



بانک کارآفرین  
KARAFARIN BANK



بهمن ۱۴۰۰

# فرصت‌های بانک کارآفرین در انتشار صکوک

مدیریت ریسک و مطالعات اقتصادی

اداره تحلیل بازارهای مالی و بخش‌های اقتصادی

## خلاصه مدیریتی

امروزه صکوک به عنوان محصول اصلی در بازارهای سرمایه اسلامی محسوب می شود. ابزارهای مالی اسلامی طی ۲۰ سال گذشته به شدت رشد کرده اند به طوری که حجم صکوک جهانی منتشر شده در سال ۲۰۲۱ بیش از ۲۵۰ میلیارد دلار بوده است. با این حال ایران نه تنها بعد از دو دهه از این بازار جهانی بی نصیب مانده بلکه بازار داخلی صکوک نیز در این ایام سهم چندانی در تامین مالی کشور نداشته است به طوری که علی رغم افزایش انتشار اوراق توسط دولت در چند سال اخیر، ارزش کل بازار صکوک ایران تا پایان آذرماه ۱۴۰۰ حدود ۳۷۰ هزار میلیارد تومان رسیده است و دولت همچنان سهم غالب و حداکثری را نیز در این بازار دارد.

در دی ماه ۱۴۰۰، انتشار صکوک توسط شبکه بانکی در مصوبه اخیر شورای پول و اعتبار مورد توجه قرار گرفت و به موجب آن این شورا با انتشار صکوک توسط شبکه بانکی کشور در بازار سرمایه با رعایت ضوابط و مقررات بانک مرکزی و پس از اخذ موافقت این بانک موافقت کرده است. پیش از این مصوبه انتشار اوراق توسط شبکه بانکی ممنوع بود و یا در موارد معدودی با محدودیت های جدی اجازه انتشار داده شده بود. به نظر می رسد علی رغم اینکه در فضای رسانه ای و محافل اقتصادی کمتر به این مصوبه پرداخته شد، اما می تواند اثرات و نتایج مهمی را برای شبکه ی بانکی به دنبال داشته باشد. به همین دلیل پرداختن به این موضوع ضروری به نظر می رسد.

در مورد جزییات و شرایط انتشار اوراق هنوز چیزی منتشر نشده است و این ابهام مهم وجود دارد که آیا بانک می تواند اوراق خود را منتشر کند و یا صرفاً واسطه ای بین درخواست کننده انتشار و خریدار اوراق خواهد بود. اما در

هر دو حالت فرصت‌های مهمی برای بانک ایجاد خواهد شد که در این گزارش به تفصیل به آن پرداخته شده است.

در صورتی که بانک اجازه انتشار صکوک مبتنی بر فعالیت‌ها و دارایی‌ها خود را نداشته باشد، کمترین اثری که این مصوبه می‌تواند برای بانک داشته باشد، ایفای نقش نهادهای تأمین سرمایه توسط بانک است. در این صورت کارمزد انجام فرآیند و تعهد پذیرهنویسی، کاهش ریسک نرخ بهره و نکول مشتری و امکان بهره‌مندی از رسوب پول در دوره پذیرهنویسی از مهم‌ترین فرصت‌های پیش رو بانک برای استفاده از این مصوبه است.

در صورتی که بانک اجازه انتشار اوراق خود را نیز داشته باشد، در این حالت علاوه بر فرصت‌های قبلی، نتایج و فرصت‌های گسترده‌تری برای بانک ایجاد خواهد شد. در این حالت بانک می‌تواند اوراق و کالت خود را با سرسیدهای کوتاه‌مدت منتشر کند. این اوراق با توجه به سرسید و پرداخت کوپن‌های مرتبط نرخ پایین‌ترین نسبت به اخزا خواهند داشت. بنابراین بانک می‌تواند با استفاده از منابع جذب‌شده از فروش صکوک و کالت اقدام به خرید اخزا کرده و از اختلاف نرخ‌های اوراق سود کسب کند. با توجه به امکان توثیق اخزا در اخذ ذخیره کوتاه‌مدت از بانک مرکزی، اوراق اخزای خریداری‌شده، علاوه بر ایجاد سود مازاد، امکان توثیق را نیز دارند.

اگر انتشار اوراق بانک توسط سیاست‌گذار محدود نشود، این مصوبه شورای پول و اعتبار به مثابه یک سیاست انبساطی عمل خواهد کرد. با انجام فرایند فوق توسط بانک‌ها، با توجه به اخذ مالیات از سپرده‌های حقوقی‌ها، صکوک منتشرشده توسط بانک‌ها که معاف از مالیات خواهند بود توسط سپرده‌های بزرگ مورد استقبال قرار خواهد گرفت. علاوه بر این با افزایش عرضه اخزا در بازار بین‌بانکی نرخ‌های بهره نیز تعدیل خواهد شد که این

مسئله به تنهایی می تواند پتانسیل عرضه اوراق بیشتر را برای دولت فراهم کند علاوه بر این بانک می تواند اوراق منتشره خود را جایگزین سایر اوراق در صندوق های درآمد ثابت خود کند. این مسئله می تواند منجر به تقویت منابع بانک شود.

نکته مهم این است که منابع حاصل از صکوک منتشر شده در جانب مصرف محدودیت دارند. متناسب با نوع عقد و صکوک منتشر شده محدودیت هایی از این حیث در مصرف منابع وجود دارد که می تواند در مصارف منابع ناشی از فروش صکوک برای بانک مؤثر باشد.



## فهرست مطالب

|                                                                   |    |
|-------------------------------------------------------------------|----|
| مقدمه                                                             | ۱  |
| ۱- معرفی صکوک                                                     | ۲  |
| ۱-۱- انواع صکوک                                                   | ۳  |
| ۱-۲-۱- انواع صکوک بر اساس نوع عقود                                | ۴  |
| ۱-۲-۱-۱- صکوک مالی غیر انتفاعی                                    | ۵  |
| ۱-۲-۱-۲- صکوک مالی انتفاعی با سود معین و قابل فروش در بازار ثانوی | ۵  |
| ۱-۲-۱-۳- صکوک مالی انتفاعی با سود انتظاری                         | ۱۶ |
| ۱-۳-۱- مقایسه صکوک انتفاعی                                        | ۱۸ |
| ۲- وضعیت انتشار صکوک در جهان                                      | ۱۹ |
| ۱-۲- سابقه انتشار صکوک در جهان                                    | ۱۹ |
| ۲-۲- وضعیت فعلی بازار جهانی صکوک                                  | ۲۳ |
| ۳- وضعیت انتشار صکوک در ایران                                     | ۲۸ |
| ۴- فرآیند انتشار صکوک                                             | ۳۲ |
| ۱-۴- فرآیند انتشار و پذیره‌نویسی                                  | ۳۲ |
| ۲-۴- مراحل انتشار اوراق                                           | ۳۴ |
| ۳-۴- نحوه معامله اوراق                                            | ۴۰ |
| ۵- فرصت‌های انتشار صکوک برای بانک کارآفرین                        | ۴۱ |
| ۱-۵- واسطه‌گری انتشار اوراق                                       | ۴۱ |
| ۱-۱-۵- ایفای نقش تامین سرمایه توسط بانک                           | ۴۱ |

- ۴۲..... ۵-۱-۲- دریافت کارمزد و تعهد پذیره نویسی
- ۴۲..... ۵-۱-۳- کاهش ریسک نرخ بهره و نکول مشتری
- ۴۲..... ۵-۱-۴- رسوب پول در دوره پذیره نویسی
- ۴۲..... ۵-۲- امکان انتشار اوراق خود بانک
- ۴۳..... ۵-۲-۱- ایجاد فرصت آربیتراژ در نرخ بهره
- ۴۳..... ۵-۲-۲- امکان توثیق اخزا و اخذ ذخایر
- ۴۴..... ۵-۲-۳- فروش اوراق خود بانک به صندوق های درآمد ثابت خود
- ۴۴..... ۶- جمع بندی

### فهرست نمودارها

- نمودار ۱: روند انتشار جهانی صکوک..... ۲۵
- نمودار ۲: مجموع انتشار سالانه صکوک به تفکیک بلند مدت و کوتاه مدت..... ۲۶
- نمودار ۳: مجموع انتشار صکوک بین المللی به تفکیک بلند مدت و کوتاه مدت..... ۲۷
- نمودار ۴: سهم انواع صادر کننده صکوک - ۲۰۰۱ تا ۲۰۲۰..... ۲۸
- نمودار ۵: صکوک منتشر شده در بازار سرمایه ایران طی دهه اخیر..... ۲۹
- نمودار ۶: صکوک منتشر شده به تفکیک اوراق طی دهه اخیر..... ۲۹
- نمودار ۷: روند یک سال اخیر بازار صکوک..... ۳۱
- نمودار ۸: روند یک ساله انتشار بدهی به تفکیک منتشر کننده..... ۳۲

### فهرست جداول

- جدول ۱: مقایسه انواع صکوک مالی اسلامی..... ۱۹
- جدول ۲: مهمترین صکوک منتشر شده در سال ۲۰۲۰..... ۲۷
- جدول ۳: تغییرات ارزش بازار صکوک..... ۳۰



## مقدمه

امروزه صکوک به عنوان محصول اصلی بازارهای سرمایه اسلامی محسوب می‌شود. ابزارهای مالی اسلامی طی ۲۰ سال گذشته به شدت رشد کرده‌اند. این ابزارها از یک سو به شرکت‌ها و دولت‌ها برای تأمین مالی پروژه‌های با مقیاس بزرگ کمک می‌کند و از سوی دیگر سرمایه‌گذاران نیز می‌توانند در ابزارهایی سرمایه‌گذاری نمایند که سود حاصل از آن از فعالیت واقعی اقتصادی کسب شده و عاری از ربا است.

طی چند سال اخیر، ناشران دولتی و شرکتی در کشورهای حوزه همکاری خلیج فارس و جنوب شرق آسیا نقش فعالی در انتشار صکوک داشته‌اند، به طور که در سال ۲۰۲۱ بیش از ۲۵۰ میلیارد دلار صکوک منتشر کرده‌اند. اگرچه صکوک معمولاً به عنوان اوراق با درآمد ثابت یا متغیر ساختار بندی می‌شود و از این رو به عنوان جایگزین منطبق با شرع برای اوراق قرضه محسوب می‌گردد، ولی صکوک دارای ساختارهای بسیار متنوعی است که گزینه‌های زیادی برای تأمین مالی شرکت‌ها و پروژه‌ها و نیز گزینه‌هایی برای سرمایه‌گذاران فراهم می‌کند.

این مهم در کشور ایران کمتر به آن پرداخته شده است و علی‌رغم ظرفیت قابل توجه صکوک سهم کمی در تأمین مالی بنگاه‌ها و پروژه‌ها دارند. این مسئله در مصوبه اخیر شورای پول و اعتبار مورد توجه قرار گرفته و بر اساس آن اجازه انتشار صکوک به بانک‌ها داده شده است.

انتشار صکوک توسط شبکه بانکی اثرات مهمی را می‌تواند هم برای شبکه بانکی و هم اقتصاد ایران به دنبال داشته باشد که در این گزارش به آن پرداخته خواهد شد. برای این منظور ابتدا به معرفی انواع صکوک پرداخته شده و پس از آن فرآیند انتشار آن‌ها بررسی شده است. در ادامه با بررسی آمار و وضعیت بازار صکوک جهانی و ایران، به بررسی فرصت‌های این مصوبه برای بانک و نتایج آن پرداخته شده است.



## ۱- معرفی صکوک

صکوک جمع «صک» است. «صک» به معنای گواهی، اسناد حقوقی، سند رسمی یا چک و در حقیقت معادل عربی کلمه «چک» است. کلمه «چک» در حقیقت فارسی بوده و به همین صورت به زبان انگلیسی و با اندکی تغییر به زبان عربی رفته است. صکوک در معنای تخصصی خود عموماً به ابزارهای مالی اسلامی گفته میشود که مبتنی بر یک دارایی فیزیکی (عینی) یا غیرفیزیکی (دینی) منتشر میشوند. بنابراین دارندگان اوراق، در حقیقت مالکان دارایی محسوب می‌شوند. طراحی اوراق مبتنی بر یک دارایی غیرفیزیکی تحت تأثیر ممنوعیت خرید و فروش دین در فقه اهل سنت است. با توجه به اینکه بزرگان فقه شیعه، خرید و فروش دین را صحیح میدانند؛ بنابراین از این دیدگاه میتوان اوراق بهادار اسلامی (صکوک) را نه تنها مبتنی بر دارایی فیزیکی بلکه مبتنی بر دارایی غیرفیزیکی (دین) نیز طراحی نمود.

سازمان حسابداری و حسابرسی موسسات مالی اسلامی (AAOIFI)، صکوک را این‌گونه تعریف می‌کند: «صکوک سرمایه گذاری عبارت است از گواهی‌هایی با ارزش مساوی که بعد از اتمام عملیات پذیره نویسی، 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 سرمایه گذاری خاص می‌شود». بر این اساس صکوک به عنوان «گواهی‌های امانی سرمایه گذاری اسلامی» شناخته می‌شوند.

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. به صورت تخصصی



صکوک به گواهی‌هایی اطلاق می‌شود که نمایانگر تعهدات مالی ناشی از تجارت و یا هرگونه فعالیت تجاری و سرمایه‌گذاری دیگر است.

بر اساس تعریف بالا اگرچه صکوک گاهی به صورت 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؛ بنابراین اوراق قرضه به عنوان ابزارهای بدهی با بهره ثابت ساختاردهی می‌شوند و مقدار بهره اوراق قرضه به عنوان درصدی از سرمایه و نه درصدی از سود واقعی تعیین می‌گردد. در اوراق قرضه صرف نظر از این که 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 می‌گردد و بهره‌ای که در صکوک پرداخت می‌گردد واقعاً ناشی از سود واقعی است که از دارایی و یا سرمایه‌گذاری حاصل می‌گردد.

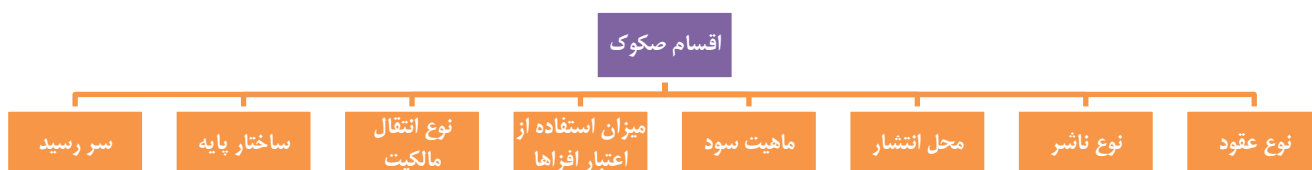
### ۱-۱- انواع صکوک

ظهور و توسعه انواع و طبقات مختلف صکوک به طور عمده ناشی از تقاضای بازار است. صکوک را می‌توان به طرق مختلفی دسته‌بندی نمود. تقسیم‌بندی صکوک می‌تواند بر مبنای قراردادها و عقود باشد که صکوک بر



مبنای آن منتشر می شود یا بر مبنای ماهیت و نوع دارایی های موضوع انتشار صکوک و یا ویژگی های فنی و تجاری خود صکوک باشد. در شکل (۱) طبقه بندی های مختلف صکوک بر اساس معیارهای گوناگون اشاره شده است.

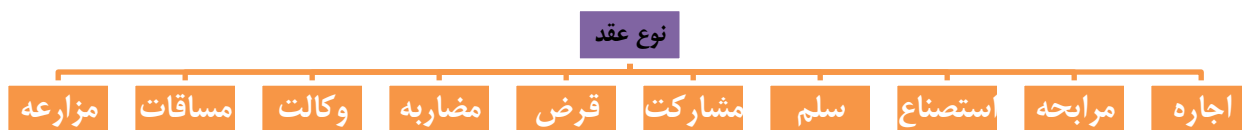
شکل ۱: اقسام صکوک مالی اسلامی



## ۲-۱- انواع صکوک بر اساس نوع عقود

اگر روش تقسیم بندی صکوک بر اساس قراردادها و عقود پایه این صکوک باشد، آنگاه با توجه به تعدد عقود شکل ۲ اسلامی می توان انواع متنوعی از صکوک طراحی نمود:

شکل ۲: انواع صکوک مالی اسلامی بر اساس نوع عقد



موسویان دسته بندی جامع از انواع صکوک در کتاب بازار سرمایه اسلامی ارائه کرده است. در ادامه بر اساس آن دسته بندی به تشریح و بررسی هر کدام از صکوک پرداخته می شود.



## ۱-۲-۱- صکوک مالی غیر انتفاعی

### ۱-۱-۲-۱- صکوک قرض الحسنه

اوراق بهاداری است که بر اساس قرارداد قرض بدون بهره منتشر می شود و به موجب آن قرارداد، ناشر اوراق به میزان ارزش اسمی آن ها از دارندگان اوراق استقراض می کند و به همان مقدار به آنان بدهکار است و بایستی در سررسید معین یا عندالمطالبه به آنان پردازد.

### ۱-۲-۱-۲- صکوک وقف

اوراق بهادار با نامی است که به قیمت اسمی مشخص برای مدت معین (زمان احداث پروژه) منتشر می شود و به واقفینی که قصد مشارکت در طرح های عام المنفعه را دارند واگذار می گردد.

## ۱-۲-۲- صکوک مالی انتفاعی با سود معین و قابل فروش در بازار ثانوی

### ۱-۲-۲-۱- صکوک بیع دین (اسناد خزانه اسلامی)

اسناد خزانه اسلامی، صکوک بهادار بانامی است که دولت به منظور تصفیه بدهی های خود بابت طرح های تملک دارایی های سرمایه ای باقیمت اسمی و سررسید معین به طلبکاران غیردولتی واگذار می کند.

اسناد خزانه مرسوم در دنیا توسط دولت به رقمی کمتر از قیمت اسمی به خریداران فروخته شده و از منابع مالی حاصل از فروش، بدهی های دولت پرداخت می شود اما به دلیل اشکالات فقهی وارد بر این روش، دولت جمهوری اسلامی ایران، این صکوک را صادر و به شکل مستقیم به طلبکاران غیردولتی واگذار می کند. دارنده صکوک در صورت نیاز به وجه نقد، این صکوک را در بازار ابزارهای نوین مالی فرابورس ایران به فروش می رساند.

ماهیت اسناد خزانه اسلامی دین و بدهی دولت محسوب می شود. درواقع، انتشار اسناد خزانه اسلامی به معنای استاندارد کردن دیون و اسناد بدهی دولت است. به این بیان که دولت به جای پرداخت چک و سفته به طلبکاران،



این اسناد را به طلبکاران تحویل می‌دهد که از نظر مبلغ، مدت و کیفیت تسویه و قابلیت خرید و فروش در بازار ثانوی استاندارد سازی شده‌اند.

دین در اصطلاح فقهی، مال کلی ثابت در ذمه یک فرد به نفع دیگری است که به یکی از اسباب دین حاصل می‌شود، به کسی که مال بر گردن اوست «مدیون» یا «مدین» و به دیگری «دائن» یا «غریم» می‌گویند. سبب دین دو گونه است: ۱. اختیاری مانند قرض کردن و ۲. قهری مانند ضمانت که در اسناد خزانه اسلامی از نوع اختیاری محسوب می‌شود. همچنین در ادبیات فقهی، دین (بدهی) به دو نوع تفکیک می‌شود: ۱. دین حال (بدون مدت یا مدت‌دار سررسید شده) و ۲. دین مؤجل و مدت‌دار. در نوع اول طلبکار این اختیار را دارد که هر وقت خواست طلب خود را تقاضا کند و بر بدهکار واجب است در اولین فرصت ممکن، دین خود را پرداخت کند. در نوع دوم، طلبکار باید تا سررسید طلب صبر کند. با فرارسیدن سررسید طلبکار حق مطالبه طلبش را دارد و با مطالبه وی، بر مدیون واجب است که بدهی خود را پرداخت نماید (همان). اسناد خزانه اسلامی از نوع دین مؤجل و مدت‌دار محسوب می‌شود.

نوع دیگری از اسناد مبتنی بر بیع دین اسناد تسویه خزانه است. این اسناد تعهدی خاصی هستند که به منظور تسویه مطالبات قطعی معوق دولت (مشروط به پرداخت ۲۵ درصد آن به صورت نقدی توسط اشخاص متقاضی مشمول به دستگاه طلبکار) از اشخاص متقاضی مشمول با بدهی‌های قطعی دولت بابت اعتبارات عمرانی به اشخاص یادشده صادر می‌شود. به عنوان مثال بدهی وزارت نیرو به یک پیمانکار با بدهی همان پیمانکار به سازمان امور مالیاتی تهاتر و تسویه می‌شود. همچنین اسناد تسویه خزانه نوع دوم، شامل اسناد تعهدی خاصی می‌شود که به منظور تسویه بدهی اشخاص متقاضی مشمول به بانک مرکزی یا بانک‌ها و موسسه‌های اعتباری غیر بانکی (از طریق تسویه بدهی بانک‌ها و موسسه‌های اعتباری غیر بانکی به بانک مرکزی) که تا پایان سال ۱۳۹۶ ایجاد شده است، با بدهی‌های



قطعی دولت به این اشخاص صادر می شود. به عنوان مثال وزارت نیرو به یک پیمانکار بدهی دارد، و آن پیمانکار نیز به یک بانک بدهی دارد، در صورتی که بانک مورد نظر به بانک مرکزی بدهی داشته باشد، در این حالت زنجیره بدهی تکمیل شده و امکان تهاتر و تسویه بدهی اولیه وجود دارد و نهایتاً بدهی تبدیل به بدهی دولت به بانک مرکزی خواهد شد.

#### ۱-۲-۲- صکوک و کالت

وکالت، قراردادی است که بین دو طرف بسته می شود و به موجب آن یک طرف می پذیرد که به نمایندگی از طرف دوم عمل نماید. در حقیقت، سرمایه گذاران یک شخص را به نمایندگی از طرف خود، برای سرمایه گذاری در مجموعه ای از سرمایه گذاری ها یا دارایی هایی که توسط نماینده به عنوان وکیل سرمایه گذاران و امین آنها خریداری شده است، انتخاب می کنند. پس از آن، وکیل بر اساس خبرگی خود سرمایه گذاری ها را برای مدت زمانی که در توافق آمده است، مدیریت کرده تا بازده مورد نظر حاصل شود. سپس، واسطه بازده حاصل شده را برای تأمین پرداخت های دوره ای را که باید توسط ناشر به سرمایه گذاران پرداخت شود، به کار می گیرد. به طور معمول، هرگونه سود بیش از مقادیر توزیع دوره ای به عنوان پاداش انگیزشی به وکیل پرداخت می شود. در سررسید صکوک، مدیر سرمایه گذاری پرتفوی صکوک را نقد کرده و درآمد حاصل از انحلال را به سرمایه گذاران پرداخت می کند.

صکوک و کالت گواهی هایی هستند که به وسیله بانی به منظور تأمین مالی جهت تملک یا سرمایه گذاری در دارایی ها، کالاها یا خدمات منتشر می شود. ساختار صکوک و کالت مشابه ساختار مضاربه بوده و این صکوک بیانگر مالکیت مشاع دارندگان آنها در دارایی ها، کالاها یا خدمات پایه ای این صکوک است. در مرحله بعد، این تملک ها یا سرمایه گذاری ها در اختیار وکیل قرار می گیرد تا آنها را از طرف دارندگان صکوک مدیریت کند.



دارندگان صکوک ریسک این تملک‌ها و سرمایه‌گذاری‌ها را پذیرفته و در عوض، حق کسب سود ناشی از آن‌ها را به دست می‌آورند.

### ۱-۲-۳- صکوک اجاره

در این تقسیم‌بندی، صکوک اجاره نیز بر ۵ گروه، طبقه‌بندی می‌شوند:

شکل ۳: انواع صکوک اجاره



از نظر شرعی هیچ ترجیحی بین قراردادهای ذکر شده وجود ندارد. انتخاب نوع قرارداد با توجه به نوع نیاز بانی انتشار صکوک صورت پذیرفته و عموماً مبتنی بر عوامل مختلفی چون اهداف اقتصادی، دسترسی به دارایی پایه، سطح بدهی شرکت، رتبه اعتباری بانی (ناشر)، چارچوب مقرراتی کشوری که ناشر قصد انتشار صکوک دارد و ملاحظات مالیاتی تعیین می‌گردد. محبوب‌ترین ساختارهای مورد استفاده در بازار جهانی، صکوک مرابحه، اجاره،



وکالت و مشارکت هستند، درحالی که ساختارهای مزارعه، مساقات و مغارسه تقریباً جایگاهی در بازار جهانی صکوک ندارند.

اجاره شامل انتقال منفعت یک دارایی به شخص دیگر درازای پرداخت اجاره بها است. صکوک اجاره، شایع ترین ساختار صکوک است که مورد استفاده قرار می گیرد (بر اساس مبلغ انتشار) و از منظر مفسران به عنوان ساده ترین ساختار صکوک در مقایسه با دیگر انواع ساختارهای صکوک که توسعه یافته اند، در نظر گرفته می شود.

این نوع صکوک از محبوبیت خاصی برخوردار است. چراکه ساختار آن ساده بوده و توسط هر دو گروه سرمایه گذاران متعارف و سرمایه گذاران اسلامی پذیرفته شده است. لازم به ذکر است که مؤسسات رتبه بندی بین المللی نیز این صکوک را پذیرفته اند. صکوک اجاره شامل انتقال مالکیت یا منفعت/خدمات دارایی های مشهود مانند املاک و مستغلات، هواپیما یا کشتی از بانی به نهاد واسط از طریق انتشار گواهی های صکوک است که نشان دهنده مالکیت منافع مشاع چنین دارایی هایی برای سرمایه گذاران است. سپس دارایی توسط نهاد واسط برای یک دوره مشخص که معمولاً با سررسید صکوک منطبق است، به بانی اجاره داده می شود.

هر دارنده صکوک، مستحق دریافت اجاره بهاها را حاصل از قرارداد اجاره متناسب با نسبت مالکیت در دارایی پایه است. مقدار این اجاره بهاها که نهاد واسط آن ها را پرداخت می کند، برابر با مقدار توزیع دوره ای قابل پرداخت صکوک در آن زمان هست. این مقدار می تواند توسط نرخ ثابت یا متغیر (مانند لایبور) بسته به نوع صکوک منتشر شده، محاسبه شود. در تاریخ انتشار، بانی می تواند وارد یک تعهد خرید شود که بر اساس آن، این حق به نهاد واسط داده می شود تا بانی را ملزم به خرید دارایی ها در زمان نکول صکوک یا در سررسیدهای معین باقیمت اعمالی که مساوی مبلغ اصلی به علاوه هرگونه مبلغ تعلق گرفته ولی پرداخت نشده در زمان های توزیع دوره ای است، نماید. پولی که توسط نهاد واسط دریافت می شود، برای پرداخت مبالغ توزیع دوره ای به سرمایه گذاران



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

#### ۱-۲-۴- صکوک منفعت

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

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

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

<sup>۱</sup>. Mobile 'airtime' vouchers



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

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



#### ۱-۲-۲-۵- صکوک استصناع

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

واژه استصناع در لغت از باب استفعال از ماده صنع و به معنای طلب و سفارش ساخت چیزی است. در نگاه عرف استصناع عبارت است از اینکه کسی با صنعتگر قرارداد ببندد که کالای مشخصی را در زمان معینی برایش بسازد. در اصطلاح استصناع قراردادی است که به موجب آن یکی از طرفین در مقابل مبلغی معین ساخت و تحویل پروژه یا کالای مشخص در زمان معینی را نسبت به طرف دیگر به عهده (ذمه) می گیرد. در واقع می توان گفت قرارداد استصناع قراردادی است که در آن ساخت کالایی به وسیله سفارش دهنده به سازنده کالا بایان اوصاف و مشخصات آن سفارش داده می شود تا در مدتی معین سازنده با تهیه مواد اولیه، کالای موردنظر را برایش ساخته و به او تحویل دهد.

در ساختار صکوک استصناع، وجوه جمع آوری شده از محل فروش صکوک، جهت ساخت و ساز یک پروژه به کار گرفته می شود. در این نوع صکوک، امین متعهد می شود دارایی ها را به بانی تحت قرارداد اجاره موصوف فی الذمه برای دوره ای مشخص اجاره دهد. در قرارداد استصناع، مبلغ قرارداد تا سررسید و تحویل کالا به صورت قسطی پرداخت می شود. وکیل (امین) این پیش پرداخت های اجاره را از مستأجر اخذ کرده و برای بازپرداخت های دوره ای به صاحبان صکوک بکار می گیرد. در تاریخ انتشار، بانی می تواند وارد یک قرارداد تعهد خرید شود که طبق این قرارداد، این حق به امین داده می شود تا در زمان انحلال یا سررسیدهای مقرر بانی را مجبور به خرید



دارایی‌ها باقیمت اعمالی که برابر با اصل صکوک به علاوه هر مقدار توزیع دوره‌ای که تعلق گرفته اما پرداخت نشده است، نماید. صکوک استصناع به‌ویژه برای تأمین مالی پروژه‌های زیرساختی کلان مناسب است.

#### ۱-۲-۲-۶- صکوک مرابحه

قرارداد مرابحه، قراردادی بین خریدار و فروشنده کالا برای تحویل دارایی است. قیمت دارایی، شامل هزینه دارایی به علاوه سودی است که فروشنده دریافت می‌کند. خریدار می‌تواند قیمت را به صورت اقساط یا به صورت یکجا در آینده به فروشنده پرداخت نماید. ناشر به واسطه عوایدی که از انتشار صکوک مرابحه به دست می‌آورد، کالاهایی را از عرضه کنندگان خریداری نموده، سپس آن کالایی را که خریده است به بانی باقیمتی بیشتر از قیمت خریداری شده، می‌فروشد. دوره پرداخت‌های معوق، مرتبط با سررسید صکوک مرابحه است. همچنین اقساطی که از بانی طی زمان‌های گوناگون دریافت می‌شود، جهت پرداخت به صاحبان صکوک استفاده می‌شود.

صکوک مرابحه زمانی مورد استفاده قرار می‌گیرد که بانی صاحب دارایی واقعی مشهود نبوده یا سرمایه لازم برای خرید دارایی را نداشته باشد. در این ساختار، ناشر به واسطه پول‌هایی که از سرمایه‌گذاران جمع‌آوری می‌کند به وکالت از طرف آن‌ها دارایی مورد نیاز بانی را خریداری کرده و به بانی می‌فروشد. بانی نیز ملزم است در سررسیدهای مشخص اقساط آن را به ناشر پرداخت کرده تا ناشر آن اقساط را در اختیار دارندگان صکوک قرار دهد.

صکوک مرابحه در برخی از کشورها از جذابیت لازم در میان سرمایه‌گذاران برخوردار نیست چراکه به دلیل مسائل شرعی، در آن کشورها برای این نوع صکوک بازار ثانوی وجود ندارد و این صکوک نمی‌توانند به صرف فروخته شوند. چون خرید و فروش این نوع صکوک در حقیقت همان خرید و فروش بدهی محسوب می‌شود که میان علمای آن‌ها محل اختلاف بوده و خرید و فروش آن را شرعی نمی‌دانند. این دیدگاه بیشتر در میان کشورهای



شورای همکاری خلیج فارس و پاکستان جریان دارد. اما کشور مالزی بازار ثانوی صکوک مرابحه را غیر شرعی نمی داند. البته صکوک مرابحه در کشورهای شورای همکاری خلیج فارس و پاکستان در صورتی می تواند مورد معامله واقع شود که بخش کوچکی از یک پرتفوی بزرگ تر از دارایی های صکوک که شامل ابزارهای قابل معامله همچون اجاره، مشارکت و یا مضاربه هستند را شامل شود [طبق قاعده غلبه اکثریت].

#### ۱-۲-۲-۷- صکوک سلف

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

#### ۱-۲-۲-۸- صکوک جعاله

در بیان فقها، جعاله عقدی (قراردادی) است که به موجب آن، فرد (جاعل) متعهد می شود تا در برابر عملی که برای وی انجام می شود، پاداش معینی - به عامل - پرداخت نماید. در این معنا، ارکان جعاله عبارت اند از: جاعل،



عامل، عمل (نتیجه فعل عامل)، جعل. در ماده ۵۶۱ قانون مدنی، جعله را این گونه تعریف می کند: « جعله عبارت است از التزام شخص به ادای اجرت معلوم در مقابل عملی اعم از این که طرف معین باشد یا غیر معین.»

صکوک بهاداری است که دارندگان آن به صورت مشاع، مالک بخشی از دارایی هستند که این دارایی ها طبق عقد جعله در پروژه ها استفاده می شود. صکوک جعله، صکوک مالکیت مشاع دارایی است که بر اساس قرارداد جعله، تعهد انجام و تحویل آن مقرر گردیده است. بعد از پایان عمل (موضوع قرارداد جعله)، صاحبان صکوک، مالک مشاع نتیجه عمل خواهند بود. نتیجه عمل ممکن است خدمت یا دارایی فیزیکی باشد.

-صکوک جعله، ابزار مالی بانام یا بی نامی است که برای مدت زمان معین یا نامعین و با نحوه پرداخت از پیش تعیین شده انتشار می یابد. دارندگان این صکوک، مالک دارایی های انتشار یافته است؛ صکوک جعله به دو صورت با سررسید و بدون سررسید منتشر می شود. در صورت دارا بودن سررسید، انتشار آن به دو روش کوتاه مدت (با سررسید کمتر از یک سال) و بلندمدت (با سررسید بیشتر از یک سال) است.

#### ۱-۲-۹- صکوک رهن

اوراق بهاداری است که به منظور خرید مطالبات رهنی توسط ناشر منتشر می شود. مطالبات رهنی شامل مطالبات مدت دار اشخاص حقوقی ناشی از قراردادهای مبادله ای از قبیل فروش اقساطی، اجاره به شرط تملیک و جعله (به استثنای سلف) است که دارای وثیقه رهنی هست.



### ۱-۲-۳- صکوک مالی انتفاعی با سود انتظاری

#### ۱-۳-۲-۱- صکوک مشارکت

به موجب مشارکت، هر یک از طرفین قرارداد در سرمایه به صورت مساوی یا به شکل های دیگر شریک می شوند تا برای ایجاد یک پروژه جدید یا سهم شدن در یک پروژه خاص اقدام کنند و در سود و زیان شریک شوند. در واقع می توان گفت صکوک مشارکت، نشان دهنده مشارکت دارنده آن در یک طرح است.

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

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



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

#### ۱-۲-۳-۲- صکوک مضاربه

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

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



### ۱-۲-۳- صکوک مزارعه

سند مالکیت مشاع دارندگان اوراق بر زمین یا زمین‌های زراعی یا دیگر نهادهای تولیدی زراعی معین است که به قرارداد مزارعه برای کشت و زرع در اختیار عامل مزارعه گذاشته شده است.

این گواهیهای با ارزش یکسان با هدف استفاده از وجوه تجهیز شده از طریق عرضه عمومی برای تأمین مالی پروژه بر مبنای مزارعه منتشر میشود. در نتیجه، دارندگان گواهی مالک سهمی از زمین کشاورزی مبنای انتشار اوراق بر حسب شرایط قرارداد خواهند بود.

### ۱-۲-۴- صکوک مساقات

سند مالکیت مشاع دارندگان اوراق بر باغ یا باغهای مثمر یا دیگر نهادهای تولیدی باغی معین است که به قرارداد مساقات برای باغداری در اختیار عامل قرارداد مساقات گذاشته شده است.

این گواهیهای دارای ارزش یکسان با هدف به کارگیری وجوه تجهیز شده از طریق عرضه عمومی برای آبیاری درختان دارای میوه، مراقبت و نگهداری از آن درختان بر اساس قرارداد مساقات منتشر میشود در نتیجه، دارندگان مالک سهمی از محصول بر اساس شرایط قرارداد خواهند بود

### ۱-۳- مقایسه صکوک انتفاعی

در جدول شماره ۱ به طور خلاصه انواع صکوک بررسی شده در قسمت قبل، از جهت امکان انتشار در بازه‌های زمانی مختلف، نوع بازدهی، ریسک و بازار ثانویه با یکدیگر مقایسه شده است. صکوک خزانه اسلامی از جهت اینکه ریسک نکول ندارند برای خریداران صکوک جذابیت بیشتری دارد علی‌الخصوص که خریداران می‌توانند در بازار ثانویه نیز این صکوک را معامله کنند و به همین جهت از نقدشوندگی بالایی نیز برخوردار هستند. برخی صکوک دیگر مانند مضاربه، مشارکت، منفعت، مزارعه و مسافات امکان تعیین شود قطعی و ثابت در هنگام

قرارداد وجود ندارد. به همین خاطر ریسک بیشتری نسبت به اخزا داشته فلذا دارندگان آن نیز انتظار بازده بیشتری نسبت به اخزا دارند.

جدول ۱: مقایسه انواع صکوک مالی اسلامی

| نام صکوک | دوره انتشار                    | نوع بازدهی              | ریسک نکول | بازار ثانویه |
|----------|--------------------------------|-------------------------|-----------|--------------|
| اخزا     | کوتاه مدت، میان مدت و بلند مدت | سود ثابت                | ندارد     | دارد         |
| مضاربه   | کوتاه مدت، میان مدت و بلند مدت | سود متغیر (سود انتظاری) | دارد      | ندارد        |
| وکالت    | کوتاه مدت، میان مدت و بلند مدت | سود ثابت و متغیر        | دارد      | ندارد        |
| اجاره    | میان مدت و بلند مدت            | سود ثابت                | دارد      | دارد         |
| منفعت    | بلند مدت                       | سود متغیر (سود انتظاری) | دارد      | دارد         |
| استصناع  | میان مدت و بلند مدت            | سود ثابت                | دارد      | دارد         |
| مراجعه   | کوتاه مدت، میان مدت و بلند مدت | سود ثابت                | دارد      | دارد         |
| سلف      | میان مدت و بلند مدت            | سود متغیر               | دارد      | ندارد        |
| مشارکت   | میان مدت بلند مدت              | سود متغیر (سود انتظاری) | دارد      | دارد         |
| جعاله    | کوتاه مدت، میان مدت، بلند مدت  | سود ثابت                | دارد      | ندارد        |
| مزارعه   | کوتاه مدت و میان مدت           | سود متغیر (سود انتظاری) | دارد      | ندارد        |
| مساقات   | کوتاه مدت و میان مدت           | سود متغیر (سود انتظاری) | دارد      | ندارد        |

## ۲- وضعیت انتشار صکوک در جهان

### ۲-۱- سابقه انتشار صکوک در جهان

ایده انتشار صکوک 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. با وجود این، انتشار عملی صکوک اجاره برخاسته از دو عامل اساسی است: اولین عامل از تولد ایده‌ای که در درون مؤلفه‌های شریعت است ناشی می‌شود و عامل دوم، افزایش تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار در بازارهای مالی بوده است. ایده تبدیل کردن دارایی‌ها به اوراق



بهادار در دهه ۱۹۸۰ در تامین مالی متعارف رایج شد و در دهه ۱۹۹۰ در ساختارهای مختلف معاملات مالی توسط بانک‌های سرمایه‌گذاری اسلامی مورد استفاده قرار گرفت. به دلیل چنین تجربه‌ای، متخصصان مالی در بانک‌های اسلامی و نیز علمای دینی تقریباً با ایده تبدیل به اوراق بهادار کردن و نیازهای اجرایی آن آشنا بودند. بنابراین ایده اوراق اجاره دارایی و آشنایی با جزئیات عملیاتی دارایی‌های تبدیل شده به اوراق بهادار منجر به توسعه صکوک اجاره شد.

اولین تلاش‌ها برای غلبه بر مساله نقدینگی که بانک‌های اسلامی با آن مواجه بودند، توسط بانک مرکزی مالزی در جولای 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 می‌کردند، استفاده نکرد. بنابراین اوراق بی‌بهره با نام گواهی سرمایه‌گذاری دولتی منتشر شد. این گواهی‌ها نشان‌دهنده بدهی بانک اسلامی مالزی به دولت بود. نرخ بهره از پیش تعیین شده‌ای برای این اوراق وجود نداشت، بلکه نرخ بازدهی آنها توسط دولت و به تشخیص آن اعلام می‌شد. کمیته‌ای به نام کمیته سود تقسیمی مرکب از وزارت امور مالی، بانک مرکزی، واحد برنامه‌ریزی اقتصادی و بخش امور مذهبی دفتر نخست‌وزیری، برای اعلام منظم نرخ‌ها تعیین شد. رابطه ثابتی برای تعیین نرخ بازدهی وجود نداشت، بلکه تاکید بر ملاحظات کیفی به جای 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.

سازمان کنفرانس آکادمی بین‌المللی فقه اسلامی (آکادمی فقه)، یک آکادمی برای مطالعات پیشرفته اسلام مستقر در جده، عربستان سعودی، با صدور بیانیه‌ای در سال ۱۹۸۸، زمینه توسعه بازار صکوک را فراهم کرد. در قسمتی از این بیانیه چنین آمده است که «هر ترکیبی از دارایی‌ها (یا حق انتفاع چنین دارایی‌هایی) را می‌توان در قالب



ابزارها و اوراق مالی به قیمت بازار به فروش رسانند، مشروط بر اینکه اکثر ترکیب گروه‌های دارایی‌های ارائه شده توسط صکوک از دارایی‌های مشهود باشد».

به نظر می‌رسد که برای اولین بار این بیانیه به طور خاص معاملات صکوک را تایید میکرد و به عنوان یک نقطه عطف در مالی اسلامی به حساب می‌آید و راه را برای معرفی صکوک به عنوان ابزار بازار سرمایه هموار کرد. به دنبال این بیانیه<sup>۲</sup> AAOIFI که در سال ۱۹۹۱ تأسیس شد. این موسسه نقش مهمی در هماهنگ کردن استانداردهای شرعی مربوط به امور مالی ایفا می‌کند.

اولین صکوک اندکی پس از صدور بیانیه فوق الذکر، توسط کشور مالزی به ارزش ۱۲۵ میلیونی رینگیت در سال ۱۹۹۰ صادر شد. ۱۱ سال پس از انتشار اولین صکوک مالزیایی گذشت. قبل از انتشار اولین صکوک جهانی توسط مالزی در دسامبر ۲۰۰۱ میلادی، موسسه 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. بحرین با انتشار اوراق بهادار «صکوک سلم» جدید و ارائه یک بازدهی ثابت ۳/۹۵ درصدی سالانه که مبتنی بر بهره نبود، توانست این مساله شرعی انتشار این اوراق را حل کند.

بازار صکوک از اواخر سال ۲۰۰۷ تا اوایل سال ۲۰۰۹، متأثر از دو رویداد متفاوت تحت تاثیر قرار و کاهش ارزش بازار قرار گرفت. اول، اختلافات شرعی مطرح شده پیرامون آن و کاهش اعتبار آن در سطح جهانی، دوم، وقوع بحران جهانی.

<sup>۲</sup> Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions



در اواخر سال ۲۰۰۷، شیخ محمد تقی عثمانی، رئیس AAOIFI، بیانیه‌ای بحث برانگیزی در مورد تطابق صکوک با شریعت منتشر کرد و این سوال را مطرح کرد که آیا صکوک موجود در بازار واقعاً با اصول شریعت مطابقت دارند یا خیر. در نتیجه انتشار این بیانیه، صکوک شرکتی در کشورهای شورای همکاری خلیج فارس از ۱۳,۵ میلیارد دلار در سال ۲۰۰۷ به ۵,۵ میلیارد دلار در سال ۲۰۰۸ کاهش یافت. عدم اطمینان بازار ناشی از این بیانیه باعث شد تا علمای AAOIFI در اوایل سال ۲۰۰۸ جلساتی را برگزار کرده و به دنبال آن بیانیه‌ای رسمی صادر شد که در آن برای تقویت بنیان شرعی صکوک توصیه‌هایی را ارائه نمود. در نتیجه بیانیه AAOIFI، بازار صکوک به طور فزاینده‌ای به سمت سه نوع خاص از صکوک یعنی صکوک اجاره، مرابحه و وکالت حرکت کرد.

عرضه‌کنندگان صکوک این فرصت را دارند که هم از جامعه رو به رشد سرمایه‌گذاران اسلامی و هم از جامعه سرمایه‌گذاران نهادی غربی بهره ببرند. همانطور که بازار صکوک رشد کرده است، توجه فزاینده‌ای را از سوی برخی از پیچیده‌ترین سرمایه‌گذاران نهادی اروپایی و آمریکایی جلب کرده است. عرضه صکوک توسط برخی از سرمایه‌گذاران نهادی اروپایی و آمریکایی به عنوان یکی از بهترین راه‌ها برای متنوع کردن پرتفوی خود و دستیابی به بازده بالاتر از طریق سرمایه‌گذاری در بازارهای در حال رشد سریع آسیای جنوب شرقی، خاورمیانه و شمال آفریقا مورد توجه قرار گرفته است.

جذابیت صکوک به عنوان یک منبع مالی جایگزین، اکنون بسیار فراتر از جهان اسلام است. انگلستان اولین کشور خارج از جهان اسلام بود که برای اولین بار در ژوئن ۲۰۱۴ صکوک مستقل صادر کرد. این انتشار صکوک سفارشات بیش از ۲ میلیارد پوند (۳,۰۵ میلیارد دلار آمریکا) را از سرمایه‌گذاران جهانی مستقر در بریتانیا، خاورمیانه و آسیا جذب کرد. این تمایل دولت بریتانیا برای حفظ لندن به عنوان یک مرکز جهانی مالی اسلامی



بود که تا حد زیادی باعث این امر شد. ف هنگ کنگ، چین، لوکزامبورگ و برخی کشور های اروپایی از جمله آفریقای جنوبی و ساحل عاج کشور های بعدی ای بودند که به جمع عرضه کنندگان صکوک پیوستند.

## ۲-۲- وضعیت فعلی بازار جهانی صکوک

امروزه با برطرف شدن مشکلات ساختاری صکوک، بازار آن در سطح بین الملل عمق بیشتری پیدا کرده است. پیش از این به دلیل مشکلات ساختاری صکوک، بسیاری از نهادها که به صورت بالقوه می توانستند از منتشر کنندگان اوراق صکوک باشند به جمع آوری وجوه از طریق بازار اوراق قرضه یا از طریق وام های بانکی متعارف می پرداختند اما امروز وارد بازار صکوک شده اند. بسیاری از بانک های اروپایی و آمریکایی از جمله این موارد هستند.

ورود نوآوری های مالی به صکوک مانند امکان انتشار صکوک کوپن دار، کاهش سخت گیری های مربوط به داراییه ای پایه، امکان صدور صکوک شناور و گسترش بازار ثانویه این روند را در برخی مناطق تشدید کرده است.

مجموع انتشار صکوک جهانی (بلند مدت و کوتاه مدت) در سال ۲۰۲۰ با حدود ۱۷۴ میلیارد دلار بالاترین ارزش انتشار سالانه صکوک تا به امروز است. این در حالی است که بر اساس آمار منتشر شده توسط آطانس رتبه بندی فیچ<sup>۳</sup> مجموع صکوک منتشر شده در سال ۲۰۲۱ با رشد ۳۶٫۱ درصدی سالانه به ۲۵۲٫۳ میلیارد دلار رسیده است. بانک های مرکزی، دولت ها و موسسات چندجانبه بزرگترین منتشر کنندگان این صکوک بوده اند. شورای همکاری خلیج فارس، مالزی، اندونزی، ترکیه و پاکستان ۲۳۰٫۲ میلیارد دلار از کل صکوک منتشر شده در سال

<sup>۳</sup> Fitch



۲۰۲۱ را صادر کرده اند. این رشد انتشار صکوک در حالی بوده است که قیمت نفت و مشتقات آن در این سال افزایش یافته و بیماری کوید همچنان بر اقتصاد ها سایه افکنده بود.

با انتشار بیش از ۲۵۰ میلیارد دلاری صکوک در سال ۲۰۲۱ حجم کل صکوک منتشر شده به ۷۱۱,۳ میلیارد دلار رسید که ۱۲,۷ درصد بیشتر از سال قبل است. حجم صکوک سبز و پایدار<sup>۴</sup> نیز ۱۷,۲ درصد در سال ۲۰۲۱ افزایش یافت و به ۱۵ میلیارد دلار رسید که احتمالاً این موضوع در سال ۲۰۲۲ ادامه دار خواهد بود. البته باید اشاره کرد که با توجه به شرایط اقتصادی متاثر از کرونا تعدادی از صادرکنندگان صکوک در سال ۲۰۲۱ نکول کردند، از جمله Serba Dinamik Holdings Berhad و PT Garuda Indonesia بودند.

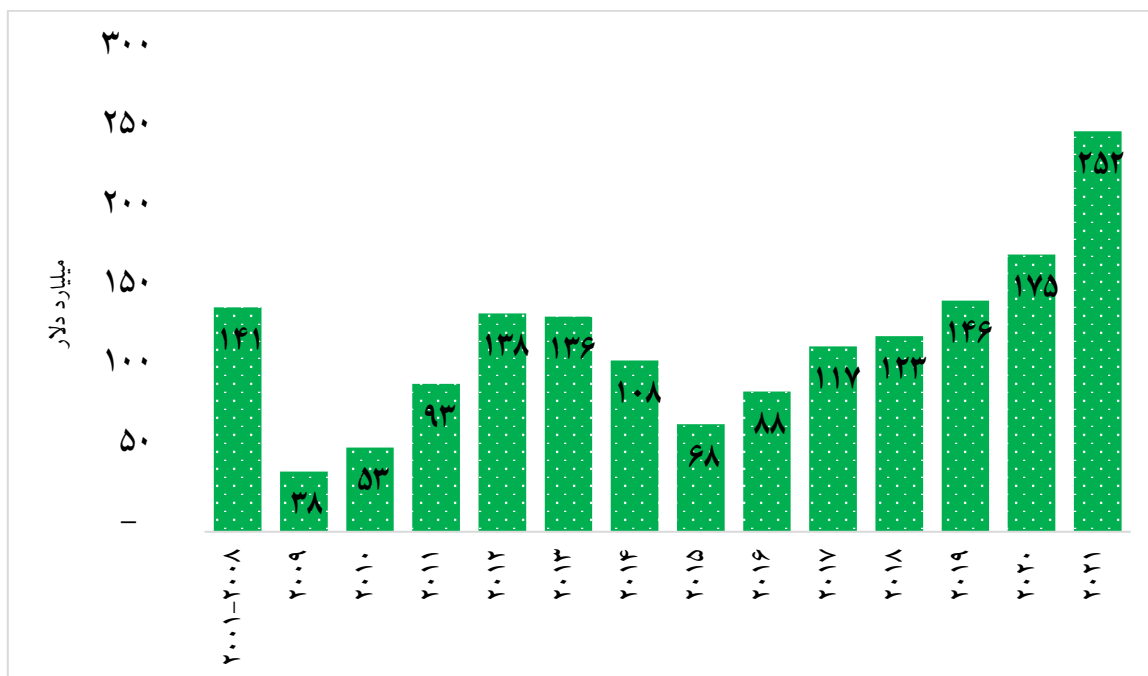
روند انتشار صکوک در جهان طی سال های گذشته در نمودار ۱ نشان داده شده است:

---

<sup>۴</sup> Green & sustainable sukuk



نمودار ۱: روند انتشار جهانی صکوک (میلیارد دلار)



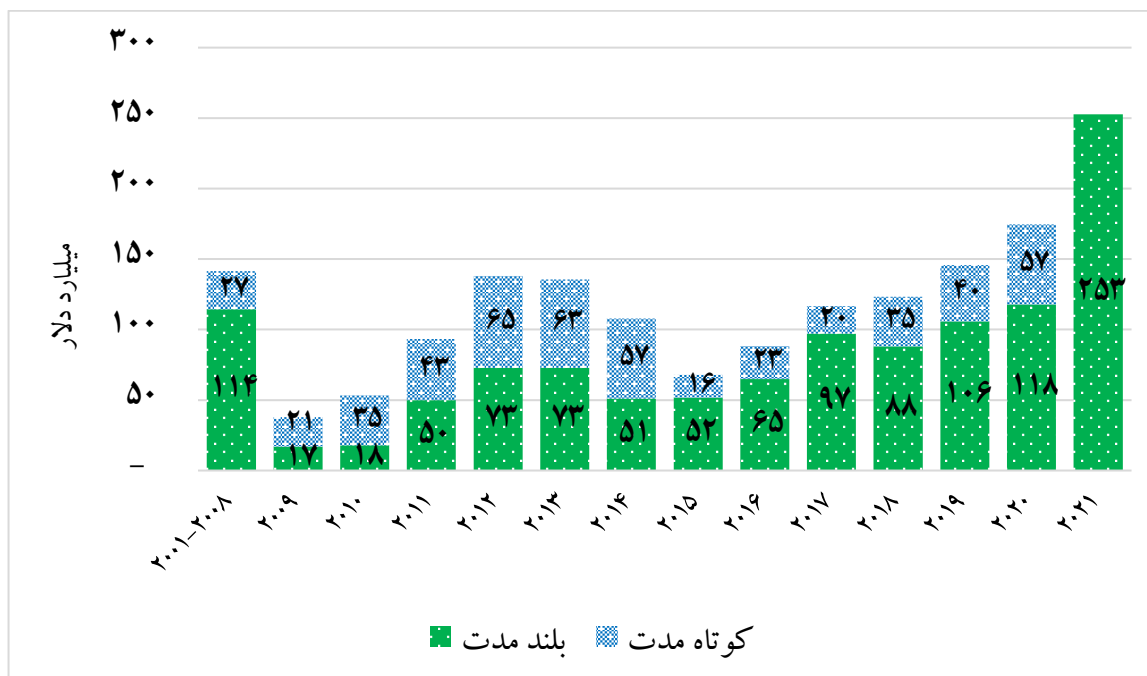
ماخذ : IIFM Sukuk database

انتشار جهانی صکوک کوتاه مدت در سال ۲۰۲۰، ۵۶۷۴۱ میلیون دلار و صکوک بلند مدت ۱۱۷۹۰۵ میلیون دلار بوده است. مجموع صکوک منتشر شده در سال ۲۰۲۱ نیز با افزایش ۴۵ درصدی به بیش از ۲۵۲ میلیون دلار در سال ۲۰۲۱ رسیده است.<sup>۵</sup>

<sup>۵</sup> ارقام سال ۲۰۲۱ به صورت تفکیکی و دقیقی تا نگارش این گزارش هنوز منتشر نشده است.



نمودار ۲ مجموع انتشار سالانه صکوک به تفکیک بلند مدت و کوتاه مدت (میلیارد دلار)



ماخذ : IIFM Sukuk database

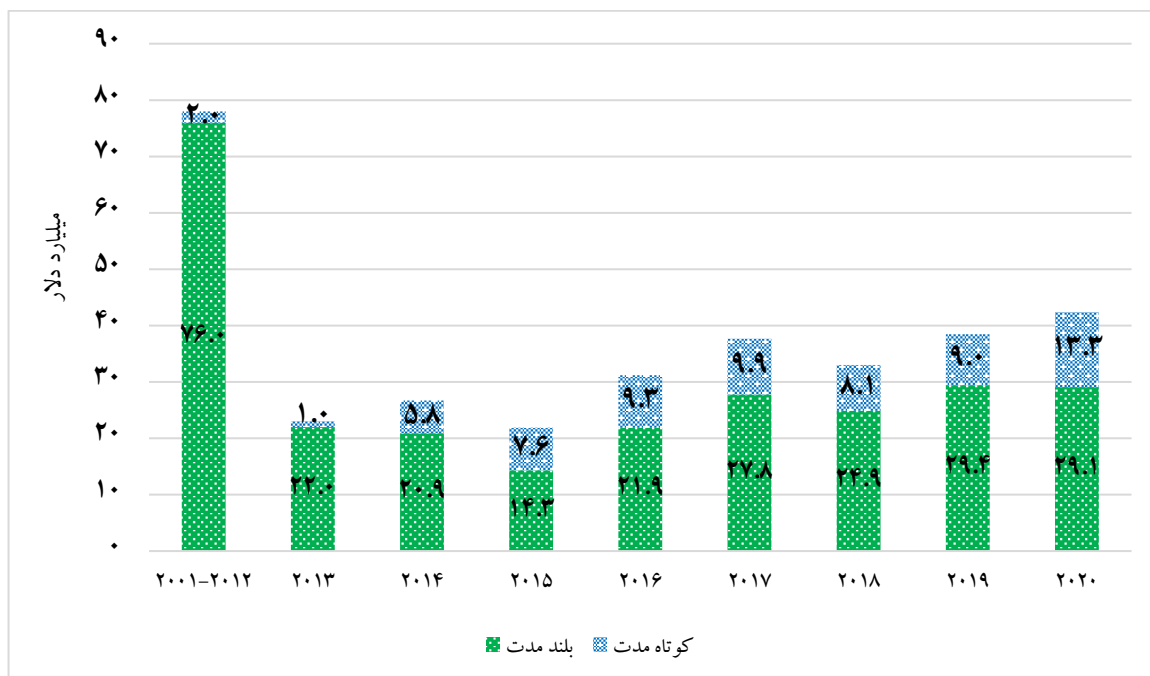
همان‌طور که در **Error! Reference source not found.** نشان داده شده است، انتشار جهانی صکوک روند افزایشی را در سال‌های اخیر داشته است. در حالی که مالزی همچنان تسلط خود را بر بازار صکوک حفظ کرده است، در سال‌های اخیر امارات، عربستان و ترکیه سهم خود را در این سال افزایش داده‌اند.

نمودار ۳ مجموع انتشار صکوک بین‌المللی (بلندمدت و کوتاه‌مدت) را نشان می‌دهد. در سال ۲۰۲۰ به ۴۲,۴۰۸ میلیارد دلار رسیده است که نسبت به سال ۲۰۱۹، افزایش ۳,۹۳ میلیارد دلاری یا ۹,۲۵ درصدی داشته است.

اگرچه از نظر حجم انتشار صکوک بین‌المللی، سال ۲۰۲۰ رکورد جدیدی را به ثبت رساند، اما انتشار کوتاه مدت صکوک کاملاً به این افزایش کمک کرده است در حالی که انتشار بلندمدت نسبت به سال قبل از آن تقریباً بدون تغییر بوده است.



نمودار ۳: مجموع انتشار صکوک بین المللی به تفکیک بلند مدت و کوتاه مدت (میلیارد دلار)



ماخذ : IIFM Sukuk database

در جدول ۲ با برخی از بزرگترین صکوک بین المللی با نرخ ثابت منتشر شده در سال ۲۰۲۰ آمده است:

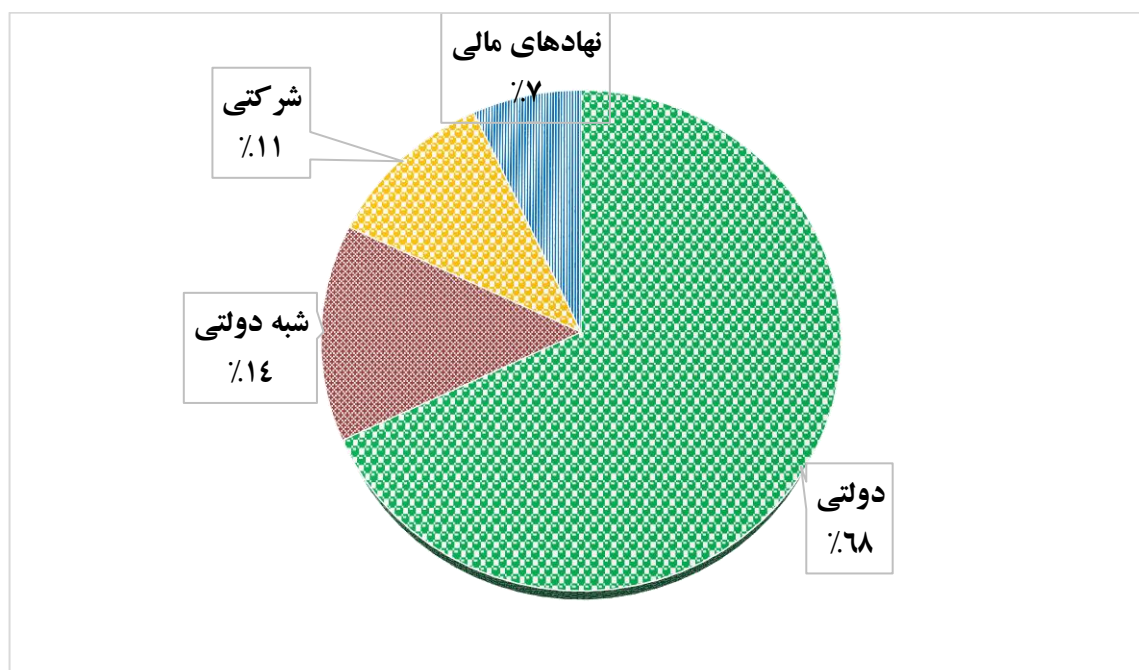
جدول ۲: مهمترین صکوک منتشر شده در سال ۲۰۲۰

| منتشرکننده                         | واحد صکوک | داخلی/ بین المللی | نوع صکوک     | ارزش معادل میلیون دلار | نرخ بازده | سررسید |
|------------------------------------|-----------|-------------------|--------------|------------------------|-----------|--------|
| Arab National Bank                 | USD       | بین المللی        | مراجعه       | ۷۵۰                    | ۳,۳۰      | ۱۰     |
| Axiata Group Bhd                   | USD       | بین المللی        | وکالت        | ۵۰۰                    | ۲,۱۶      | ۱۰     |
| Bahrain Mumtalakat Holding Company | USD       | بین المللی        | اجاره/مراجعه | ۵۰۰                    | ۴,۲       | ۷      |
| Central Bank of Bahrain            | USD       | بین المللی        | اجاره/مراجعه | ۱۰۰۰                   | ۳,۹۵      | ۷      |
| Dubai Aerospace Enterprise         | USD       | بین المللی        | مضاربه       | ۷۵۰                    | ۳,۸۸      | ۵      |
| Dubai DP World                     | USD       | بین المللی        | مضاربه       | ۱۵۰۰                   | ۶,۰۰      | دائمی  |
| Dubai Islamic Bank                 | USD       | بین المللی        | وکالت        | ۱۰۰۰                   | ۴,۶۳      | دائمی  |
| Emirates Islamic Bank              | USD       | بین المللی        | وکالت        | ۵۰۰                    | ۱,۸۳      | ۵      |
| First Abu Dhabi Bank               | USD       | بین المللی        | اجاره        | ۵۰۰                    | ۲,۵۰      | ۵      |
| Government of Indonesia            | IDR       | داخلی             |              | ۳۲۰۰                   | ۶,۶۲      | ۴      |

ماخذ : IIFM Sukuk database

از مجموع صکوک منتشر شده در طی دو دهه اخیر، حجم عمده آن مربوط به صکوک منتشر شده توسط دولت ها و نهاد های شبه دولتی بوده است. در نمودار ۴: سهم انواع صادر کننده صکوک - ۲۰۰۱ تا ۲۰۲۰ سهم صادر کننده صکوک کوتاه مدت آمده است:

نمودار ۴: سهم انواع صادر کننده صکوک - ۲۰۰۱ تا ۲۰۲۰



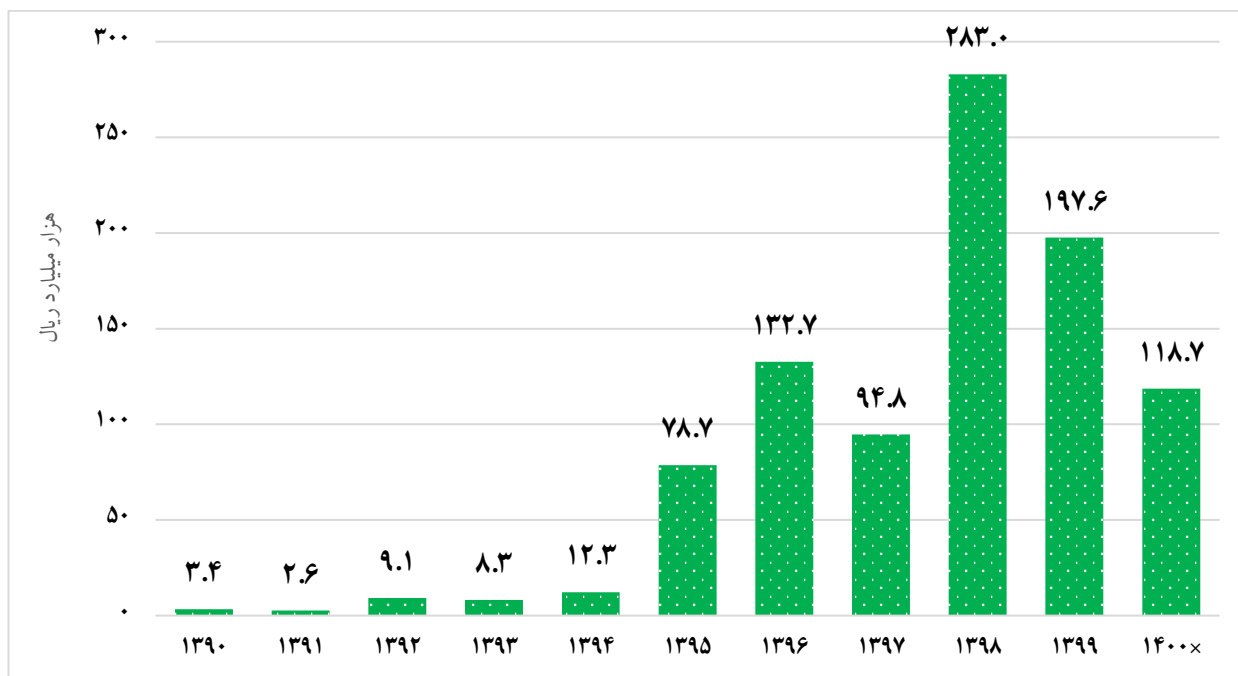
ماخذ : IIFM Sukuk database

### ۳- وضعیت انتشار صکوک در ایران

پس از تصویب قانون "توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید" در اواخر سال ۱۳۸۹ تا کنون، صکوک در قالب عقود اجاره، مرابحه، رهنی، منفعت، خرید دین، سفارش ساخت و ... توسط شرکت های واسطه مالی در بازار سرمایه ایران منتشر شده است. براساس آخرین امار منتشر شده حجم صکوک منتشر شده تا پایان فصل پاییز سال ۱۴۰۰ به شرح نمودار ۵ است:



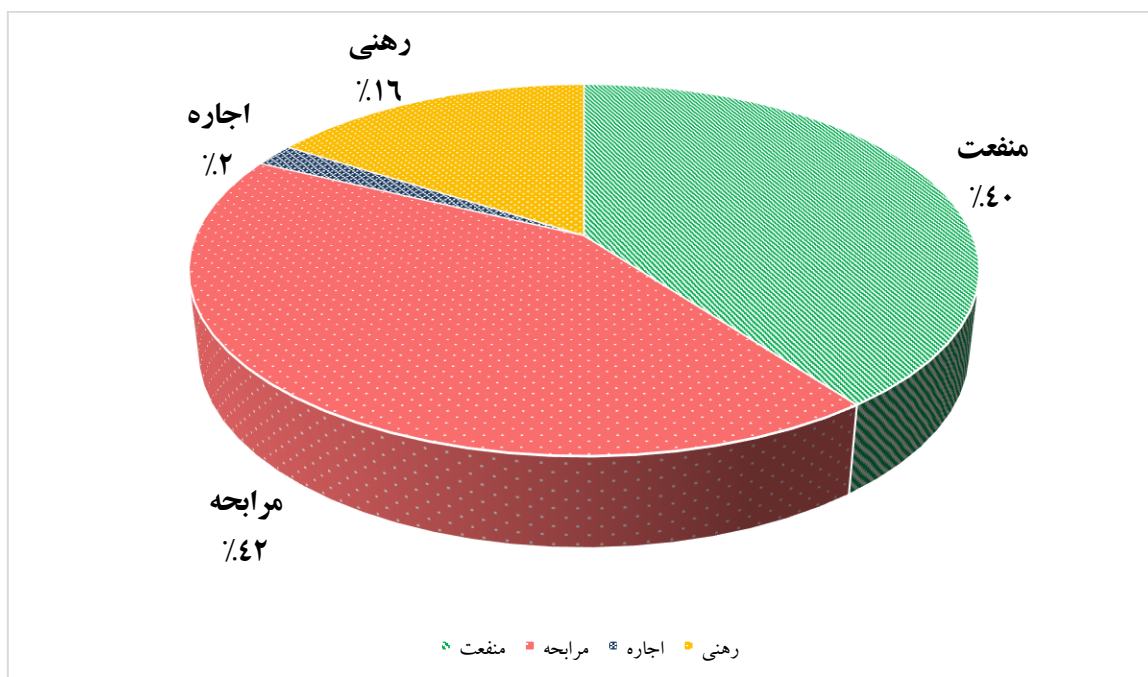
نمودار ۵: صکوک منتشر شده در بازار سرمایه ایران طی دهه اخیر (هزار میلیارد ریال)



ماخذ: فرابورس ایران / \* تا پایان آذرماه

صکوک منتشر شده به تفکیک نوع اوراق در نمودار ۶ نشان داده شده است:

نمودار ۶: صکوک منتشر شده به تفکیک اوراق طی دهه اخیر



ماخذ: فرابورس ایران

تغییرات ارزش بازار صکوک به تفکیک نوع بازار در جدول ۳ آمده است. بازار صکوک در آخر فصل پاییز ۱۴۰۰، نسبت به پایان سال قبل ۴۰٪ رشد داشته است.

جدول ۳: تغییرات ارزش بازار صکوک

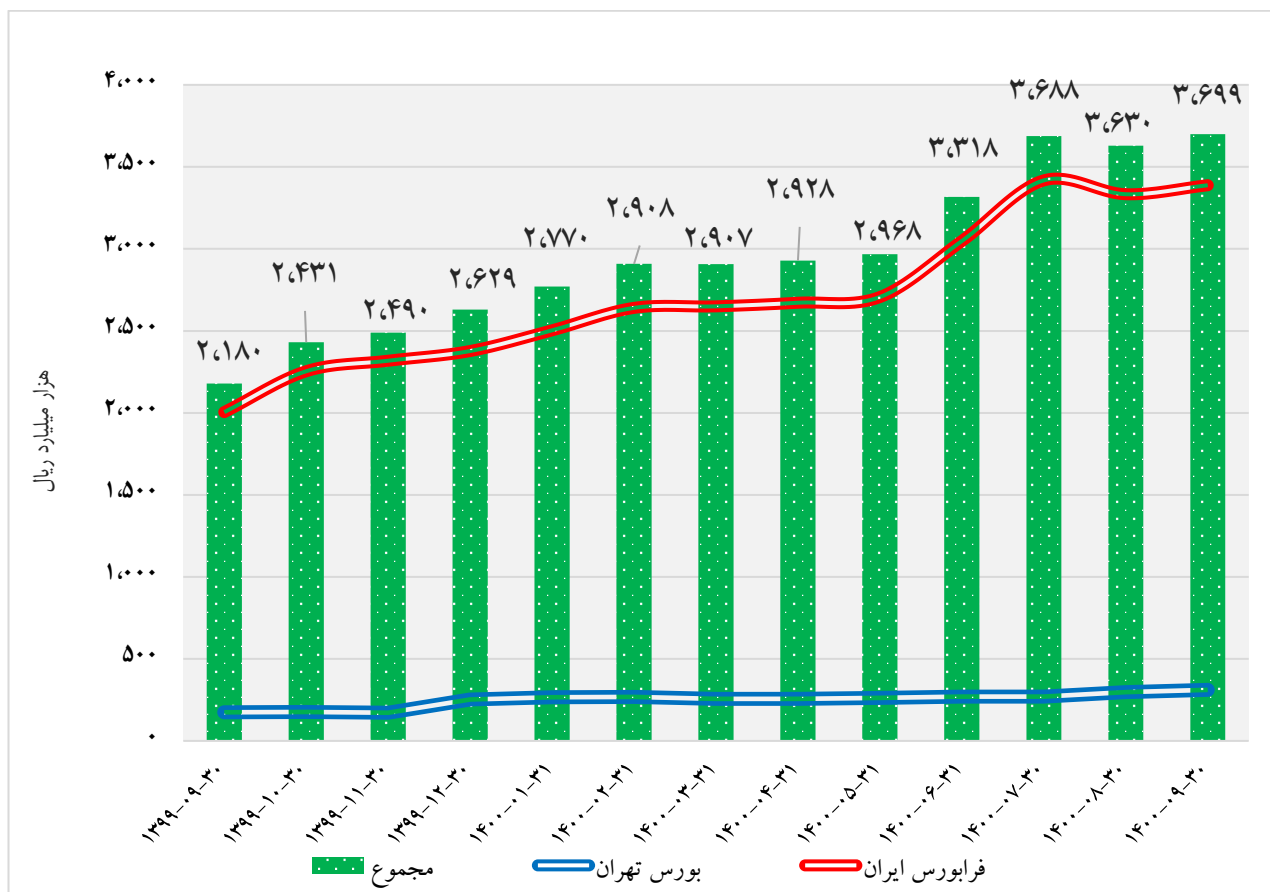
| نام بورس      | ارزش بازار - میلیارد ریال |            |            | درصد تغییرات    |                        |
|---------------|---------------------------|------------|------------|-----------------|------------------------|
|               | ۱۴۰۰/۰۹/۳۰                | ۱۴۰۰/۰۸/۳۰ | ۱۳۹۹/۱۲/۳۰ | نسبت به ماه قبل | نسبت به پایان سال ۱۳۹۹ |
| بورس تهران    | ۳۱۱،۲۲۶                   | ۲۹۶،۹۲۷    | ۲۵۲،۲۱۹    | ۴۸۲٪            | ۲۳،۴۰٪                 |
| فرابورس ایران | ۳،۳۸۸،۰۷۷                 | ۳،۳۳۳،۲۲۳  | ۲،۳۷۷،۱۲۳  | ۱،۶۵٪           | ۴۲،۵۳٪                 |
| مجموع کل      | ۳،۶۹۹،۳۰۳                 | ۳،۶۳۰،۱۵۱  | ۲،۶۲۹،۳۴۲  | ۱،۹۰٪           | ۴۰،۶۹٪                 |

ماخذ: فرابورس ایران

روند ارزش معاملات یک سال اخیر نیز در آمده است:



نمودار ۷: روند یک سال اخیر بازار صکوک

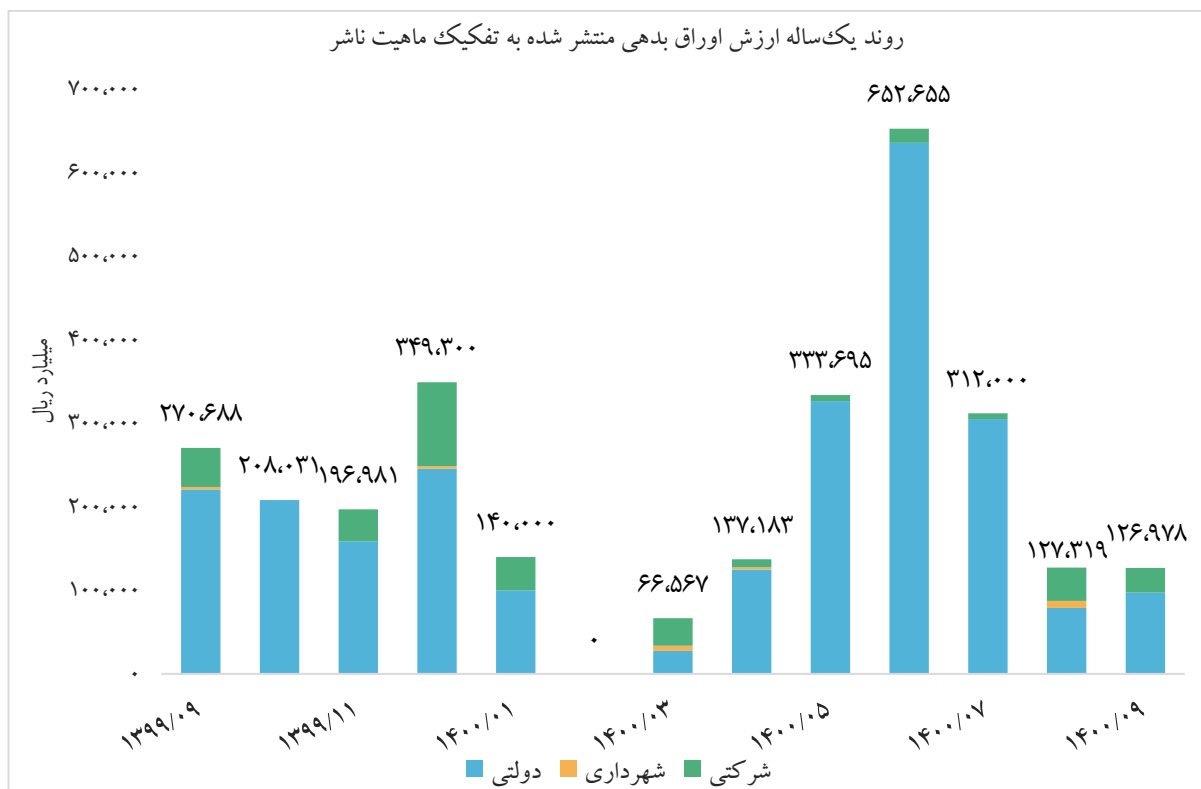


ماخذ: فرا بورس ایران

با توجه به قوانین انتشار اوراق بدهی، تا به حال بانک ها در انتشار صکوک نقش پر رنگی نداشتند. صکوک منتشر شده در بازار ایران به طور عمده توسط دولت، شرکت ها و شهرداری ها انجام شده است. سهم هر کدام از این ها به تفکیک ماه برای یک سال اخیر در نمودار ۸ رسم شده است. همانطور که انتظار می رود حجم عمده این اوراق توسط دولت منتشر شده است.



نمودار ۸: روند یک ساله انتشار بدهی به تفکیک منتشر کننده



ماخذ: فرابورس ایران

#### ۴- فرآیند انتشار صکوک

##### ۴-۱- فرآیند انتشار و پذیره نویسی

فرآیند انتشار اوراق مالی اسلامی به این صورت است که وقتی دولت بخواهد اوراقی را منتشر کند، وزارت اقتصاد، عامل اجرایی است و انتشار آن تحت نظر کمیته بند (ک) تبصره پنج قانون بودجه (کمیته مدیریت تبعات احتمالی انتشار اوراق مالی اسلامی در بازارهای پول و سرمایه کشور) انجام می شود.

درواقع پس از برآورد انجام شده از منابع و مصارف بودجه که با مشارکت وزارت اقتصاد و سازمان برنامه و بودجه انجام می شود، میزان کسری مورد نیاز برای تأمین از محل انتشار اوراق اسلامی مشخص می شود و اعضای کمیته



بند (ک) تبصره (۵) قانون بودجه که شامل وزیر امور اقتصادی و دارایی، رئیس سازمان برنامه و بودجه و رئیس کل بانک مرکزی است مجوز انتشار می دهند.

مراحل انتشار اوراق بهادار اسلامی بدین صورت است که در مرحله یک بانئ (شرکت تأمین مالی شونده)، برای تأمین مالی خود به مشاور عرضه مراجعه کرده و پس از احراز شرایط اولیه مورد نیاز جهت انتشار اوراق بهادار، موافقت اصولی از سوی سازمان بورس و اوراق بهادار صادر می شود. 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 جمع آوری می کند. سپس وجوه جمع آوری شده را به وکالت از طرف دارندگان اوراق، متناسب با ماهیت اوراق در مورد خاصی که در قرارداد آمده است، به کار می گیرد. برای مثال، در اوراق اجاره، نهاد واسط مالی اوراق اجاره را منتشر نموده و وجوه حاصل از انتشار اوراق را به وکالت از طرف سرمایه گذاران، صرف خرید دارایی ها از بانئ/فروشنده دارایی می نماید و به صورت اجاره به شرط تملیک به وی اجاره می دهد یا در پایان سررسید، دارایی را به فروش رسانده و وجوه را بین دارندگان اوراق توزیع می کند. (بانئ و فروشنده دارایی می توانند یک شخص باشند). یا در اوراق مرابحه، نهاد واسط مالی پس از جمع آوری وجوه از سرمایه گذاران، منابع مالی جمع آوری شده را به وکالت از طرف سرمایه گذاران صرف خرید دارایی های مورد نیاز بانئ می کند و به بانئ باقیمتی بالاتر به صورت اقساطی می فروشد.



#### ۴-۲- مراحل انتشار اوراق<sup>۶</sup>

##### مرحله (۱) مراجعه بانی به مشاور عرضه

در این مرحله، دریافت تقاضای تأمین مالی از سوی بانی توسط مشاور عرضه صورت می‌پذیرد. پس از آن، واجد شرایط اولیه بودن بانی جهت انتشار اوراق مورد بررسی قرار می‌گیرد. قالب این ارزیابی، مطابق بندهای ۶ گانه ذیل است:

۱- قالب حقوقی بانی متناسب با ماده ۲ دستورالعمل انتشار اوراق باشد.

۲- بانی در ایران به ثبت رسیده و مرکز اصلی فعالیت آن در ایران باشد.

۳- مجموع جریان‌های نقدی حاصل از عملیات شرکت در ۲ سال مالی اخیر مثبت باشد. در خصوص بانک‌ها، مؤسسات مالی و اعتباری و شرکت‌های واسپاری (لیزینگ) تحت نظارت بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، لازم است جریان نقدی حاصل از عملیات آن‌ها در دوره مالی یک‌ساله گذشته مثبت باشد.

۴- نسبت بدهی شرکت در ۲ سال مالی اخیر حداکثر برابر ۹۰ درصد باشد. این نسبت برای بانک‌ها، مؤسسات مالی و اعتباری و لیزینگ‌ها برابر ۹۵ درصد است.

اظهار نظر بازرس و حسابرس شرکت در خصوص صورت‌های مالی دو سال مالی اخیر آن مردود یا عدم اظهار نظر نباشد.

در صورتی که پرداخت اقساط و حسب مورد بهای خرید دارایی مبنای انتشار و نیز سایر وجوهی که بانی ملزم به پرداخت آن به ناشر هست توسط بانک‌ها و یا مؤسسات مالی و اعتباری دارای مجوز از بانک مرکزی در خصوص

<sup>۶</sup> بر گرفته از شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه



ضمانت بانک یا مؤسسه مالی و اعتباری دارای مجوز پیش از انجام تعهد و تضمین گرفته شده باشد، رعایت بندهای ۳ و ۴ فوق الزامی نیست.

چنانچه مطابق موارد مشروح، بانی واجد شرایط اولیه جهت انتشار اوراق باشد، قرارداد مشاوره منعقد نموده و وارد مرحله ۲ می شود و چنانچه شرایط را احراز ننماید، مراتب خاتمه می یابد.

### مرحله ۲) تهیه مستندات و ارائه به سازمان بورس و اوراق بهادار جهت صدور موافقت اصولی

این مرحله مشتمل بر ۴ بخش هست:

- ۱) تهیه گزارش توجیهی تأمین مالی توسط مشاور عرضه.
- ۲) بررسی و اظهار نظر در خصوص گزارش توجیهی تأمین مالی توسط یکی از حسابرسان معتمد سازمان در رابطه با موارد زیر:
  - رعایت مقررات
  - عدم کنترل ضامن توسط بانی
  - شرایط دارایی
  - اطلاعات مالی آتی
- ۳) پیگیری و مذاکره با ارکان زیر و اخذ اعلام قبولی سمت توسط ایشان مطابق فرم های سازمان بورس و اوراق بهادار
  - ضامن (در صورت وجود)
  - عامل فروش
  - متعهد پذیرهنویس
  - بازگردان
- ۴) مذاکره با فروشنده دارایی و دریافت اعلام موافقت فروشنده با فروش دارایی مطابق فرم های سازمان (در صورتی که بانی و فروشنده شخص واحد نباشند)



۵) تکمیل فرم تقاضای موافقت اصولی و پیوست نمودن مدارک ذیل جهت ارسال به سازمان:

- گزارش توجیهی تأمین مالی
- اظهار نظر حسابرس بانی در خصوص گزارش توجیهی
- مصوبه رکن ذیصلاح بانی در خصوص اجازه تأمین مالی از طریق انتشار اوراق
- صورتحساب‌های مالی حسابرسی شده ۲ سال مالی اخیر بانی (در صورتی که قبلاً از طریق سامانه کدال به سازمان ارائه نشده است)
- آخرین اساسنامه ثبت شده بانی (در صورتی که قبلاً از طریق سامانه کدال به سازمان ارائه نشده است).
- یک نسخه از قرارداد بانی با مشاور عرضه
- اسناد مالکیت دارایی مبنای انتشار
- بیمه‌نامه‌های دارایی مبنای انتشار
- تأییدیه سازمان ثبت اسناد و املاک کشور یا سایر مراجع ذیصلاح مبنی بر نبود محدودیت یا منع قانونی، قراردادی یا قضایی برای انتقال دارایی، منافع و حقوق ناشی از آن (در صورت لزوم)
- گزارش کارشناس یا کارشناسان منتخب کانون کارشناسان رسمی دادگستری در خصوص عمر اقتصادی دارایی و ارزش آن به همراه مکاتبات انجام شده با کانون کارشناسان رسمی دادگستری در خصوص معرفی کارشناس یا کارشناسان مربوطه یا سایر مدارک مرتبط مطابق مقررات
- گزارش فعالیت هیئت مدیره بانی برای انجام دوره‌های مالی اخیر جهت ارائه به مجمع عمومی
- اعلام موافقت فروشنده دارایی مطابق فرم‌های تعیین شده توسط سازمان (در صورت جدایی بانی از فروشنده)
- نامه قبولی سمت ارکان زیر مطابق فرم‌های سازمان
  - ضامن
  - متعهد پذیرهنویس
  - عامل فروش
  - بازارگردان



بر این اساس، پس از مراحل فوق و طی دو مرحله ذیل، فرآیند وارد مرحله ۳ یعنی صدور موافقت اصولی می گردد.

- رسیدگی به تقاضای موافقت اصولی از حیث شکلی و محتوایی توسط سازمان بورس و اوراق بهادار ظرف مدت ۳۰ روز
- تعیین و معرفی نهاد واسط (ناشر) توسط شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه

### مرحله ۳) صدور موافقت اصولی

### مرحله ۴) تنظیم قراردادهای ارکان

- ۱) مشاور عرضه تمامی قراردادهای فی مابین ارکان را مطابق فرمت سازمان بورس و اوراق بهادار تنظیم و پس از اخذ تأییدیه از ناشر، اقدام به جمع آوری امضاء از ارکان نموده و در نهایت تحویل ناشر می نماید.
- ۲) مشاور عرضه مدارک ذیل را نیز پس از تأیید ناشر و اخذ امضا از ارکان مربوطه، به ناشر تحویل می دهد
  - فرم تقاضای ثبت اوراق
  - پرسشنامه پذیرهنویسی و تقاضانامه پذیرش اوراق
  - تعهدنامه بانی و ضامن و ناشر رجیستری پذیرش اوراق
  - بیانیه ثبت و اعلامیه پذیرهنویسی اوراق
- ۳) قبولی سمت شرکت سپرده گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه به عنوان عامل پرداخت
- ۴) تحویل چک/ضمانت نامه وجه التزام قراردادها در صورت وجود به ناشر

پس از طی فرآیندهای پیش گفته، فرآیند وارد مرحله ۵ تحت عنوان الزامات اخذ مجوز انتشار و افتتاح حساب اوراق می گردد.

### مرحله ۵) الزامات اخذ مجوز انتشار و افتتاح حساب اوراق



در این مرحله صورت ارسال مستندات زیر به سازمان بورس و اوراق بهادار توسط ناشر (نهاد واسط) جهت صدور مجوز انتشار می پذیرد:

- ۱) بیانیه تقاضای ثبت اوراق
  - ۲) فرم تقاضای ثبت اوراق
  - ۳) یک نسخه از قراردادهای منعقد شده میان ارکان
  - ۴) تأییدیه سازمان ثبت اسناد و املاک کشور یا سایر مراجع ذیصلاح مبنی بر نبود محدودیت یا منع قانونی، قراردادی یا قضایی برای انتقال دارایی، منافع و حقوق ناشی از آن
  - ۵) اعلامیه پذیرهنویسی اوراق
  - ۶) تصویر چک/ضمانت نامه وجه التزام قراردادهای در صورت وجود
- پس از آن، این موضوع بررسی می شود که آیا تقاضای صدور مجوز انتشار از حیث مستندات ارائه شده با موافقت اصولی صادره و فرم های تعیین شده توسط سازمان بورس و اوراق بهادار مطابقت دارد یا خیر. در صورت عدم تطابق مستندات، چنانچه امکان انجام اقدامات اصلاحی امکان پذیر نباشد، فرآیند خاتمه می یابد و چنانچه قابل اصلاح باشد، بررسی مزبور مجدداً در دستور کار قرار می گیرد. در صورت تطابق مستندات، صدور مجوز انتشار توسط سازمان بورس و اوراق بهادار صورت می پذیرد. بر این اساس، ارسال مدارک ذیل توسط شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه به بورس/فرا بورس جهت انتشار اوراق الزامی می گردد:

- تعهدنامه بانی و ضامن و ناشر و رجیستری پذیرش اوراق
- پرسشنامه پذیرهنویسی و تقاضانامه پذیرش اوراق
- تصویر قراردادهای منعقد شده میان ارکان
- تصویر بیانیه ثبت و اعلامیه پذیرهنویسی

سپس مرحله ۶ تحت عنوان شروع پذیرهنویسی و انتشار اوراق آغاز می گردد.



## مرحله ۶) شروع پذیرهنویسی و انتشار اوراق

در این مرحله، انتشار اوراق و انجام مراحل ذیل با همکاری ناشر و مشاور عرضه صورت می‌پذیرد:

- ۱) عرضه اوراق از طریق عامل فروش در مهلت تعیین شده
- ۲) ارائه درخواست تمدید مهلت پذیرهنویسی اوراق به سازمان بورس در صورت لزوم از طریق مشاور
- ۳) خرید اوراق باقی‌مانده توسط متعهد پذیرهنویسی در صورت عدم فروش کامل اوراق در مهلت مقرر و دوره تمدید احتمالی مطابق قرارداد تعهد پذیرهنویسی

## مرحله ۷) تکمیل فرآیند عرضه اوراق

- ۱) پرداخت کارمزدهای ارکان انتشار توسط بانی
- ۲) انتقال رسمی دارایی مبنای انتشار
- ۳) دریافت فهرست خریداران اوراق از شرکت سپرده‌گذاری توسط مدیریت دارایی مرکزی
- ۴) واریز وجوه حاصل از انتشار اوراق توسط عامل فروش به حساب ناشر
- ۵) ارسال درخواست تأییدیه تکمیل انتشار اوراق و اجازه برداشت وجوه توسط ناشر به سازمان بورس و پرداخت به بانی به همراه ارائه مدارک ذیل:
  - مانده حساب ناشر پس از انتشار اوراق
  - فهرست خریداران اوراق
  - مدارک و مستندات و قراردادهای نقل و انتقال دارایی مبنای انتشار

## مرحله ۸) صدور تأییدیه تکمیل پذیرهنویسی و درخواست مجوز پرداخت وجوه از سازمان

### بورس

- ۱) صدور اجازه برداشت وجوه به ناشر توسط سازمان بورس و اوراق بهادار جهت پرداخت به بانی / فروشنده دارایی
- ۲) واریز وجوه به حساب بانی / فروشنده دارایی توسط نهاد واسط



## مرحله ۹) شروع معاملات ثانویه و پرداخت‌های دوره‌ای اقساط تا سررسید

۱) واریز اقساط توسط بانی به نهاد واسط

۲) پرداخت اقساط از طریق شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه به دارندگان اوراق

### ۴-۳- نحوه معامله اوراق

خرید اوراق پس از انتشار یا همان بازار اولیه به صورت پذیره‌نویسی انجام می‌شود. به خرید اوراق از ناشر و یا نماینده قانونی وی و پرداخت یا تعهد پرداخت وجه کامل آن طبق قرارداد، پذیره‌نویسی می‌گویند. پس از اتمام فرآیند پذیره‌نویسی دارندگان و متقاضیان اوراق می‌توانند در بازار ثانویه در روزهای فعالیت بازار بورس معاملات خود را انجام دهند.

معامله اوراق مستلزم داشتن کد معاملاتی فعال در سیستم شرکت سپرده‌گذاری مرکزی است. علاوه بر آن کلیه خریداران اوراق می‌بایست هنگام خرید اوراق یک شماره حساب بانکی متمرکز به همراه شماره شب که به نام شخص دارنده باشد، جهت واریز سود و اصل اوراق اعلام نمایند و کارگزار نیز می‌بایست متعاقباً کد اخذ شده را به همراه شماره حساب به شرکت سپرده‌گذاری اعلام نماید و سود و اصل مبلغ دارندگان اوراقی که شماره حساب متمرکز خود را اعلام ننمایند را نزد خود نگه داشته و با مراجعه دارنده اوراق و اعلام شماره حساب بانکی، نسبت به پرداخت وجوه مذکور اقدام می‌نماید.

لازم به ذکر است کلیه کارمزدها و هزینه پذیره‌نویسی حسب مورد توسط ناشر یا بانی اوراق پرداخت خواهد شد. لذا کارگزاران خریدار، نباید مبلغی بابت کارمزد از مشتریان اخذ کنند. همچنین در طول دوره پذیره‌نویسی، سود علی‌الحساب روزشمار اوراق از خریداران اوراق اخذ نمی‌گردد. کارمزد معاملات در بازار ثانویه نیز بر اساس نرخ‌های مصوب سازمان از خریداران و فروشندگان دریافت خواهد شد.



## ۵- فرصت‌های انتشار صکوک برای بانک کارآفرین

در ۲۳ دی ماه ۱۴۰۰، روابط عمومی بانک مرکزی اعلام کرد که شورای پول و اعتبار در راستای اجرای بند (ب) ماده ۱۰ قانون برنامه ششم و بند (ث) ماده ۳۶ قانون احکام دائمی، با انتشار صکوک توسط شبکه بانکی کشور در بازار سرمایه با رعایت ضوابط و مقررات بانک مرکزی و پس از اخذ موافقت این بانک موافقت کرد.

پیش از این انتشار اوراق توسط شبکه بانکی ممنوع و یا در مواردی جزئی با محدودیت‌های جدی اجازه انتشار داده شده بود. با این حال به نظر می‌رسد علی‌رغم اینکه در فضای رسانه‌ای و محافل اقتصادی کمتر به این مصوبه پرداخته شد، اما اثرات و نتایج مهمی را نه تنها بر نظام بانکی بلکه بر اقتصاد ایران خواهد داشت.

در مورد جزییات و شرایط انتشار اوراق هنوز چیزی منتشر نشده است و این ابهام مهم وجود دارد که آیا بانک می‌تواند اوراق خود را منتشر کند و یا صرفاً واسطه‌ای بین درخواست‌کننده انتشار و خریدار اوراق خواهد بود. در اینجا نتایج و فرصت‌های هر دو حالت بررسی می‌شود:

### ۵-۱- واسطه‌گری انتشار اوراق

در صورتی که برای انتشار اوراق خود بانک محدودیت باشد و بانک نتواند مبتنی بر طرح‌ها و دارایی‌های خود صکوک منتشر کند، در این صورت کمترین اثری که این مصوبه می‌تواند برای بانک داشته باشد، ایفای نقش نهادهای تامین سرمایه توسط بانک است. به طور خلاصه فرصت‌های احتمالی این مصوبه به شرح زیر خواهد بود:

#### ۵-۱-۱- ایفای نقش تامین سرمایه توسط بانک

واسطه‌گری بین تقاضاکننده وجوه و سرمایه‌گذاران اولین نقشی است که بانک می‌تواند در این راستا ایفا کند. در واقع شرکت‌ها برای اینکه سرمایه مورد نیاز خود برای طرح‌ها و پروژه‌های خود را تامین کنند، چند راه پیش رو دارند. یکی از این راه‌ها وام گرفتن از بانک است و راه دیگر استفاده از شرکت‌های تامین سرمایه. بنابراین با



این مصوبه و اجازه انتشار صکوک به بانک ها، بانک هائی می توانند در هر دو روش تامین مالی به بنگاه ها ارائه خدمات کنند.

#### ۵-۱-۲- دریافت کارمزد و تعهد پذیره نویسی

اولین عایدی که این حالت برای بانک خواهد داشت همان اخذ کارمزد معاملات و کارمزد تعهد پذیره نویسی است. با توجه به صندوق های سرمایه گذاری که بانک دارد، می تواند نقش تعهد پذیره نویسی را نیز ایفا کند.

#### ۵-۱-۳- کاهش ریسک نرخ بهره و نکول مشتری

با توجه به نقش واسطه گری بانک، ریسک نکول و یا جتی تغییرات نرخ بهره متوجه بانک نخواهد بود. در صورتی که پروژه ای به شکست بیانجامد، ریسک ها بر عهده سرمایه گذار و خریداران صکوک خواهد بود و بانک صرفاً به عنوان نهاد واسطه کارمزد خود را اخذ خواهد کرد. این در حالی است که در پرداخت وام به این صورت نخواهد بود.

این مهم حتی فرصت دیگری برای بانک فراهم می کند، آن ارائه تضامین مربوط به بازخرید و نقدشوندگی صکوک است. در این راستا بانک می تواند پس از ارزیابی دقیق پروژه ها و طرح های ارائه شده، درخواست های منتخب را با ضمانت خود بانک منتشر کرده و درآمد کارمزدی نیز از این جهت شناسایی کند.

#### ۵-۱-۴- رسوب پول در دوره پذیره نویسی

در طول فرآیند پذیره نویسی و فروش صکوک، وابسته به حجم صکوک منابع قابل توجهی در بانک رسوب خواهد کرد.

#### ۵-۲- امکان انتشار اوراق خود بانک

در این حالت علاوه بر فرصت های قبلی، نتایج و فرصت های گسترده تری برای بانک ایجاد خواهد شد.



### ۵-۲-۱- ایجاد فرصت آربیتراژ در نرخ بهره

در این حالت بانک می تواند اوراق وکالت خود را با سررسید های کوتاه مدت منتشر کند. این اوراق با توجه به سررسید و پرداخت کوپن های مرتبط نرخ پایین ترین نسبت به اخزا خواهند داشت. بنابراین با توجه به منابع جذب شده از فروش صکوک وکالت می تواند اقدام به خرید اخزا کرده و از اختلاف نرخ های اوراق سود کسب کند.

### ۵-۲-۲- امکان توثیق اخزا و اخذ ذخایر

با توجه به امکان توثیق اخزا در اخذ ذخیره کوتاه مدت از بانک مرکزی، اوراق اخزا خریداری شده، علاوه بر ایجاد سود مازاد، امکان توثیق نیز دارند.

در صورتی که فرایند فوق الذکر توسط سیاست گذار محدود نشود، این مصوبه شورای پول و اعتبار به مثابه یک سیاست انبساطی عمل خواهد کرد. با انجام فرایند فوق توسط بانک ها، با توجه به اخذ مالیات از سپرده های حقوقی ها، اوراق منتشر شده توسط بانک ها که معاف از مالیات خواهند بود توسط سپرده های بزرگ مورد استقبال قرار خواهد گرفت.

با افزایش عرضه اخزا در بازار بین بانکی نرخ های بهره نیز تعدیل خواهد شد که این مسئله به تنهایی می تواند پتانسیل عرضه اوراق بیشتر را برای دولت فراهم کند. از طرف دیگر با تبدیل سپرده های کوتاه مدت به اوراق، نسبت پول به شبه پول نیز افزایش خواهد یافت که خود این مسئله می تواند اثراتی بر اقتصاد کلان ایران داشته باشد که بررسی آن خارج از محتوای این گزارش است، اما به طور خلاصه این تصمیم گیری می تواند منجر به افزایش تورم انتظاری نیز بیانجامد.



### ۵-۲-۳- فروش اوراق خود بانک به صندوق های درآمد ثابت خود

در صورتی که انتشار اوراق خود بانک محدود نشود، بانک می تواند اوراق منتشره خود را جایگزین سایر اوراق در صندوق های درآمد ثابت خود کند. این مسئله می تواند تجهیز منابع بانک را تقویت کند.

نکته مهم این است که منابع حاصل از صکوک منتشر شده در جانب مصرف محدودیت دارند. متناسب با نوع عقد و صکوک منتشر شده محدودیت هایی از این حیث در مصرف منابع وجود دارد.

### ۶- جمع بندی

به گزارش روابط عمومی بانک مرکزی در ۲۳ دی ماه ۱۴۰۰، شورای پول و اعتبار در راستای اجرای بند (ب) ماده ۱۰ قانون برنامه ششم و بند (ث) ماده ۳۶ قانون احکام دائمی، با انتشار اوراق صکوک توسط شبکه بانکی کشور در بازار سرمایه با رعایت ضوابط و مقررات بانک مرکزی و پس از اخذ موافقت این بانک موافقت کرد. اما دستورالعمل نحوه انتشار هنوز تدوین و ابلاغ نشده است. اوراق صکوک از ۳ منظر می توانند در بانک بکار گرفته شوند:

- انتشار صکوک از محل بدهی های دولت به بانک ها که این امر در بند ب ماده ۱۰ قانون برنامه ششم توسعه مورد توجه بوده است.
- انتشار صکوک بر مبنای دارایی های شبکه بانکی به منظور مولد سازی ترازنامه بانک ها که عمدتاً این دارایی ها شامل مانده بدهی بخش خصوصی و دولتی نزد بانک ها، دارایی های و وثایق تملک شده توسط بانک ها و همچنین اقلام زیر خط ترازنامه هم می تواند باشد.
- انتشار صکوک توسط بانک ها به منظور تامین مالی مستقیم متقاضیان تامین مالی که با تحقق این امر، کارکرد بانکداری سرمایه گذاری در بانک ها ساری و جاری می شود.



بالحاظ هر یک از کارکردهای فوق در بانک‌ها برای انتشار صکوک، عملاً یک فرصت بی نظیر در اختیار شبکه بانکی قرار خواهد گرفت. انتشار صکوک توسط شبکه بانکی نقدینگی در اختیار بانک‌ها جهت اعطای تسهیلات را افزایش می‌دهد ضمن آنکه مدل درآمدی بانک‌ها را از سمت بهره به کارمزد سوق خواهد داد. برای متقاضیان نیز تامین مالی از طریق صکوک نسبت به تسهیلات بانکی از جذابیت بیشتری برخوردار خواهد چراکه پرداخت‌های دوره‌ای آنها بیشتر شامل فرع تامین مالی است و اصل تامین مالی در سررسید صکوک تسویه می‌شود. علاوه بر این موارد صکوک می‌تواند به عنوان ابزار تامین مالی در تامین مالی زنجیره‌ای نیز که مورد تاکید بانک مرکزی و نهادهای حاکمیتی است مورد استفاده قرار گیرد. عملاً انتشار صکوک برای تامین مالی توسط بانک‌ها، ریسک-های اعتباری و نقدینگی بانک را به طور قابل توجهی کاهش خواهد داد. علاوه بر این موارد، در ارتباط با بانک-هایی که بانکداری شرکتی شاکله اصلی فعالیت آنها را در بر می‌گیرد، صکوک فرصت‌های بیشتری را فراهم می‌کند چراکه متقاضیان تامین مالی از طریق صکوک اشخاص حقوقی می‌باشند.



## مدیریت ریسک و مطالعات اقتصادی

تهران، خیابان ولیعصر، خیابان امین گاج آبادی، شماره ۷۵  
تلفن: ۰۲۱-۲۶۳۱۵۰۰۰-۵ نمایر: ۰۲۱-۲۶۳۱۴۹۹۹

[ER@karafarinbank.ir](mailto:ER@karafarinbank.ir) [www.karafarinbank.ir](http://www.karafarinbank.ir)