوراق صکوک اجاره، به بررسی چالش های مالیاتی مطرح در آن دوره پرداخته اند. آنها با مطرح نمودن مباحث نظری مالیاتی، مبانی اوراق صکوک اجاره و چالش های مالیاتی آن لزوم حذف مالیات از انتشار صکوک اجاره را همانند معافیت مالیاتی سپرده های بانکی و اوراق مشارکت را مطرح نمودند.

**موسویان و کریمی (۱۳۸۸)**، به بررسی فرایند تأمین مالی از طریق انتشار اوراق اجاره (صکوک اجاره) پرداختند. آنها اظهار داشتند در شرایط کنونی اقتصاد کشور طراحی و بکارگیری ابزارهای مالی جدید امری ضروری است. در بین این ابزارهای مالی اسلامی جدید، صکوک اجاره (اوراق اجاره) از محبوبیت و امتیازات ویژه ای برخوردار است. در زمینه کاربردی نمودن اوراق اجاره باید اذعان کرد که گرچه موضوع اوراق اجاره توسط کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار در اوایل سال ۱۳۸۶ مورد بررسی قرار گرفته و ضوابط آن نیز در بهمن ماه همان سال به تصویب شورای عالی بورس و اوراق بهادار رسیده، لکن این ابزار مالی هنوز در ایران به مرحله اجرا و انتشار نرسیده است. فرایند طراحی و اجرایی شده این اوراق مستلزم طی مراحل چندگانه طراحی مالی، بررسی فقهی، حقوقی، مدیریت ریسک، حسابداری و بررسی های مالیاتی است. در خصوص طراحی مالی و فرایند عملیاتی انتشار اوراق اجاره، نحوه انتشار چهار نوع اوراق اجاره تأمین دارایی، اوراق اجاره تأمین نقدینگی، اوراق اجاره رهنی و اوراق اجاره شرکت های لیزینگ مورد بررسی قرار گرفته است که تمامی آنها از قابلیت انتشار در ایران

برخوردارند. نتیجه به دست آمده از بررسی انواع گوناگون اوراق اجاره و قراردادهای ملحوظ در فرایند انتشار این اوراق، حاکی از آن است که از نظر فقهی قراردادهای بکار رفته در این اوراق از قبیل حقالعملکاری، بیع نقد، اجاره عملیاتی، اجاره سرمایه ای و بیع سهم مشاع از دارایی اجاره داده شده، هیچ مشکلی ندارند. به علاوه، در صورت اجرایی شدن انتشار اوراق اجاره، این ابزار را می توان مکمل مناسبی برای اوراق مشارکت طرح های سرمایه گذاری و عمرانی تلقی نمود.

### پیشینه خارجی

**لای و همکاران (۲۰۱۷)**، در مقاله خود با عنوان «چالش های انتشار جهانی مالی: مالی اسلامی از طریق اوراق صکوک» بیان داشت، خلاصه این تحقیق بصورت زیر است.

به دنبال بحران مالی جهانی در سال ۲۰۰۸-۲۰۰۹، علاقه جدیدی در انتشار و جمع بندی ایده ها و شیوه های مالی وجود دارد. و درک اینکه چگونه این ایده ها و شیوه های جدید می توانند برای مبارزه با شیوع و انتشار غالب هریک از اینها جلوگیری کند. با این حال مفاهیم موجود و زبان در ادبیات گسترده تر در مورد انتشار محدودیت ها، توانایی را برای تحلیل و ارزیابی اختلاف نظر ها به خصوص در طول زمان پایدار و تغییر یافته است. در این مقاله، مفهوم توسعه را به عنوان یک رویکرد پس از تعادل برای تجزیه و تحلیل رقابت دائمی مالی جهانی که در سطح رقابت با عمل بازار است را بررسی شده است. یک چارچوب مفهومی را برای تجزیه و تحلیل دینامیک پیچیده یک طبقه از دارایی های مالی که در سال های اخیر به عنوان ورودی قابل توجه از دارایی های مالی ساخته شده است را فراهم شده است: صکوک که اغلب به عنوان اوراق قرضه اسلامی نامیده می شود. تفاوت های پویا را در پیروی از ایده ها و شیوه های مختلف اعم از اسلامی و سرمایه های متعارف برجسته می کند و حدس زده می شود که که اوراق صکوک در حال رقابت با انتشار موسسات مالی جهانی است و در ظهور آن سهم است زیرا اقتصاد جهانی به طوره فزاینده ای در حال انحصاری است.

**ابراهیم (۲۰۱۵)**، در مقاله خود با عنوان «موضوعاتی در بانکداری و مالیه اسلامی: بانکهای اسلامی سرمایه گذاری منطبق با شریعت و صکوک» بیان داشت، پژوهش های گوناگون صورت گرفته در زمینه صنعت ماله اسلامی را مورد بررسی قرار می دهد. این مقاله به ویژه بر بانکداری اسلامی و پژوهش بازار سرمایه اسلامی متمرکز می شود. تا به امروز پژوهش علمی در باره مالیه اسلامی اساساً به تحقق عملی عملکرد آن بر این استدلال محدود است که مالیه اسلامی از مالیه مرسوم سنتی متمایز است. درحالیکه برای توجیه قابلیت سوددهی صحیح و کامل مالیه اسلامی باید کارهای زیادی صورت گیرد این کارها و پژوهش های آتی باید به دنبال قرار دادن پایه های اسلامی این صنعت در جایگاه های نظری مناسب باشد که ماورای وضعیت متفاوت است. علاوه براین به صورت نظری و تجربی اثبات ارتباط آن بر رفاه اقتصادی و سیستم هایی نظیر ثبات اقتصادی شمول مالی توسعه اقتصادی و سیاست های ثبات سازی مورد نیاز است.

**کمال و الصوفی (۲۰۱۵)**، در مقاله خود ابراز داشتند رویکرد ها و مباحث متدلوژیکی روشنفکران برجسته و منتقد مسلمان (CMI) در مورد مساله ی ربا یا بهره ی بانکی در دین اسلام را ارائه و اجرا می کند. این مطالعه اساساً بر مبنای متدلوژی و مباحث فضلور رحمان (اهل پاکستان) بوده و آن ها را با رویکرد های سنت گرایان در زمینه ی ربا مقایسه می کند. این مقاله اهمیت جانشین سازی مباحث CMI ها در ادبیات و شیوه های بانکداری و حسابداری اسلامی را نشان داده و استدلال می کند که این چنین جانشین سازی مانع از ظهور مباحث جدید، نوآورانه و منتقدانه در مورد مساله ی ربا مخصوصاً در حسابداری اسلامی و عموماً در بانکداری اسلامی می شود. این مقاله ضرورت ادغام مباحث و افکار منتقدانه ی CMI ها در رشته های حسابداری و بانکداری اسلامی را برای ما آشکار می سازد، آن هم مخصوصاً اگر این رشته ها خواهان مشارکت در جهت ارتقا عدالت اجتماعی-اقتصادی و همین طور درصد یافتن جایگزین هایی برای همتایان معمول و نئولیبرال باشند.

<http://MaJournal.ir>

**بک و همکاران (۲۰۱۳)**، به بررسی مقایسه بانکداری اسلامی با بانکداری متعارف: مدل کسب و کار، بهره وری و ثبات پرداختند. آنها در پژوهش خود به پرسش دو سوال پرداختند و اظهار داشتند، بانک های اسلامی نسبت به بانک های متعارف چقدر متفاوت هستند؟ آیا بحران اخیر، نگاهی دقیق تر به مدل کسب و کار دینی را برای بانکداری توجیه می کند؟ در هنگام مقایسه بانک های معمول با بانک های اسلامی و با کنترل تأثیرات تفاوت زمان در کشورهای ثابت، ما تعدادی تفاوت قابل توجه در جهت گیری کسب و کار پیدا می کنیم. با این حال شواهدی وجود دارد که بانک های اسلامی کمتر مقرون به صرفه هستند، اما نسبت واسطه گری و کیفیت دارایی بالاتری دارند و بهتر سرمایه گذاری شده اند. ما همچنین تنوع ملی-سراسری بزرگی را در تفاوت های بین بانک های اسلامی و معمول و همچنین در بین بانک های اسلامی در اندازه های مختلف پیدا می کنیم.

**وایون (۲۰۱۲)**، در مقاله خود با عنوان رفتار جامعه مسلمان در هدایت بانکداری اسلامی ابراز داشت، هدف این مطالعه در تعیین عواملی است که رفتار جامعه مسلمان را در کاربرد خدمات بانکداری اسلامی در سوراکارتا تحت تاثیر قرار میدهند. جمع آوری داده ها از طریق توزیع پرسشنامه انجام می شود. در مجموع، ۲۲۰ پرسشنامه توزیع شد و ۱۹۸ پرسشنامه برگردانده شد (نسبت بازگشت ۹۰). تجزیه و تحلیل ها با استفاده از روش سلسله مراتب رگرسیون انجام شد. نتایج استنباطی تجزیه و تحلیل نشان داد که نگرش اثر قابل توجهی دارد. نفوذ اجتماعی در مراحل اولیه بررسی بسیار مهم است، اما در مرحله بعد همانند قیمت گذاری و دانش از بین می رود. هر دو متغیرها به عنوان اعتدال در نظر گرفته میشوند که نمی توانند رابطه بین نگرش ها و تأثیرات اجتماعی را با هدف کاربرد بانک های اسلامی بیان کنند. متغیر دانش یک متغیر قابل توجهی در تحت تاثیر قرار دادن استفاده از بانک های اسلامی، به منظور جایگزین نفوذ اجتماعی به عنوان متغیر مستقل میباشد.

**رومی و همکاران (۲۰۱۱)**، مقاله ای با عنوان روشهای پرداخت سود سهام در بخش غیر مالی پاکستان: شواهد تجربی از بورس اوراق بهادار کراچی انجام داد. این مطالعه در نظر دارد، شیوه های پرداخت سود سهام بخش های غیر مالی بورس اوراق بهادار کراچی را بررسی کند. تمام پرداخت سود سهام بخش های بورس اوراق بهادار کراچی برای دوره ۲۰۰۴-۲۰۱۰ مورد بررسی قرار گرفت. ترکیبی توسعه یافته از شش متغیر همراه با آمار توصیفی برای موشکافی رفتار پرداخت سود سهام از بخش های مختلف مورد استفاده قرار گرفت. ناسازگاری، بی میلی و نرخ متوسط جزئی از ۱٫۵ درصد تا ۵ درصد از سود سهام توسط بخشها پرداخت شد. سودآوری در رابطه با سود سهام به اندازه کافی کارآمد نیست، و بخش های با سودآوری بالاتر پرداخت با نرخ اسمی را مورد استفاده قرار می دهند. باید مورد توجه قرار داد که بسیاری از اعتبارات و وجوه برای دستیابی به فرصت های رشد مالی مورد استفاده قرار می گیرند، اما تنها بخش های بالغ و با سودآوری بالا می توانند همگام با رشد فرصت ها و تلاش برای انتقال آنها به سهامداران پیش روند. سرمایه گذاری در بازار در مقابل روندهای سود سهام تقریباً در تمام بخش ها دیده می شد. تمام بخش ها تمایل به پرداخت نرخ سود در آغاز، وسط داشته و حداقل در طول چند سال گذشته به ویژه در سال ۲۰۱۰، دستخوش تغییر شده اند. اداره امور شرکت باید به منظور حمایت از حقوق فردی سهامداران تقویت شود

**طرابلسی (۲۰۱۱)**، به بررسی مقاله خود با عنوان تاثیر بحران مالی بر روی اقتصاد جهانی: آیا نظام مالی اسلامی می تواند کمک کننده باشد؟ پرداخت. هدف این مقاله تجزیه و تحلیل اقدامات مختلفی می باشد که توسط روسای GV و G20 برای مواجهه با بحران مالی اخیر و نشان دادن اینکه آیا چنین تصمیماتی بازگشتی به سمت مکتب حمایتی دارد، مورد قبول می باشد. این مقاله مقدمه ای را در ارتباط با نظام اقتصادی جدید بر مبنای اصول بانک اسلامی که حذف بهره را در نظر دارد، مطرح می کند. چنین طرز فکری ممکن است مشکل سوداگری (احتکار) را حل کرده و چنین بحرانی را به پایان برساند. بر



اساس این یافته ها، این بحران مالی بیشتر کشورهای توسعه یافته را مجبور کرده است تا بهره بانکی خود را پایین تر آورده و نرخ بهره تقریباً پایینی را به اجرا در آورند، حرکتی که شبیه به اصول مورد قبول بانکداری اسلامی می باشد. این مقاله دیدگاه هایی را در مورد بحران مالی، بازگشت به سمت مکتب حمایتی و نقش بانکداری اسلامی نشان می دهد.

## مبانی نظری

### تاریخچه انتشار صکوک

یکی از جذابیت های اسناد و اوراق قرضه رایج این است که از آن ها به عنوان ابزار مدیریت نقدینگی استفاده می شود ولی بانک های اسلامی نمی توانند از چنین ابزارهای ربوی استفاده کنند. اولین تلاش ها برای غلبه بر مسأله نقدینگی که بانک های اسلامی با آن مواجه بودند، توسط بانک مرکزی مالزی در ژولای ۱۹۸۳ و پس از آن انجام شد که نخستین بانک اسلامی مالزی کار خود را شروع کرد و از اوراق بهادار دولتی یا اسناد خزانه که بهره پرداخت می کردند استفاده نکرد. بنابراین اوراق بی بهره با نام گواهی سرمایه گذاری دولتی منتشر شد. این گواهی ها نشان دهنده بدهی بانک اسلامی مالزی به دولت بود. نرخ بهره از پیش تعیین شده ای برای این اوراق وجود نداشت، بلکه نرخ بازدهی آن ها توسط دولت و به تشخیص آن اعلام می شد. کمیته ای به نام کمیته سود تقسیمی مرکب از وزارت امور مالی، بانک مرکزی، واحد برنامه ریزی اقتصادی و بخش امور مذهبی دفتر نخست وزیری، برای اعلام منظم نرخ ها تعیین شد. رابطه ثابتی برای تعیین نرخ بازدهی وجود نداشت، بلکه تأکید بر ملاحظات کیفی به جای صرفاً ملاحظات کمی مطرح بود. برای تعیین نرخ بازدهی، معیارهای مختلفی مانند شرایط کلان اقتصادی، نرخ تورم و نرخ بازدهی سایر اوراق بهادار مشابه مورد توجه قرار داشت.

بانک مرکزی مالزی پس از این که به بانک های معمولی اجازه داد سپرده های اسلامی را بپذیرند و تسهیلات اسلامی اعطا کنند، متوجه شد برای کمک به توسعه ابزارهای اسلامی لازم است بازار پول بین بانکی ایجاد شود. از این رو در ۱۸ دسامبر ۱۹۹۳ رهنمودهایی برای چگونگی اجرای بازار پول اسلامی بین بانکی جدید منتشر شد. این بازار در سوم ژانویه ۱۹۹۴ در کوالالامپور افتتاح شد که وظیفه اصلی اش تسهیل معاملات بین بانکی ابزارهای مالی اسلامی به خصوص اوراق سرمایه گذاری بین بانکی مضاربه بود.

بانک سرمایه گذار در اوراق سرمایه گذاری بین بانکی مضاربه، سود واقعی را پیشاپیش نمی داند زیرا به سود ناخالص بانک سرمایه پذیر بستگی دارد. نسبت تقسیم سود از قبل تعیین شده و اصل مبلغ در انتهای دوره وام بازپرداخت می شود. در ۲ فوریه ۱۹۹۶، بانک مرکزی برای افزایش اطمینان سرمایه گذاران نرخ به عنوان حداقل نرخ مرجع برای اوراق دولت مالزی به علاوه یک مقدار اضافی ۰/۵ درصدی تعیین کرد. البته بانک های سرمایه پذیر ملزم به اعلام نسبت سود براساس این نرخ مرجع نبودند، ولی این نرخ می توانست راهنمایی برای بانک های سرمایه گذار جهت طبقه بندی بازدهی قابل انتظار و همچنین یک نرخ راهنما هنگام مذاکرات برای تعیین نسبت سود باشد. شرکت ملی رهن مالزی برنامه جدیدی برای خرید اوراق بدهی اسلامی در دسامبر ۲۰۰۱ ارائه کرد. این برنامه و همچنین تأسیس صندوق های مشترک سرمایه گذاری اسلامی مبتنی بر سرمایه گذاری های صکوک توسط بانک آر اچ بی ۱، نوآوری مالزی در به کارگیری ابزارهای مالی اسلامی جدید بودند (آدام، ۲۰۰۴).

البته قبل از انتشار اولین صکوک جهانی توسط مالزی در دسامبر ۲۰۰۱ میلادی، مؤسسه پولی بحرین برای اولین مرتبه در حوزه کشورهای خلیج فارس در ۱۳ ژوئن سال ۲۰۰۱، اسناد دولتی مطابق با قوانین اسلامی منتشر کرد. ارزش این اسناد ۲۵ میلیون دلار آمریکا، به شکل اوراق ۳ ماهه و با عنوان اوراق بهادار "صکوک سلم" بود.

با توجه به این که دولت مالزی از دهه ۱۹۸۰ اوراق قرضه اسلامی منتشر می کرده است، بعضی از دولت های عربی مجبور شده اند به جای استفاده از بازارهای داخلی، به خاطر مخالفت اسلام با معامله اوراق بهادار مبتنی بر بهره، از بازارهای بین المللی اسلامی استقراض کنند. دولت ها اوراقی را منتشر کرده اند که بانک های تجاری داخلی مجبورند آن ها را تا سررسید نگهدارند و معامله نکنند. این امر نقدینگی بانک ها و همچنین دولت ها را در تأمین مستقیم منابع از عموم با مشکل مواجه می کند. بحرین با انتشار اوراق بهادار "صکوک سلم" جدید و ارائه یک بازدهی ثابت ۳/۹۵ درصدی سالیانه که مبتنی بر بهره نبود، توانست این مسأله را حل کند. بازدهی این اوراق براساس بازدهی مورد انتظار دولت از وجوه به کار گرفته شده و نه نرخ بهره بازار محاسبه شده بود. اولین سررسید این اوراق در ۱۲ سپتامبر ۲۰۰۱ بود و پس از آن، انتشار این اوراق هر سه ماه یکبار تکرار شد.

ارزش عرضه اولیه این اوراق در ژوئن ۲۰۰۱، ۲۵ میلیون دلار آمریکا بود که با استقبال ۶۰ میلیون دلار آمریکا مواجه شد. حداقل مبلغ پذیرهنویسی، ده هزار دلار آمریکا تعیین شد. این حداقل برای اوراق بهادار اجاره نیز که به ارزش ۱۰۰ میلیون دلار آمریکا در آگوست ۲۰۰۱ عرضه شد، تعیین گردید. این اوراق با سررسید در سال ۲۰۰۶، به تاریخ ۴ سپتامبر ۲۰۰۱ منتشر شد. نرخ اجاره آن ها ۵/۲۵ درصد و مورد تضمین دولت بحرین بود. کل ارزش پرتفوی صکوک که تا قبل از اکتبر سال ۲۰۰۳ توسط بحرین مدیریت می شد، بالغ بر ۱ میلیارد دلار آمریکا بود که چشم انداز سال های آتی را بسیار امیدوارکننده نشان می دهد. در فوریه ۲۰۰۲ در بحرین، مرکز اسلامی مدیریت نقدینگی تأسیس شد. تأسیس کنندگان این مرکز، مرکز مالی کویت، بانک اسلامی دبی و بانک اسلامی بحرین، هر یک با سرمایه ۵ میلیون دلار آمریکا بودند. این مرکز دارایی های مشروع را از دولت ها، نهادهای مالی و شرکت ها خریداری و جمع آوری کرد. بنابراین اوراق بهادار صکوک با قابلیت معامله و بر مبنای ارزش دارایی های پایه منتشر شد (آدام، ۲۰۰۴).

در سوم جولای سال (۲۰۰۲)، دولت مالزی اقدام به انتشار گواهی امین<sup>۲</sup> به مبلغ ۶۰۰ میلیون دلار نمود که سررسید آنها سال ۲۰۰۷ است. هر یک از این گواهی های امین بیانگر مالکیت مشاع دارایی های امین یعنی همان قطعات زمین می باشد. وجوه حاصل از انتشار برای ساخت طرح های زیر به کار رفت:

- بیمارستان سلايانگ

- بیمارستان Tenuku Ampuan Rahimah

- یک اداره دولتی

- مجتمع دولتی

ساختار صکوک مالزی شبیه ساختار صکوک قطر می باشد. یک شرکت با هدف خاص<sup>۳</sup> تشکیل شد که زمین را از دولت مالزی خریداری کرد و سپس آن را به دولت اجاره داد. در پایان مدت یعنی در سررسید (سال ۲۰۰۷) دولت مالزی این اوراق را به قیمت اسمی باز خرید می کند. پرداخت مبلغ اجاره بها توسط دولت مالزی تضمین شد. این اوراق توسط مؤسسه مودی<sup>۴</sup> با رتبه Baa۲ و توسط مؤسسه استاندارد و پورز با رتبه BBB طبقه بندی شد.

بانک توسعه اسلامی نیز در سال ۲۰۰۳ صکوک ترکیبی به ارزش ۴۰۰ میلیون دلار با سررسید سال ۲۰۰۸ منتشر کرد. هر صکوک بیانگر سود مشاع دارنده آن در دارایی های امین بود. دارایی های امین توسط مؤسسه "همبستگی اعتماد خدمات محدود"<sup>۵</sup> که یک مؤسسه امین بود نگهداری می شد. این مؤسسه امین فقط برای کمک به اجرای فرآیند انتشار صکوک تأسیس شد. دارندگان اوراق صکوک مستحق دریافت جریان های نقدی حاصل از دارایی های امین بودند. این دارایی ها از طریق

ترکیب قراردادهای اجاره، مرابحه و استصناع به وجود آمده‌اند و نرخ بازدهی آنها ۳/۶۲۵٪ است. اوراق مرابحه و استصناع در بازار ثانویه قابل معامله نیستند زیرا سند بدهی هستند و معامله آنها در حکم معامله پول است. از این رو ۵۱٪ پرتفوی این صکوک را قرارداد اجاره تشکیل می‌دهد. این مساله باعث می‌شود مانع شرعی معامله آن در بازار ثانویه رفع گردد (موسوی، ۱۳۸۸).

در ۸ اکتبر سال ۲۰۰۳ بزرگ‌ترین انتشار صکوک تا آن تاریخ یعنی عرضه ۷۰۰ میلیون دلاری "صکوک" جهانی قطر انجام گرفت. این صکوک در سال ۲۰۱۰ قابل بازر خرید است؛ از این رو دوره این انتشار ۷ ساله می‌باشد. سود دارندگان صکوک هر سال ۲ بار پرداخت می‌شود: ۹ آوریل و ۹ اکتبر. حداقل ارزش اسمی هر برگه گواهی، ۱۰,۰۰۰ دلار آمریکا بود و برگه‌های باارزش‌تر با مضربی از ۱۰۰۰ به ۱۰,۰۰۰ دلار آمریکا اضافه می‌شد. مدیر مشترک این انتشار، بانک اچ اس بی سی و بانک اسلامی بین‌المللی قطر با همکاری بانک اسلامی ابوظبی، بانک بین‌المللی خلیج فارس، مرکز مالی کویت، بانک‌داران سرمایه‌گذاری بین‌المللی تجارت مالزی، بانک توسعه اسلامی و بانک اسلامی قطر بود.

ناشر دارای مجوز یا شرکت با هدف خاص این صکوک، شرکت صکوک جهانی قطر است که یک شرکت سهامی در قطر می‌باشد و براساس بند ۵ ماده ۶۸ قانون شرکت‌های تجاری مصوب سال ۲۰۰۲ تأسیس شده است. موضوع فعالیت این شرکت تنها فعالیت در زمینه صکوک است. سرمایه اسمی ناشر ۳۰ ریال قطر است که به سه سهم ۱۰ ریالی تقسیم شده است. دولت قطر به عنوان فروشنده، قطعه زمینی را برای ۷ سال به صورت اجاره ۷ ساله به این شرکت تحویل داده است که بعد از ۷ سال به دولت برگردانده می‌شود. پرداخت‌ها براساس قرارداد اجاره انجام می‌شود و مدیریت آن بر عهده بانک اچ اس بی سی است. (رضایی، ۱۳۹۴).

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<sup>۷</sup> با درجه رتبه A+ رتبه‌بندی شده‌اند. بازدهی دارندگان این گواهی‌ها متغیر است و براساس نرخ بین بانکی لندن (نرخ مرجع رقابتی)<sup>۸</sup> به علاوه ۰/۴ درصد تعیین می‌شود. این گواهی‌ها شبیه و قابل مقایسه با اوراق با نرخ شناور رایج است. شاید اتکای نرخ بازدهی به نرخ مرجع رقابتی مورد انتقاد قرار گیرد و بازدهی این اوراق را شبیه بهره نشان دهد ولی نرخ مرجع رقابتی تنها به عنوان یک الگو مورد استفاده قرار می‌گیرد و بازدهی به دارایی پایه - قطعه زمینی که توسط دولت قطر تأمین شده است - مربوط می‌شود. البته بهتر است با توجه به این که بازدهی باید براساس سود پروژه‌هایی باشد که با صکوک تأمین مالی می‌شود، در آینده الگوهای دیگری جایگزین نرخ مرجع رقابتی شود. در مورد صکوک دولتی، شاخص‌های کلان اقتصادی نظیر رشد تولید ناخالص داخلی<sup>۹</sup> واقعی یا رشد تولید ناخالص داخلی غیرنفتی در کشورهایی مثل قطر (برای در امان بودن بازدهی از مخاطره مستقیم قیمت نفت)، جایگزین‌های خوبی هستند (آدام، ۲۰۰۴).

### برخی انواع صکوک

اوراق مشارکت: با توجه به اینکه اوراق مشارکت بر اساس قرارداد شرکت منتشر می‌شود بنابراین، شراکت افراد در عین یا دین یا منفعت و یا حق است و دارندگان این اوراق به نسبت قیمت اسمی و مدت زمان مشارکت، در سود حاصل از اجرای طرح مربوط، شریک خواهند بود. همچنین، اوراق بهادار مشارکت به دو صورت منتشر می‌شود: در حالت اول، ناشر اوراق مشارکت، بخشی از سرمایه مورد نیاز تأسیس بنگاه اقتصادی یا فعالیت سودآور را خودش تهیه می‌کند و بخش دیگر را از طریق واگذاری

اوراق مشارکت، تأمین می‌کند و در حالت دوم، ناشر اوراق، تنها به مدیریت پروژه و فعالیت اقتصادی می‌پردازد و همه سرمایه مورد نیاز پروژه و فعالیت را از طریق انتشار اوراق جذب می‌کند (میر مطهری، ۱۳۸۱).

استصناع: درباره اوراق استصناع نیز نحوه کار بدین صورت است که مؤسسه تأمین مالی با اشخاص حقیقی یا حقوقی برای تأمین مالی، قرارداد می‌بندد و در مقابل، به جای پرداخت همه یا بخشی از مبالغ به صورت نقدی، اوراق استصناع با سررسید مشخص، داده می‌شود؛ همچنین، این اوراق، در بازار ثانوی، مبادله کردنی و دارای بازده معین است (شیرانی، ۱۳۸۶).  
سلف: درباره اوراق سلف، ناشر با انتشار این اوراق، وجوه سرمایه‌گذاران را تجهیز و با وکالت از طرف آنان، کالا را به صورت سلف از بانی می‌خرد و ناشر پس از تحویل گرفتن کالا در سررسید به وکالت از سرمایه‌گذاران، کالا را در بازار می‌فروشد، سپس وجوه حاصل از فروش کالا را پس از کسر کارمزد معین به سرمایه‌گذاران می‌پردازد (طوسی، ۱۳۸۷).

### تأمین مالی اسلامی

پس از بحران مالی جهانی، سیاستگذاران به دنبال راهکاری برای تقویت واسطه‌گری‌های مالی که توسط بانک‌ها و موسسات غیربانکی صورت می‌پذیرد، هستند. هدف اصلی، بررسی و شناسایی محرک ایجاد مخرب‌ترین بحران مالی قرن و در نتیجه ایجاد یک سیستم مالی باثبات‌تر و فراگیر در جهت توسعه و رشد اقتصادی است. تأمین مالی اسلامی ویژگی‌های متعددی دارد که سازگار با این هدف است. تأمین مالی اسلامی به آن دسته از خدمات مالی اشاره دارد که با فقه و شریعت اسلامی سازگار و مواردی نظیر قمار، سفته‌بازی، بهره و... را ممنوع کرده است. در واقع اساس تأمین مالی اسلامی بر رفتار عادلانه و حفظ قداست قراردادهای است. از آنجا که کلید اصلی تأمین مالی اسلامی مشارکت طرفین قرارداد در سود و زیان پروژه‌ها و وام‌های مالی است، لذا این اصول نوید حمایت از ثبات مالی می‌دهد. تأمین مالی اسلامی از پتانسیل عملکرد مهمی در جهت ثبات و ترویج برخوردار است و با توجه به اینکه از سرمایه‌گذاران خواسته می‌شود که در زیان احتمالی وام‌ها شریک شوند، لذا اهرم مالی کمتر و انگیزه بیشتری برای مدیریت ریسک‌های بزرگ‌تر به وجود می‌آید. از طرفی این ویژگی تقسیم ریسک به اطمینان از صحت عملکرد موسسات مالی خصوصی و منع رونق انواع وام‌دهی و ایجاد حباب در املاک و مستغلات که پیشامدهای بحران مالی جهانی بودند، کمک بسزایی می‌کند. همچنین تمرکز بر سرمایه‌گذاری دارایی محور و تقسیم ریسک تأمین مالی در این روش، امکان دسترسی شرکت‌های کوچک و متوسط به منابع مالی به منظور حمایت از رشد فراگیر آنان و تأمین مالی پروژه‌های زیربنایی در مقیاس بزرگ را به وجود می‌آورد. سرمایه‌گذارانی که مشارکت در تأمین مالی پروژه‌های ساخت و ساز جاده‌ها، پل‌سازی و پروژه‌های مشابه کرده‌اند، بازده سرمایه‌گذاری‌های خود را تا زمان سررسید پروژه‌ها دریافت می‌کنند. در نهایت خدمات مالی اسلامی وعده بهبود گنجایش مالی برای تعداد زیادی از مسلمانان که صرفاً تمایل به استفاده از خدمات بانکی اسلامی را دارند داده است.

اما چالش‌های ترویج این صنعت و رشد آن به شیوه‌ای سالم چیست؟ این موضوع و دیگر مسائل مربوطه در کارگروه صندوق بین‌المللی پول مورد بحث قرار گرفت و مشخص شد که برای رشد و شکوفایی، این صنعت مستلزم حل و توجه به مسائل زیر است:

- افزایش شفافیت قانونی و هماهنگ‌سازی، مطابقت با استانداردهای اسلامی، از جمله نحوه برخورد در شراکت سود سرمایه‌گذاری حساب‌های سرمایه‌گذاری و الزامات افشا و همچنین ارائه توضیحات بیشتر در مورد ابزارهای تطبیق با شریعت در الزامات محاسباتی بازل III
- تاکید بر اهمیت سازگاری بیشتر در رعایت شریعت در داخل و خارج از کشورها

<http://MaJournal.ir>

- تاکید بر اهمیت توسعه شبکه ایمنی (حفاظت از سپرده گذاران و ارائه نقدینگی اضطراری) و چارچوب‌هایی که به موسسات اسلامی که با مشکلات روبه‌رو هستند اجازه دهد تا مشکلات خود را به شیوه‌ای که موجب اجتناب از ایجاد اختلال در بازار شود، حل کنند.
- کاهش مالیات و موانع قانونی مشارکت در ریسک تامین مالی.
- تعمیق بازار برای اوراق بهادار کوتاه و بلندمدت مطابق با شریعت، از طریق محک مستقل موضوعات به صورت منظم و قوانین شفاف تر حاکم بر رفتار با وثیقه.

دارایی‌های مالی اسلامی با نرخ دو رقمی طی دهه گذشته رشد داشته‌اند، به طوری که از حدود ۲۰۰ میلیارد دلار در سال ۲۰۰۳ به حدود ۱۸۰۰ میلیارد دلار تا پایان سال ۲۰۱۳ رسیده که بخش عمده‌ای از سرمایه‌گذاری (حدود ۸۰ درصد) در بانکداری اسلامی و الباقی از ۱۵ درصد در صکوک و ۵ درصد در صندوق‌های اسلامی و تکافل (بیمه اسلامی) تشکیل شده است. در حال حاضر بانکداری اسلامی حدود ۱۵ درصد و یا بیشتر از سیستم بانکی ۱۰ کشور در خاورمیانه و آسیا را در برمی‌گیرد. همچنین انتشار صکوک با افزایش ۲۰ برابری نسبت به دوره مشابه، به مبلغ ۱۲۰ میلیارد دلار تا سال ۲۰۱۳ رسیده است. به دنبال افزایش بهره برداری در این بازارها، تعداد و تنوع ناشران دارایی‌های مالی اسلامی در حال رشد و رسیدن به مرزهای هنگ‌کنگ، لوکزامبورگ، سنگال، آفریقای جنوبی و انگلستان هستند.

تأمین مالی اسلامی، نوعی تأمین مالی رایج در کشورهای اسلامی است که مبتنی بر اصول شرعی و ضوابط کلی معاملات در فقه می باشد. در این سیستم، دریافت و پرداخت بهره، ضرر و ضرار، غرر و اکل مال به باطل ممنوع می باشد. این در حالی است که سازوکار بازار پول و سرمایه در کشورهای غیراسلامی، مبتنی بر بهره بوده و از این جهت سیستم تأمین مالی سنتی کاملاً با سیستم اسلامی متمایز است. از دیدگاه تخصصی، سیستم تأمین مالی اسلامی بر پایه عقود شرعی بوده و با هدف جایگزین کردن ابزارهای مالی مبتنی بر بهره، بخصوص ابزارهای با درآمد ثابت به کار گرفته می شود. در اکثر کشورهای اسلامی، هر دو سیستم به طور موازی وجود دارد، اما ایران تنها کشوری است که صرفاً از سیستم مالی اسلامی استفاده می کند.

### ابزار تأمین مالی اسلامی

ابزار تأمین مالی اسلامی صکوک می باشد. اصطلاح صکوک برای ابزارهای مالی اسلامی، نخستین بار در سال ۲۰۰۲ میلادی در جلسه کمیته فقهی بانک توسعه اسلامی برای ابزارهای مالی اسلامی پیشنهاد شد (سروش، ۱۳۸۶) دایرةالمعارف قاموس عام لکل فن و مطلب، در مورد واژه صکوک چنین بیان می کند:

صک به معنای سند و سفته است و معرب واژه چک در فارسی است. عرب ها این واژه را توسعه دادند و آن را بر کلیه انواع حوالجات و تعهدات به کار 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 ایفاد شود را شامل می شود (نجفی، ۱۳۸۵).

از آنجا که صکوک نوعی اوراق بهادار است، بهتر است از واژه اوراق، که در زبان فارسی ملموس و دارای پیشینه است، به جای صکوک استفاده شود.

کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس اوراق بهادار، صکوک را این گونه تعریف می کند:

اوراق بهاداری هستند که بر اساس قراردادهای شرعی منتشر می‌شوند و نشان دهنده مالکیت مشاع دارندگان آن، در دارایی مبنای انتشار اوراق می باشند و دارایی عبارت است از: هر نوع مال منقول یا غیرمنقولی است که بتواند موضوع قرارداد قرار گیرد و مشخصات مندرج در ضوابط اوراق را داشته باشد (مصوبات کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس، ۱۳۸۶).



استاندارد شماره ۱۷، شریعت سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی نیز صکوک را این گونه تعریف کرده است: گواهی هایی با ارزش اسمی یکسان، که پس از اتمام عملیات پذیره نویسی، بیانگر پرداخت مبلغ اسمی مندرج در آن توسط خریدار به ناشر است و دارنده آن مالک یک یا مجموعه ای از دارایی ها، منافع حاصل از دارایی و یا ذی نفع یک پروژه یا یک فعالیت سرمایه گذاری خاص می شود (AAOIFI, ۲۰۰۴, Standard, No. ۱۷)

به نظر می رسد، تعریف دوم از دقت بیشتری برخوردار باشد؛ چراکه دقیقاً موارد انتشار را که شامل مالکیت دارایی (مثل اوراق مشارکت)، مالکیت منافع دارایی (مثل اوراق اجاره) و انتفاع از منافع یک پروژه (مثل اوراق منفعت) را به صراحت بیان کرده است در حالی که در تعریف اول، همه این موارد در ضمن کلمه دارایی آمده است.

## نتایج

سوال اول: - نقاط قوت و نقاط ضعف تامین مالی اسلامی با تاکید بر اوراق صکوک در نظام بانکی کدامند؟

در این مرحله ابتدا با استفاده از منابع متعدد (مانند منابع اسنادی و کتابخانه ای و نیز اخذ نظرات کارشناسان مرتبط)، فهرستی از عوامل داخلی مؤثر در ارتباط با روش های تامین مالی اسلامی با تاکید بر اوراق صکوک جمع آوری شد.

جدول ۱: عوامل داخلی مؤثر در ارتباط با روش های تامین مالی اسلامی با تاکید بر اوراق صکوک (منبع: یافته های پژوهش)

نقاط قوت	نقاط ضعف
<ul style="list-style-type: none"> <li>• صکوک نقدینگی بانی را افزایش می دهد.</li> <li>• دارایی هایی که نقدینگی پایینی دارند و یا غیرنقد هستند از ترازنامه خارج شده و وجوه نقد جایگزین آن می شود.</li> <li>• 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.</li> <li>• 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<sup>۱۰</sup> است.</li> <li>• صکوک با فراهم کردن امکان تبدیل دارایی ها به اوراق بهادار به توسعه بازار سرمایه کمک می کند</li> <li>• چنانچه برای دادوستد اوراق صکوک یک بازار ثانویه فراهم شود آنگاه قابلیت نقدشوندگی این اوراق هم افزایش می یابد</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• نبود مرجع قانونی ناظر</li> <li>• ابهامات در زمینه مزیت اوراق منتشر شده</li> <li>• نبود بازار ثانویه (تاکنون فهرست اوراق پذیرفته شده در بورس و نحوه معامله اوراق مشارکت به طور رسمی در بورس تعیین نشده است).</li> <li>• ابهام در سودقطعی</li> <li>• اختلاف چشمگیر تورم و سود علی الحساب اوراق مشارکت</li> </ul>

سوال دوم: فرصت ها و تهدید های تامین مالی اسلامی با تاکید بر اوراق صکوک کدامند؟

این مرحله نیز مانند مرحله قبل با استفاده از منابع متعدد (منابع اسنادی و کتابخانه ای و نیز اخذ نظرات کارشناسان مرتبط)، فهرستی از عوامل خارجی مؤثر بر روش های تامین مالی اسلامی با تاکید بر اوراق صکوک جمع آوری شد. که نتایج آن در جدول ۲ نشان داده شده است.

جدول ۲: عوامل خارجی مؤثر بر روش های تامین مالی اسلامی با تاکید بر اوراق صکوک (منبع: یافته‌های پژوهش)

فرصت ها	تهدیدها
صکوک قابلیت معامله و نقد شوندگی در بازار ثانویه و قابلیت باز خرید دارند.	در فرآیند انتشار اوراق صکوک به هر دلیل خسارتی وارد آید آنگاه از ارزش آن دارایی کاسته خواهد شد (از بین رفتن دارایی‌ها)
صکوک به وسیله مؤسسات رتبه بندی، درجه بندی اعتباری می شوند	مبلغ اجاره بها معمولاً ثابت تعیین می‌شود و دارندگان اوراق صکوک در هر دوره اجاره بهای ثابتی را دریافت می‌کنند. بنابراین چنانچه نرخ سود متداول در بازار افزایش یابد آنگاه آنها در مقایسه با نرخ سود بازار، سود کمتری را دریافت می‌کنند (ریسک نرخ سود)
صکوک ایجاد کننده فرصت هایی از جمله: با نام یا بی نام بودن، قیمت اسمی مشخص، سررسید مشخص یا به عبارتی مدت معین، لزوم بازپرداخت اصل اوراق در سررسید، قابلیت خرید و فروش اوراق از طریق شعب منتخب بانک عامل یا از طریق بورس اوراق بهادار (در صورت پذیرش) هستند.	چنانچه ارزش دارایی‌ها در تاریخ سررسید (پایان مدت اجاره) به هر دلیل کاهش یابد آنگاه دارندگان اوراق صکوک با زیان سرمایه‌ای مواجه می‌شوند (ریسک کاهش قیمت دارایی)
در صکوک، وجوه دریافتی حتماً باید در طرح‌های مشخص <u>تولیدی</u> ، عمرانی، یا <u>خدمات</u> به کار گرفته شود	هدف از فروش اوراق مشارکت جذب نقدینگی مردم است. فروش اوراق مشارکت علی‌رغم اثرات تورمی هزینه‌های زیادی را به دولت تحمیل می‌کند و هر چه این اوراق افزایش یابد هزینه‌های ناشی از آن برای بانک مرکزی و دولت افزایش پیدا می‌کند.
اوراق مشارکت برای طرح یا طرح های مشخص استفاده می‌شود	فقدان یکپارچگی در فرآیند هایی که از اصول دینی استفاده کرده اند.
به اوراق مشارکت سودی بعنوان علی الحساب به نرخ معین تعلق می گیرد و سود قطعی آن هم در پایان طرح و یا در سررسید از محل سود قطعی طرح تعیین و ما به التفاوت پرداخت می شود	چالش به کار گیری صکوک در بازار های جهانی همکاری کشور هایی است که بعضاً در ساختار بازار هنوز قوانینی در مورد خدمات دینی ندارند و هر کشور از قوانین متفاوتی برای خود استفاده می کند.
	فقدان صلاحیت حرفه ای (حقوقدانان، محققان و اساتید و ...) که در استاندارد های سیستم قدیمی و اسلامی تجربه شده و عدم آگاهی کارنان و ظاهراً معرفی نمودند.

سوال سوم: چه راهبرد هایی برای مقابله با تامین مالی اسلامی با تاکید بر اوراق صکوک مناسب می باشند؟

- با اینکه برای حل مشکل نقدینگی بانک های اسلامی تاکنون کوشش های موفقیت آمیز متعددی در سطح بین المللی انجام گرفته، هنوز راه بسیار طولانی برای حل مشکل مدیریت نقدینگی در بانک های اسلامی وجود دارد. با تقویت همکاری میان کشورهای اسلامی، در زمینه حمایت از بانکداری اسلامی می توان به حل این مشکل کمک

نمود. این مهم با استفاده از تهاده های مالی موجود مانند نهاد های مالی بین المللی اسلامی، تسهیل و تسریع می شود.

۲- اوراق صکوک از نظر اقتصادی کارا هستند ، زیرا اولاً صکوک می تواند ابزاری کارا برای کنترل نقدینگی باشد. بانک مرکزی می تواند در عملیات بازار باز به خرید و فروش اوراق صکوک منتشر شده دولت بپردازد. به نظر می رسد این کار مناسب تر از انتشار اوراق مشارکت باشد، زیرا صکوک هم مانند اوراق مشارکت نیست که تقدشوندگی بالایی داشته باشد. و به این دلیل ابزار کاراتری برای کنترل نقدینگی است. همچنین بانک مرکزی خود نمی تواند اقدام به انتشار اوراق صکوک کند و فقط می تواند اوراق صکوک دولتی را خرید و فروش کند که از این جهت هم انحرافی که در اوراق مشارکت اتفاق افتاده است دیگر روی نخواهد داد.

۳- در مورد استقبال بنگاه های خواهان تامین مالی از اوراق صکوک نیز می توان گفت با توجه به کم هزینه بودن و بازخرید نکردن این اوراق پیش از زمان سررسید، استقبال خوبی از این اوراق صورت خواهد گرفت. ضمن اینکه انتشار اوراق بهادار سبب می شود که شرکت مربوطه با شرکای جدید روبرو نباشد و در مقابل پولی که از طریق فروش صکوک به دست می آورد، ملزم نیست که دیگران را در حوزه مدیریت دخالت دهد.

۴- از آنجا که این اوراق مبتنی بر دارایی های موجود جهت تامین نقدینگی منتشر می شوند و دارایی های دولت و شرکتهای دولتی از هم منفک هستند و هر کدام ارکان مستقلی دارند، لازم است این داراییها به تفکیک مزبور برای دولت و برای شرکتهای دولتی مشخص شود.

۵- روش هایی که در تامین مالی ساختار یافته برای بهبود کیفیت اعتباری محصولات مالی و اوراق بهادار بکار می رود، به سازوکارهای ارتقای رتبه اعتباری معروف هستند. این روش ها جز مهم تبدیل به اوراق بهادارسازی در تامین مالی ساختار یافته محسوب می گردند. با توجه به گسترش ابزارهای مالی اسلامی در بازارهای مالی و لزوم کاهش ریسک اعتباری و افزایش جذابیت این ابزارها، به نظر می رسد استفاده از سازوکارهای ارتقای رتبه اعتباری در این ابزارها بسیار مفید بوده و تاکنون کشورهای اسلامی از برخی سازوکارهای ارتقای رتبه اعتباری در اوراق بهادار اسلامی استفاده نموده اند، اما کاربرد برخی دیگر از این سازوکارها با چالش های فقهی مواجه بوده و لازم است سازگاری آنها با موازین شریعت مورد بررسی قرار گیرند.

۶- هزینه های جانبی انتشار اوراق صکوک، تقریباً رقمی معادل نیمی از سود پرداختی اوراق است که بخش زیادی از آن به عنوان کارمزد به ضامن، متعهد پذیره نویس و بازرگران پرداخت می گردد، بنابراین لازم است مطالعات کارشناسی لازم جهت کاهش هزینه های انتشار از طریق حذف یا تعدیل ارکان انتشار صورت پذیرد.

۷- یکی از چالش های جدی بانیان در راستای انتشار صکوک، تلاش در جهت یافتن ضامن معتبر بانکی است که هم زمانبر بوده و هم هزینه ای بر بانی تحمیل می نماید. در خصوص رفع این مشکل راهکارهای زیر به نظر مناسب می باشد:

- اول: شرایط ضامن بانکی و غیر بانکی به طور دقیق در دستوالعمل ذکر گردیده و ابهامی در مورد شرایط و خصوصیات ضامن وجود نداشته باشد.
- دوم: امکان محدود نمودن ضمانت تنها به سود اوراق و نه به اصل آن ( با توجه به وجود دارایی در برخی انواع اوراق) و یا به نسبتی از اصل و سود اوراق وجود داشته باشد.

یکی از زیرساخت های لازم در جهت توسعه بازار اوراق بهادار اسلامی استقرار موسسه های رتبه بندی در کشور است. این نهاد ها با رتبه بندی اوراق بهادار اسلامی علاوه بر کاهش هزینه های انتشار اوراق ( به خاطر حذف یا کاهش نقش برخی ارکان مانند

ضامن)، سبب تنوع در نرخ های بازدهی اوراق متناسب با ریسک آنها خواهد شد. که این امر خود بر جذابیت بیشتر این بازار هم برای بانیان و هم برای سرمایه گذاران خواهد افزود. وجود موسسات رتبه بندی حلقه مفقوده ی بازار سرمایه محسوب می گردد. وظیفه اصلی موسسات رتبه بندی، تعیین احتمال نکول ناشر در ایفای تعهدات مربوطه است. این رتبه ها در حقیقت ابزار مدیریت ریسک سرمایه گذاران و نهاد های اعتباری محسوب می شوند. رتبه بندی اوراق بهادار سبب می گردد تا ریسک اعتباری اوراق بهادار بصورت شفاف و روشن تعیین گردیده و بازدهی اوراق متناسب با ریسک اوراق تعیین گردد.

### نتیجه گیری و بحث

سرمایه و نحوه تأمین آن یکی از مباحث مهم اقتصاد مالی است و یکی از راههای تأمین مالی تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی ها است و یکی از ابزارهای مهم این کار استفاده از اوراق قرضه می باشد. اوراق قرضه در ایران به دلایل شرعی و قانونی نمی تواند مورد استفاده قرار گیرد، بنابراین باید جایگزینهایی برای آن یافت. یکی از این جایگزینهای مورد استفاده اوراق مشارکت است که نقایص و کاستیهای آن به اختصار مشخص گردید و گفته شد که یکی از جایگزینهای دیگر که می تواند مورد استفاده قرار گیرد، اوراق صکوک و به ویژه صکوک اجاره می باشد. این اوراق نیز معرفی و ویژگیهای آن و همچنین تاریخچه ای از استفاده این اوراق به وسیله سایر کشورها بیان شد. نتایج به دست آمده در این مطالعه نشان می دهد که:

۱- صکوک ابزاری جدید، آزمون شده و مناسب برای فرآیند تأمین مالی، هم برای شرکتهای دولتی و هم برای شرکتهای غیر دولتی است.

۲- صکوک می تواند به عنوان ابزاری مکمل و یا جانشین اوراق مشارکت برای کنترل نقدینگی باشد.

۳- صکوک ابزاری قانونی، مقبول و کارآ است که امکان به کار گیری آن در ایران فراهم است، هر چند احتیاج به فراهم کردن زیر ساختهایی دارد که به طور خلاصه عبارتند از:

الف: استاندارد کردن دارایی های مورد استفاده در صکوک و فرآیند ارزیابی آنها

ب: تسهیل امور مربوط به انتشار و رتبه بندی اوراق صکوک و ایجاد مؤسسات رتبه بندی

ج: ایجاد بازار ثانویه مناسب برای خرید و فروش اوراق صکوک و تسهیل نقد شوندگی آن ها.

بنابراین دولت می تواند با یک برنامه ریزی مناسب و با زمینه سازی برای استفاده از این ابزار جدید مالی، گام مهمی در اجرای قانون بانکداری بدون ربا بردارد. همچنین استفاده از این ابزار جدید مالی می تواند برطرف کننده بسیاری از مشکلات مربوط به تأمین مالی بنگاههای اقتصادی باشد، که همه این موارد از وظایف ذاتی دولت اسلامی برای نیل به توسعه ای پایدار می باشد.

### منابع و مآخذ

۱. اکبریان فرد، مریم؛ حامد آراد؛ میثم نبی پور و سحر اجاغ، ۱۳۹۱، بکارگیری ابزار صکوک در تأمین مالی با رویکردی اسلامی: چالش ها و فرصت ها، اولین همایش ملی حسابداری و مدیریت، نور، دانشگاه آزاد اسلامی واحد نور
۲. پیرایش، رضا و زهرا باقری (۱۳۹۴)، بررسی بکارگیری ابزارهای تامین مالی اسلامی (صکوک) در ایران، کنفرانس ملی هزاره سوم و علوم انسانی، شیراز، مرکز توسعه آموزش های نوین ایران (متانا)
۳. حسینی، سیدعلی؛ حکمت، هانیه و کاشف، معصومه (۱۳۹۲). نقش صکوک اجاره و اوراق مشارکت در تأمین مالی شرکت ها، فصلنامه علمی پژوهشی پژوهش حسابداری، سال دوم، شماره ۸.

۴. سمیع پور، محمدجواد، ۱۳۹۴، بررسی مشکلات مالیاتی تامین مالی از طریق ابزارهای مالی اسلامی، نخستین کنفرانس بین المللی بورس، بانک، بیمه با رویکرد توسعه پایدار (ارتباط دانشگاه با صنعت)، شیراز، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات فارس
۵. فرزین و ش. اسد اله و شعبانی، احمد (۱۳۸۱). بررسی عقود در بانکداری اسلامی. تهران: پژوهشکده پولی و بانکی.
۶. کاظمی نسب هاشم آبادی، جابر، ۱۳۹۴، بررسی و ترویج روش های تأمین مالی برای سرمایه گذاران از طریق انتشار صکوک، همایش سراسری مباحث کلیدی در علوم مدیریت و حسابداری، گرگان، گروه آموزش و پژوهش شرکت مهندسی عمران بنای تدبیر، مرکز آموزش علمی و کاربردی هلال احمر استان گلستان.
۷. موسویان، سید عباس و کشاورزبان پیوستی، اکبر (۱۳۹۳). آسیب شناسی انتشار صکوک اجاره در بانک های ایران (مطالعه موردی بانک سپه). فصلنامه پژوهش ها و سیاست های اقتصادی سال بیست و دوم، شمار ۶۹، صفحات ۱۷۸-۱۵۱.
۸. منتظری، آریتا؛ همتی، محبوبه و منتظری، آرشینا (۱۳۹۱). بررسی روشهای تامین مالی سنتی و نوین و مروری جامع بر روش نوین تامین مالی اسلامی (صکوک)، اولین همایش ملی حسابداری و مدیریت، نور، دانشگاه آزاد اسلامی واحد نور،
۹. نادری، محمود و صادقی، حسن. (۱۳۷۸). بررسی کارآیی بانکداری بدون ربا در کشورهای مختلف و مقایسه بانک های غیر ربوی با بانک های ربوی
۱۰. Beck. T, Demirgüç-Kunt. A & Merrouche. O. (۲۰۱۳). Islamic vs. conventional banking: Business model, efficiency and stability. *Journal of Banking & Finance*, Volume ۳۷, Issue ۲, February ۲۰۱۳, Pages ۴۳۳-۴۴۷.
۱۱. Ibrahim, M. H. (۲۰۱۵). Issues in Islamic banking and finance: Islamic banks, Shari ah-compliant investment and sukuk. *Journal, Pacific-Basin Finance Journal*, Volume ۳۴, September ۲۰۱۵, Pages ۱۸۵-۱۹۱.
۱۲. Kamla. R & Alsoufi. R. (۲۰۱۵). Critical Muslim Intellectuals discourse and the issue of (riba): Implications for Islamic accounting and Interest banking. <http://dx.doi.org/10.1016/j.accfor.2015.02.002>.
۱۳. Roomi M. A., Chaudhry N. I., and Azeem M. (۲۰۱۱). Dividend Payment Practices in the Non- Financial Sector of Pakistan: Empirical Evidence from the Karachi Stock Exchange. *World Academy of Science, Engineering and Technology* ۵۹. ۲۰۱۱.
۱۴. Trabelsi.M, A. (۲۰۱۱). The Impact of the Financial Crisis on the Global Economy: Can the Islamic Financial System Help? *The Journal of Risk Finance*. ۱۲(۱).
۱۵. Wahyun, S. (۲۰۱۲). Moslem Community Behavior in The Conduct of Islamic Bank: The Moderation Role of Knowledge and Pricing. *Social and Behavioral Sciences*. Volume ۵۷, ۹ October ۲۰۱۲, Pages ۲۹۸-۲۹۰.
۱۶. Lai, J., Rethel, L., & Steiner, K. (۲۰۱۷). Conceptualizing dynamic challenges to global financial diffusion: Islamic finance and the grafting of sukuk. *Review of International Political Economy*, ۲۲-۱.