

بہ نام خدا



مسازمان بورس و اوراق بہادار  
SECURITIES & EXCHANGE ORGANIZATION

مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

«الزامات توسعه بازار اوراق بہادار اسلامی (صلوک)»

(ویرایش نخست)

پدیدآورنده: محمد توحیدی

## فهرست مطالب

۱	مقدمه.....	۴
۲	لزوم تعیین متولی برای بازار اوراق بهادار اسلامی.....	۴
۳	کاهش زمان فرایند انتشار اوراق بهادار اسلامی.....	۵
۴	هزینه بالای انتشار صکوک برای بانی.....	۶
۵	رفع مشکلات مربوط به رکن ضامن.....	۶
۶	افزایش کمی و کیفی ارکان انتشار صکوک.....	۸
۷	لزوم استفاده از تجربه کشورهای موفق.....	۸
۸	ورود به بازارهای بین‌المللی از طریق انتشار صکوک ارزی.....	۹
۹	حمایت از سرمایه‌گذاران و مدیریت ریسک ساختار صکوک (سازوکارهای ارتقای کیفیت اعتباری در ساختار صکوک).....	۱۲
۱۰	لزوم فرهنگ‌سازی و آشنایی فعالان اقتصادی و عموم سرمایه‌گذاران با بازار اوراق بهادار اسلامی.....	۱۴
۱۱	لزوم هماهنگی با سایر نهادهای سیاستگذار در انتشار اوراق بهادار اسلامی.....	۱۴
۱۲	تناسب الگوهای صکوک با سلیقه و نیازهای سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی.....	۱۴
۱۳	اصلاح فرایند نظارت شرعی بر بازار صکوک.....	۱۵
۱۴	جمع‌بندی و نتیجه‌گیری.....	۱۵

## چکیده

آنچه در این نوشتار حائز اهمیت است، شناخت کاستی‌ها و نقایص بازار اوراق بهادار اسلامی است تا با ارائه راهکارهای کارشناسی بتوان این بازار را بیش از پیش گسترش داده و نقش و جایگاه این بازار را در تأمین مالی دولت و بنگاه‌های اقتصادی ارتقا داد که این امر از یک طرف مستلزم فرهنگ‌سازی و آشنایی فعالان اقتصادی با مزایا و کارکرد انواع صکوک و از سوی دیگر مستلزم افزایش جذابیت و کاهش نقایص و هزینه‌های انتشار صکوک می‌باشد که خود موجب استقبال بیش از پیش هم سرمایه‌گذاران و هم بانیان و متقاضیان تأمین مالی شده و به تبع رشد و ارتقاء بازار اولیه این اوراق را در پی خواهد داشت. در این گزارش ضمن شناسایی برخی آسیب‌ها و نقایص بازار صکوک، الزامات توسعه این بازار بررسی شده و راهکارهای لازم تا حد امکان در راستای ارتقای جایگاه این بازار ارائه گردیده است.

سازمان بورس و اوراق بهادار  
مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی  
کلمات کلیدی: بازار صکوک، الزامات توسعه، آسیب‌شناسی.  
www.rdis.ir

انتشار اوراق بهادار اسلامی گامی مهم در راستای توسعه نظام تأمین مالی اسلامی در جمهوری اسلامی ایران و نقطه عطفی در استقرار بازار سرمایه اسلامی محسوب می‌گردد. تا کنون انواعی از اوراق بهادار اسلامی مانند اوراق اجاره، مباحه، سلف، جعاله، منفعت، استصناع، وقف، قرض‌الحسنه، مضاربه، مزارعه و مساقات در کمیته فقهی مورد بحث و بررسی قرار گرفته و الگوهای عملیاتی انتشار این اوراق مورد تأیید این کمیته قرار گرفته است که از این بین اوراق اجاره، مباحه و سلف به مرحله انتشار نیز رسیده است، اما مابقی اوراق در مرحله تدوین قوانین و دستورالعمل‌های مرتبط هستند. از آغاز انتشار اوراق صکوک در بازار سرمایه تا کنون بیش از ۴ سال می‌گذرد، در این مدت ۲۶ مورد اوراق صکوک توسط نهادهای واسطه به ارزش حدود ۷۱۸،۲۸ میلیارد ریال، متشکل از ۲۲ مورد اوراق اجاره و ۴ مورد اوراق مباحه منتشر شده است و هم‌اکنون زیر ساخت انتشار اوراق اجاره، مباحه و استصناع از طریق اختصاص نهاد واسطه فراهم گشته است. آنچه در این بین حائز اهمیت است، شناخت کاستی‌ها و نقایص بازار اوراق بهادار اسلامی است تا با ارائه راهکارهای کارشناسی بتوان این بازار را بیش از پیش گسترش داده و نقش و جایگاه این بازار را در تأمین مالی دولت و بنگاه‌های اقتصادی ارتقا داد که این امر از یک طرف مستلزم فرهنگ‌سازی و آشنایی فعالان اقتصادی با مزایا و کارکرد انواع صکوک و از سوی دیگر مستلزم افزایش جذابیت و کاهش نقایص و هزینه‌های انتشار صکوک می‌باشد که این امر موجب استقبال بیش از پیش هم سرمایه‌گذاران و هم بانیان و متقاضیان تأمین مالی شده و به تبع رشد و ارتقاء بازار اولیه این اوراق را در پی خواهد داشت. در این نوشته بر آنیم تا ضمن شناسایی برخی آسیب‌ها و نقایص بازار صکوک، الزامات توسعه این بازار بررسی شده و راهکارهای لازم در راستای ارتقای جایگاه تأمین مالی این بازار ارائه گردد. در ادامه الزامات مهم در راستای موفقیت بازار صکوک ذکر شده است.

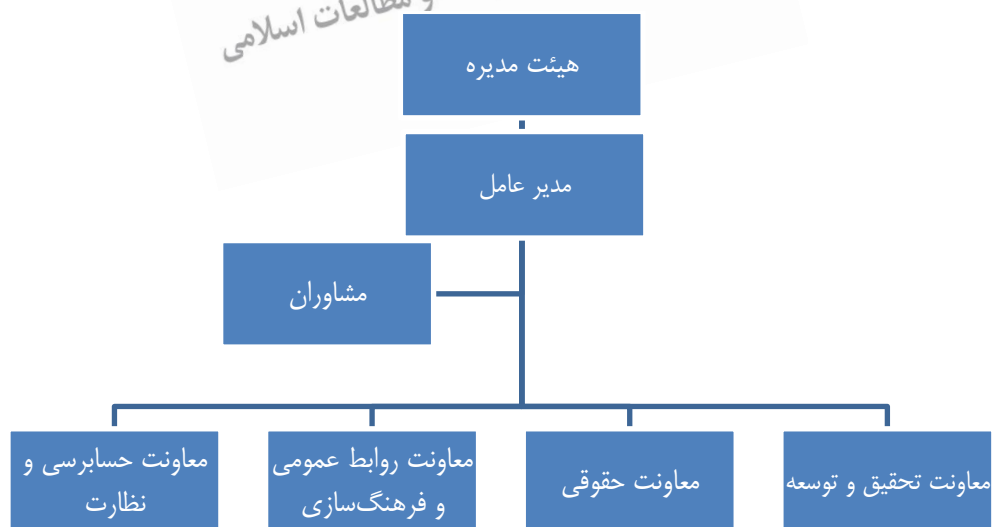
## ۲ لزوم تعیین متولی برای بازار اوراق بهادار اسلامی

تجربه ده سال گذشته بازار سرمایه نشان می‌دهد هر گاه سازمان بورس و اوراق بهادار به شرکت‌ها و نهادهای زیر مجموعه اعتماد بیشتری نموده و تفویض اختیار بیشتری کرده است آن بخش موفق بوده است که از آن جمله می‌توان به شرکت فرابورس، بورس کالا و ... اشاره نمود. مشکل جدی فرا روی توسعه بازار صکوک فقدان نهادی با حیطه اختیارات وسیع جهت توسعه این بازار است. در شرایط کنونی شرکت مدیریت دارایی مرکزی که فرایند اجرایی انتشار صکوک را بر عهده دارد در حد یک شرکت حسابداری بوده که از سال ۱۳۸۹ کار خود را آغاز نموده و موضوع فعالیت این شرکت، تأسیس، اداره و راهبری نهادهای واسطه موضوع بند «د» ماده ۱ قانون «توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید به منظور تسهیل اجرای سیاست‌های کلی اصل چهل و چهارم قانون اساسی» می‌باشد. شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه با داشتن جایگاه امین و وکیل

<sup>۱</sup> - در تدوین این گزارش از نتایج جلسات آسیب‌شناسی برگزار شده توسط سازمان بورس و اوراق بهادار و شرکت مدیریت دارایی مرکزی نیز استفاده گردیده است.

سرمایه‌گذاران در فرآیند انتشار صکوک؛ مدیریت، نظارت و راهبری شرکت های واسط را در چارچوب قانون بر عهده دارد. سؤال مهم در این جا این است که متولی بررسی، اصلاح و توسعه بازار صکوک در بازار سرمایه ایران کدام نهاد است؟ قطعاً شرکت مدیریت دارایی مرکزی با توجه به موضوع فعالیت شرکت چنین نقشی بر عهده ندارد؛ بنابراین ضروری به نظر می‌رسد که یا حیطه اختیارات و وظایف شرکت مدیریت دارایی مرکزی به عنوان متولی بازار صکوک گسترش یافته و یا نهادی مستقل زیر نظر سازمان بورس و اوراق بهادار تأسیس شده که وظیفه آن بررسی، اصلاح و توسعه بازار صکوک بوده و سازمان بورس اختیارات لازم را نیز به چنین نهادی تفویض نموده و خود صرفاً نقش نظارتی را در این بازار ایفا نماید.

بعد از بحث در رابطه با ضرورت وجود متولی در بازار صکوک، گام بعد طراحی ساختار چنین نهادی جهت دستیابی به اهداف پیش گفته است؛ در ادامه، ساختار سازمانی پیشنهادی برای نهاد متولی بازار صکوک ارائه شده است.



### ۳ کاهش زمان فرایند انتشار اوراق بهادار اسلامی

در برخی موارد فرایند انتشار صکوک تا حدی طولانی می‌شود که مفروضات طرح تغییر می‌کند یا صورتهای مالی میان دوره‌ای جدید ارائه می‌شود. بخشی از این مشکل را با حذف رویه‌ها و فرایندهای تکراری، اعتماد و اتکای بیشتر به گزارش حسابرسان در راستای جلوگیری از موازی‌کاری حسابرس و سازمان، افزایش حوزه اختیارات شرکت مدیریت دارایی مرکزی، یکسان نمودن یا ترکیب بیانیه ثبت و طرح توجیهی تأمین مالی (که شباهت بسیاری با هم دارند) می‌توان کاهش داد. همچنین استفاده از سیستم الکترونیکی متمرکز برای طی کردن فرایند انتشار، حضور نمایندگان از ارکان مختلف انتشار اوراق (مانند

مدیریت دارایی مرکزی، بانئ، حسابرس، مشاور عرضه و متعهد پذیرهنویس) در جلسات کمیته عرضه می‌تواند به کاهش زمان انتشار اوراق کمک نماید.

لازم به ذکر است در فرایند انتشار اوراق زمان زیادی صرف یافتن ارکان انتشار مخصوصاً ضامن می‌گردد که در صورت ارائه راهکاری برای جایگزینی یا حذف ضامن می‌توان به کاهش چشم‌گیر فرایند انتشار کمک نمود.

#### ۴ هزینه بالای انتشار صکوک برای بانئ

هزینه‌های جانبی انتشار اوراق صکوک، تقریباً رقمی معادل نیمی از سود پرداختی اوراق است که بخش زیادی از آن به عنوان کارمزد به ضامن، متعهد پذیرهنویس و بازارگردان پرداخت می‌گردد؛ بنابراین لازم است مطالعات کارشناسی لازم جهت کاهش هزینه‌های انتشار از طریق حذف یا تعدیل ارکان انتشار صورت پذیرد. نکته مهم دیگر این است که چرا بخش بزرگی از سود اوراق به صورت قراردادهای غیر رسمی بین اشخاص حقوقی توزیع می‌گردد و چگونه می‌توان از این امر جلوگیری نمود.

#### ۵ رفع مشکلات مربوط به رکن ضامن

یکی از چالش‌های جدی بانئان در راستای انتشار صکوک، تلاش در جهت یافتن ضامن معتبر بانئی است که هم‌زمان بر بوده و هم هزینه‌ای بر بانئ تحمیل می‌نماید. در خصوص رفع این مشکل راهکارهای زیر به نظر مناسب می‌باشد:

**اول**، شرایط ضامن بانئی و غیر بانئی به‌طور دقیق در دستورالعمل 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.

**سوم**، یکی از زیر ساخت‌های لازم در جهت توسعه بازار اوراق بهادار اسلامی استقرار مؤسسه‌های رتبه‌بندی در کشور است، این نهادها با رتبه‌بندی اوراق بهادار اسلامی علاوه بر کاهش هزینه‌های انتشار اوراق (به خاطر حذف یا کاهش نقش برخی ارکان مانند ضامن)، سبب تنوع در نرخ‌های بازدهی اوراق متناسب با ریسک آن‌ها خواهد شد که این امر خود بر جذابیت بیشتر این بازار هم برای بانئان و هم برای سرمایه‌گذاران خواهد افزود. وجود مؤسسات رتبه‌بندی حلقه مفقوده بازار سرمایه محسوب می‌گردد. وظیفه اصلی مؤسسات رتبه‌بندی، تعیین احتمال نکول ناشر در ایفای تعهدات مربوطه است. این رتبه‌ها در حقیقت

ابزار مدیریت ریسک سرمایه‌گذاران و نهادهای اعتباری محسوب می‌شوند. رتبه‌بندی اوراق بهادار سبب می‌گردد تا ریسک اعتباری اوراق بهادار بصورت شفاف و روشن تعیین گردیده و بازدهی اوراق بهادار متناسب با ریسک اوراق تعیین گردد. رتبه‌بندی اوراق بهادار سبب می‌گردد تا اوراق بهادار متنوعی بر اساس سطوح متفاوت ریسک و بازدهی طراحی گردیده و این امر به نوبه خود سبب جذب سرمایه‌گذاران مختلف با انگیزه‌ها و سلیقه‌های متنوع می‌گردد. وجود مؤسسات رتبه‌بندی برای هم سرمایه‌گذاران، هم ناشران و هم قانونگذاران مفید خواهد بود. مؤسسات رتبه‌بندی به سرمایه‌گذاران کمک می‌کند تا هنگام سرمایه‌گذاری در یک ورقه بهادار، از ریسک‌ها و موارد نامطمئنی که با آن مواجه‌اند، درک بهتری پیدا نمایند و بتوانند بر عدم تقارن اطلاعات غلبه پیدا کرده و متناسب با سطح ریسک اوراق بهادار، بازدهی کسب کنند. از سوی دیگر ناشران اوراق بهادار به دلایلی چون بهبود قابلیت عرضه اوراق بهادار، قیمت‌گذاری صحیح اوراق بهادار در بازار، جلب نظر سرمایه‌گذاران و منطقی کردن هزینه سرمایه خود به رتبه‌های اعتباری نیاز دارند. همچنین قانونگذاران نیز برای افزایش کارایی اطلاعاتی، حفظ حقوق سرمایه‌گذاران و کنترل اجرای استانداردهای لازم برای ناشران، به گسترش استفاده از رتبه‌های اعتباری در بازار سرمایه گرایش دارند.

**چهارم،** یکی از راه‌کارهای مهم دیگر که برای حذف کردن یا کم‌رنگ‌تر کردن نقش ضامن در فرایند انتشار اوراق بهادار اسلامی قابل کاربرد است، انتشار صکوک چند طبقه است که به فرایند ترنچینگ معروف است. به عنوان نمونه در فرایند انتشار صکوک اجاره این امکان وجود دارد که به پشتوانه یک دارایی چند طبقه اوراق منتشر نمود که تمایز آن‌ها یا در سررسید آن‌ها و یا در کیفیت اعتباری اوراق (ریسک و بازدهی آن‌ها) می‌باشد. به عنوان نمونه در صکوک اجاره چند طبقه زمانی به پشتوانه یک نوع دارایی می‌توان چند نوع اوراق اجاره منتشر نمود که تمایز آن‌ها در سررسید آن است. البته منطبق اصلی ترنچینگ مربوط به انتشار اوراق چند طبقه بر اساس تمایز کیفیت اعتباری اوراق است. در این نوع به پشتوانه یک دارایی یا مجموعه دارایی، چند نوع اوراق اجاره منتشر می‌گردد که در ریسک و بازدهی با هم تفاوت دارند. در واقع طبقه‌بندی اوراق بهادار این امکان را می‌دهد تا اوراقی طراحی شوند که رتبه اعتباری آن‌ها بالاتر از متوسط رتبه اعتباری مجموعه دارایی‌های پایه گردد و یا بر اساس مجموعه‌ای از دارایی‌های بدون رتبه اعتباری، بتوان اوراق بهادار دارای رتبه اعتباری طراحی کرد. سطوح با اولویت پایین‌تر در واقع حمایت اعتباری لازم را برای اوراق با اولویت جهت کسب رتبه اعتباری بالا (AAA) فراهم می‌آورند و در واقع اوراق با کیفیت اعتباری پایین‌تر سپر اوراق با کیفیت بالا در مقابل زیان‌های نکول دارایی پایه می‌شوند. سطوح اولویت در واقع نشان‌دهنده این واقعیت است که اوراق با اولویت چه مقدار حمایت اعتباری از طبقات بدون اولویت (با کیفیت اعتباری پایین‌تر) بدست می‌آورند؛ زیرا هدف ارتقای سطح کیفیت اعتباری اوراق با اولویت است و در حقیقت اوراق با کیفیت پایین‌تر با جذب زیان‌های مجموعه دارایی‌های پایه تا حد مشخصی، سبب حمایت اعتباری لازم از اوراق با اولویت شده و باعث ارتقای رتبه اعتباری آن‌ها می‌گردد؛ بنابراین میزان انتشار اوراق بدون اولویت و با کیفیت اعتباری پایین بستگی به کیفیت اعتباری دارایی پایه دارد و هر چه کیفیت اعتباری دارایی پایه بیشتر باشد نیاز به انتشار میزان کمتری از اوراق بدون اولویت می‌باشد و برعکس هرچه کیفیت دارایی پایه کمتر باشد نیاز به انتشار میزان بیشتری از اوراق بدون اولویت می‌باشد.

البته استفاده از این سازوکار مستلزم وجود مؤسسه‌های رتبه‌بندی در ایران بوده و شرط لازم برای انتشار صکوک چند طبقه است. لازم به ذکر است که مالزی تجربه انتشار چنین اوراقی را داشته است.<sup>۲</sup>

## ۶ افزایش کمی و کیفی ارکان انتشار صکوک

توسعه بازار اوراق بهادار اسلامی منوط به توسعه کمی و کیفی ارکان مکمل در انتشار اوراق بهادار اسلامی است. اولین سؤالی که در این زمینه مطرح می‌شود این است که در صورت افزایش حجم انتشار انواع صکوک و توسعه این بازار، توان حمایت سالیانه ارکان فعلی فرآیند انتشار اوراق صکوک (شامل: ضامن، بازارگردان، متعهدپذیره نویسی و ...) به چه میزان است؟ با نگاهی مختصر به ظرفیت کنونی نهادهای مکمل در انتشار اوراق بهادار اسلامی، می‌بینیم که یکی از ملزومات اساسی توسعه بازار صکوک، توسعه نهادهای مالی مکمل در بازار سرمایه چون شرکت‌های تأمین سرمایه و ... است. البته همان‌طور که پیش از این اشاره گردید برای کاهش هزینه‌های انتشار صکوک و سوق دادن متقاضیان تأمین مالی به سمت این بازار، لازم است به این سمت برویم که تا حد امکان ارکان انتشار صکوک را حذف یا تعدیل نموده تا بانیان بتوانند با هزینه کمتر و سهولت بیشتر اقدام به تأمین منابع مالی خود کنند.

## ۷ لزوم استفاده از تجربه کشورهای موفق

در بازار سرمایه ایران از آغاز انتشار اوراق صکوک در بازار سرمایه تا کنون نزدیک به ۴ سال می‌گذرد، در این مدت ۲۴ مورد اوراق صکوک توسط نهادهای واسط به ارزش ۲۰،۷۰۲ میلیارد ریال، متشکل از ۲۱ مورد اوراق اجاره و ۳ مورد اوراق مرابحه منتشر شده است. تا کنون انواع صکوک با بازدهی ثابت و متغیر و همچنین صکوک غیر انتفاعی در کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار مورد بررسی و تأیید قرار گرفته است و برخی انواع آن مانند اوراق مرابحه، اجاره، سلف به مرحله اجرایی نیز رسیده است و بقیه اوراق در مرحله تدوین دستورالعمل‌های مربوطه هستند. بنابراین در مرحله طراحی و بررسی فقهی اوراق با مشکل مواجه نبوده‌ایم. بلکه اصل مشکل در پیاده‌سازی این اوراق بوده و از ظرفیت واقعی این اوراق استفاده نشده است. در زمینه انتشار صکوک برخی کشورهای اسلامی دارای تجربیات بسیار ارزشمند و موفق هستند و حجم معتنا بهی از منابع مالی در این کشورها از طریق بازار صکوک تأمین می‌گردد. لازم است از این تجربیات در زمینه اجرایی نمودن و توسعه بازار صکوک استفاده نمود. در این زمینه پیشنهاد می‌گردد نهاد متولی بازار صکوک، در درجه اول بصورت جدی تحقیق و مطالعه در زمینه رصد بازار صکوک کشورهای دیگر و همچنین طراحی و نوآوری در زمینه رفع چالش‌ها و موانع توسعه بازار صکوک را در دستور کار خود قرار دهد و در وهله بعد، از مشاورین بین‌المللی آشنا به بازار جهانی صکوک جهت انتقال

<sup>۲</sup> - رجوع شود به مقاله با عنوان "بررسی فقهی انتشار اوراق اجاره و مرابحه چند طبقه" نوشته حجت الاسلام و المسلمین دکتر سید عباس موسویان و محمد توحیدی که در مجله علمی پژوهشی تحقیقات مالی اسلامی به چاپ رسیده است.

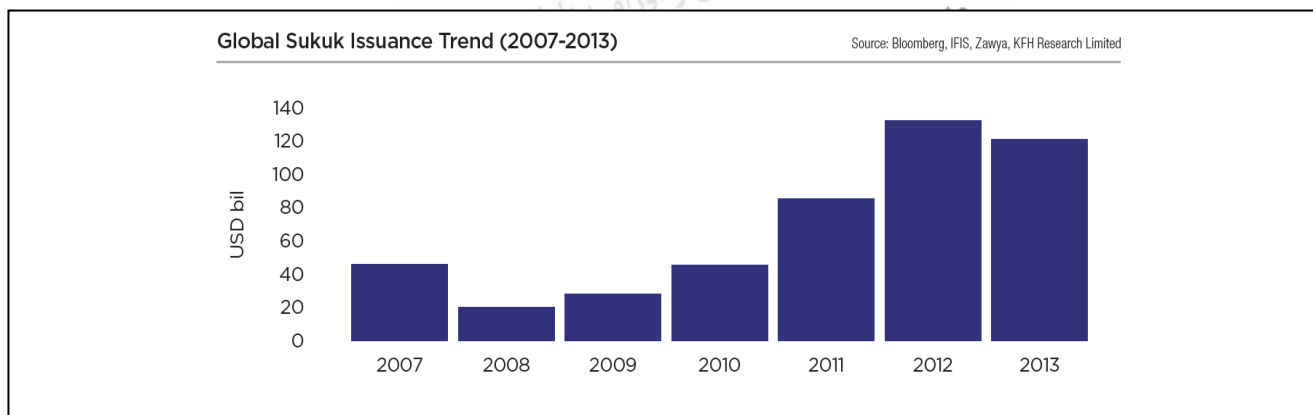


تجربیات و دانش کشورهای اسلامی دیگر استفاده گردد و در نهایت نهاد متولی بازار صکوک، تعامل بین‌المللی با کشورهای موفق در زمینه انتشار صکوک را در دستور کار خود قرار دهد.

## ۸ ورود به بازارهای بین‌المللی از طریق انتشار صکوک ارزی

تا کنون ایران تجربه انتشار تنها یک مورد صکوک مشارکت ارزی را در سال ۱۳۸۹ از طریق سیستم بانکی دارد که شرکت نفت و گاز پارس از منابع حاصل از انتشار این نوع صکوک به منظور تأمین مالی فازهای باقیمانده میدان گازی مشترک پارس جنوبی استفاده نمود.

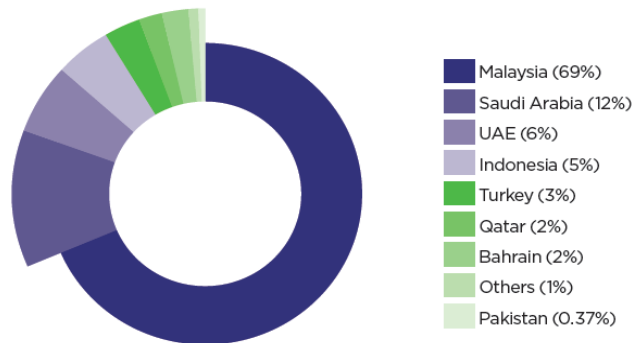
این در حالی است که حجم صکوک بین‌المللی منتشر شده در سال ۲۰۱۳، بالغ بر ۱۱۹ میلیارد دلار بوده است. نمودار زیر روند کلی انتشار صکوک بین‌المللی از سال ۲۰۰۷ تا ۲۰۱۳ را نشان می‌دهد که گویای رشد چشم‌گیر انتشار صکوک بین‌المللی در سال‌های اخیر است.



همان‌طور که در نمودار زیر نمایان است، مالزی سرآمدترین کشور در انتشار صکوک بین‌المللی است که در سال ۲۰۱۳، حدود ۶۹٪ از سهم کل بازار صکوک بین‌المللی را به خود اختصاص داده است که رقمی بالغ بر ۲۴ میلیارد دلار می‌شود.

### Global Sukuk New Issuances by Domicile (2013)

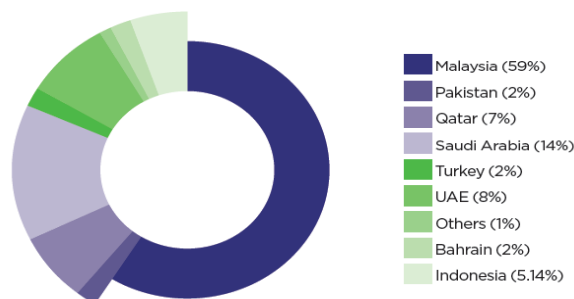
Source: Bloomberg, IFIS, Zawya, KFH Research Limited



در پایان سال ۲۰۱۳ کل حجم صکوک منتشر شده جهانی به رقمی بالغ بر ۲۶۹ میلیارد دلار رسیده است که نشان دهنده ۱۷/۵ درصد رشد نسبت به سال ۲۰۱۲ می باشد. همچنین حجم صکوک منتشر شده مالزی تا سال ۲۰۱۳ که هنوز سررسید نشده اند، چیزی در حدود ۱۵۸ میلیارد دلار است و تنها کشوری است که حجم صکوک منتشر شده آن بالای ۱۰۰ میلیارد دلار است. عربستان سعودی، امارات، قطر و اندونزی نیز در رتبه های بعدی قرار دارند. این در حالی است که کشور ایران با توجه به شرایط تحریم و قطع روابط بین المللی از این ظرفیت عظیم انتشار صکوک بین المللی استفاده ننموده است.

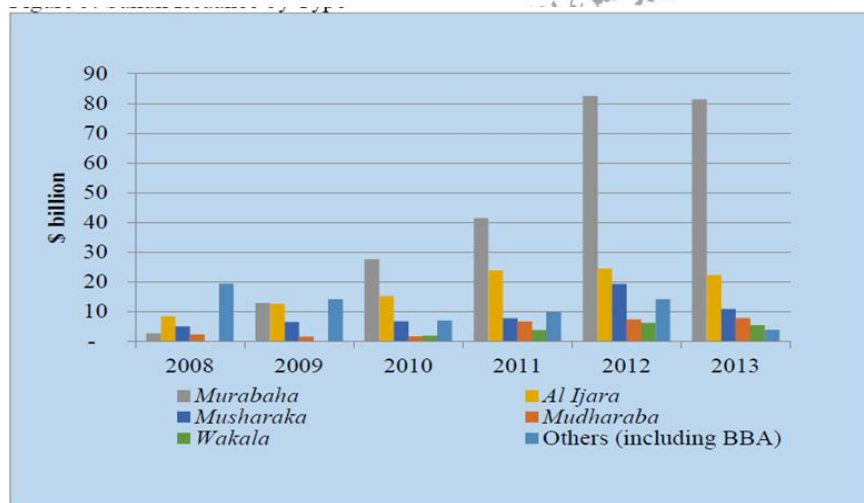
### Global Sukuk Outstanding by Domicile (2013)

Source: Bloomberg, IFIS, Zawya, KFH Research Limited



آمارهای بالا نشان‌دهنده ظرفیت بسیار بالای بازارهای بین‌المللی برای انتشار صکوک ارزی می‌باشد. با توجه به نتایج مذاکرات هسته‌ای و رفع برخی تحریم‌ها می‌توان شاهد حضور ایران در بازارهای بین‌المللی صکوک نیز بود که این امر مستلزم فراهم کردن زیرساخت‌های لازم از جمله راه‌اندازی مؤسسه‌های رتبه‌بندی، تسهیل سرمایه‌گذاری غیر مستقیم خارجی، استانداردسازی گزارش‌های مالی، استفاده از سازوکارهای ارتقای کیفیت اعتباری، همکاری با نهادهای مالی بین‌المللی چون بانک توسعه اسلامی و استفاده از ظرفیت این نهادها در انتشار صکوک بین‌المللی است.

همان‌طور که در نمودار زیر نمایان است، در بازارهای صکوک بین‌المللی بیشتر از الگوهای مرابحه، اجاره، مشارکت، مضاربه و وکالت استفاده می‌شود. ایران نیز تجربه انتشار داخلی سه الگوی مرابحه، اجاره و مشارکت را دارد. الگوی اوراق مضاربه مورد تأیید کمیته فقهی قرار گرفته و دستورالعمل آن نیز تقریباً نهایی شده است، اما الگوی وکالت تا کنون در دستور کار کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار قرار نگرفته است. اوراق وکالت اوراقی است که با توجه به انعطاف‌پذیری بالای آن، در چند سال اخیر بسیار مورد توجه کشورهای اسلامی بوده است.



Source: Islamic Finance Information Service (<http://www.islamicfinanceservice.com>)

Note: BBA = bai bithaman ajil.

با توجه به محدودیت‌های مختلف در راستای انتشار مستقیم صکوک بین‌المللی، این امکان وجود دارد که با ایده گرفتن از گواهی‌های سپرده سهام و اوراق قرضه که در کشورهای غربی منتشر می‌گردد، از این سازوکار در انتشار صکوک بین‌المللی استفاده نمود؛ بدین صورت که بجای عرضه مستقیم بین‌المللی صکوک، گواهی آن که دال بر حجم مشخصی از صکوک

سپرده‌گذاری شده در یک بانک داخلی مشخص است، در کشورهای خارجی عرضه شده و سرمایه‌گذاران گواهی سپرده صکوک را معامله خواهند نمود، لازم به ذکر است کشورهای اسلامی نیز تجربه انتشار گواهی سپرده اسلامی را داشته‌اند.<sup>۳</sup>

## ۹ حمایت از سرمایه‌گذاران و مدیریت ریسک ساختار صکوک (سازوکارهای ارتقای کیفیت اعتباری<sup>۴</sup> در ساختار صکوک)

روش‌هایی که در تأمین مالی ساختار یافته برای بهبود کیفیت اعتباری محصولات مالی و اوراق بهادار بکار می‌رود، به سازوکارهای ارتقای رتبه اعتباری<sup>۵</sup> معروف هستند. این روش‌ها جزء مهم تبدیل به اوراق بهادارسازی در تأمین مالی ساختار یافته<sup>۶</sup> محسوب می‌گردند. با توجه به گسترش ابزارهای مالی اسلامی در بازارهای مالی و لزوم کاهش ریسک اعتباری و افزایش جذابیت این ابزارها، به نظر می‌رسد استفاده از سازوکارهای ارتقای رتبه اعتباری در این ابزارها بسیار مفید بوده و تا کنون کشورهای اسلامی از برخی سازوکارهای ارتقای رتبه اعتباری در اوراق بهادار اسلامی استفاده نموده‌اند، اما کاربرد برخی دیگر از این سازوکارها با چالش‌های فقهی مواجه بوده و لازم است سازگاری آن‌ها با موازین شریعت مورد بررسی قرار گیرند. از جمله مزیت‌های استفاده از سازوکارهای ارتقای رتبه اعتباری می‌توان به بهبود کیفیت اعتباری اوراق، افزایش جذابیت و تقاضا برای اوراق از سوی سرمایه‌گذاران، افزایش شفافیت و افزایش کارایی ابزارهای مالی اسلامی در بازارهای مالی اسلامی اشاره نمود.

انواع سازوکارهای ارتقای رتبه اعتباری را می‌توان در دو دسته کلی بیرونی و درونی تقسیم‌بندی نمود که سازوکار طبقه‌بندی اوراق، شکاف یا سود مزاد، وثیقه‌گذاری بیش از حد، ذخیره یا وثیقه نقدی جزء سازوکارهای درونی ارتقای رتبه اعتباری و اوراق ضمانت و ضمانت‌های مالی، اعتبار اسنادی و بیمه گروهی جزء سازوکارهای بیرونی ارتقای رتبه اعتباری محسوب می‌گردند.

همچنین در یک تقسیم‌بندی دیگر می‌توان این سازوکارها را در سه دسته طبقه‌بندی نمود:

- ۱ - سازوکارهای فراهم شده توسط بانکی
- ۲ - سازوکارهای ساختاری
- ۳ - سازوکارهای فراهم شده توسط شخص ثالث

۲ - برای اطلاعات بیشتر رجوع شود به گزارش پژوهشی با عنوان "گواهی سپرده سهام؛ جذب غیر مستقیم سرمایه خارجی" نوشته محمد توحیدی، میثم حامدی و میثم دعایی و "گواهی سپرده سهام" نوشته محمد توحیدی و محمد جواد پاک‌نیت.

۴ - برای اطلاعات بیشتر رجوع شود به گزارش پژوهشی با عنوان "سازوکارهای ارتقای رتبه اعتباری در تأمین مالی ساختار یافته" نوشته محمد توحیدی.

۵ - Credit Enhancements

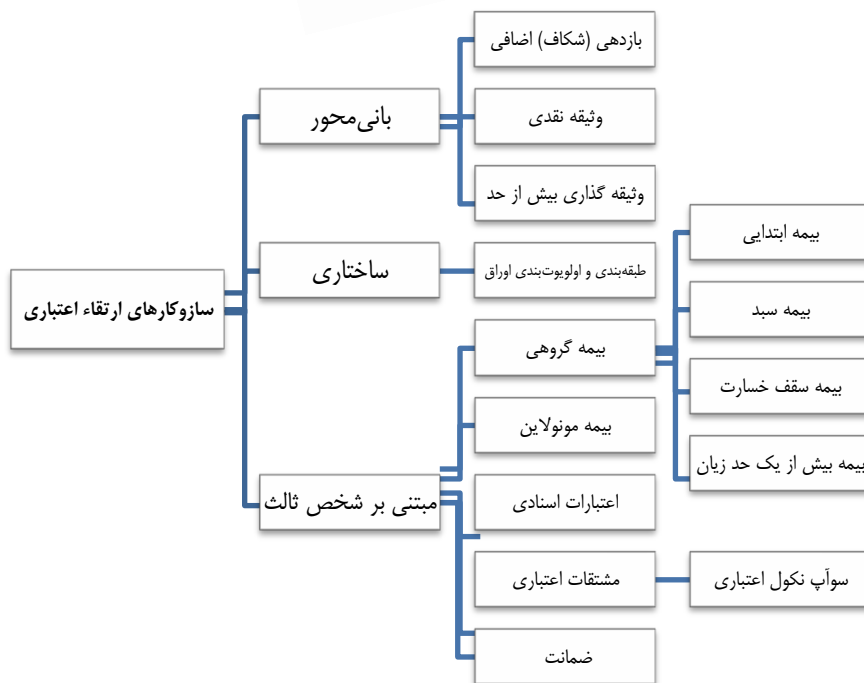
۶ - Structured Finance

از جمله سازوکارهای ارتقای رتبه اعتباری فراهم شده توسط بانی می‌توان به شکاف یا سود اضافی<sup>۷</sup>، وثیقه نقدی<sup>۸</sup>، وثیقه‌گذاری بیش از حد<sup>۹</sup> و استریپ صرفاً نرخ سود<sup>۱۰</sup> و از جمله سازوکارهای ارتقای رتبه اعتباری فراهم شده توسط شخص ثالث می‌توان به ضمانت مالی و اعتبارات اسنادی اشاره نمود.

همچنین سازوکار ساختاری روشی است که در آن اوراق با طبقات مختلف ریسک و اولویت‌های متفاوت منتشر می‌گردند (مانند اوراق قرضه با کیفیت A، B و C). اوراق بدون اولویت و با کیفیت اعتباری پایین C حمایت اعتباری برای اوراق با کیفیت بهتر B و هر دو طبقه B و C حمایت اعتباری برای اوراق طبقه A فراهم می‌آورند. بدلیل افزایش کیفیت اعتباری که از ساختار بدهی‌ها و تعهدها ایجاد می‌گردد، این روش بعنوان سازوکار ساختاری شناخته می‌گردد.

از جمله رایج‌ترین روش‌های ارتقای رتبه اعتباری، سازوکار طبقه‌بندی و اولویت‌بندی اوراق بهادار است. این روش جزء سازوکارهای ساختاری و درونی ارتقای رتبه اعتباری در تأمین مالی ساختار یافته محسوب می‌گردد. طبقه‌بندی اوراق بر اساس اولویت در دریافت سود و پرداخت زیان صورت می‌پذیرد که سبب کاهش هزینه‌های تأمین مالی و افزایش جذابیت اوراق برای سرمایه‌گذاران می‌گردد.

در نمودار زیر انواع سازوکارهای ارتقای کیفیت اعتباری قابل مشاهده است:



<sup>۷</sup> - Excess Spread or Profit

<sup>۸</sup> - Cash Collateral

<sup>۹</sup> - Overcollateralization

<sup>۱۰</sup> - Credit-Enhancing Interest-Only Strip

## ۱۰ لزوم فرهنگ‌سازی و آشنایی فعالان اقتصادی و عموم سرمایه‌گذاران با بازار اوراق بهادار اسلامی

مهم‌ترین گام پس از طراحی و پیاده‌سازی موفق هر ابزار مالی، فرهنگ‌سازی و آشنا نمودن سرمایه‌گذاران و آحاد جامعه نسبت به ابزارهای مالی جدید و کارکرد آن است که به نوعی بازاریابی ابزارهای مالی محسوب می‌گردد. در صورتی که ابزار مالی طراحی شده متناسب با نیازهای طبیعی سرمایه‌گذاران و بازارهای مالی باشد، این امر خود سبب استقبال روزافزون سرمایه‌گذاران خواهد شد. فرهنگ‌سازی و اطلاع‌رسانی نقش مهمی در موفقیت یک ابزار در بازارهای مالی ایفا می‌کند.

## ۱۱ لزوم هماهنگی با سایر نهادهای سیاستگذار در انتشار اوراق بهادار اسلامی

معمولاً تصمیمات نهادهای ناظر بازارهای پول و بیمه بر عملکرد و موفقیت ابزارهای مالی نوین در بازار سرمایه بصورت مستقیم و یا غیر مستقیم تأثیر خواهد گذاشت. به‌عنوان نمونه بانک مرکزی و شورای پول و اعتبار با نرخ‌گذاری و اعمال سیاست‌های پولی، به‌طور غیرمستقیم بر نرخ‌های بازار سرمایه نیز تأثیر گذاشته که این امر منجر به ایجاد محدودیت‌هایی در طراحی ابزارهای مالی در بازار سرمایه می‌گردد؛ بنابراین لازم است هماهنگی لازم بین نهادهای سیاستگذار در انتشار اوراق بهادار صورت پذیرفته تا اولاً سایر بازارهای مالی (بازار پول و بیمه) نیز از طریق طراحی ابزارهای مالی نوین متناسب با نیاز خود بتوانند از ظرفیت بازار سرمایه استفاده نمایند و در ثانی تصمیمات نهادهای سیاستگذار منجر به ایجاد محدودیت‌ها و موانع دست و پا گیر در طراحی و پیاده‌سازی ابزارهای نوین مالی نگردد.

با توجه به اینکه بانک مرکزی سیاست‌گذار اصلی تعیین نرخ سود اوراق مشارکت می‌باشد و طرح‌های دولتی از طریق انتشار اوراق مشارکت بانکی تأمین مالی می‌گردد، اجازه رقابت اوراق منتشره از سوی بازار سرمایه با اوراق بانکی با ورود ماهیت ریسک در این اوراق وجود ندارد. لذا، برای ارتقای تأمین مالی شرکت‌ها و پروژه‌ها از طریق بازار سرمایه، ورود ماهیت ریسک در این اوراق و امکان ارائه بازده بیشتر بر اساس ریسک‌های مرتبط می‌بایستی فراهم گردد. علاوه بر این، عدم رقابت‌پذیری موجب شده تا پروژه‌هایی که امکان سودهای بیشتری نیز دارند، بازدهی مصوب بانک مرکزی را به سرمایه‌گذاران ارائه کنند که این موضوع جذب سرمایه را در پروژه‌ها و شرکت‌ها تحت تأثیر قرار می‌دهد.

## ۱۲ تناسب الگوهای صکوک با سلايق و نیازهای سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی

در طراحی ابزارهای مالی اسلامی باید به نیاز و سلیقه سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی نیز توجه نمود تا ضریب نفوذ و موفقیت این ابزارها بیشتر گردد. در طراحی ابزارهای مالی دو ویژگی افق زمانی و ریسک دو مؤلفه مهم محسوب می‌گردد. برخی سرمایه‌گذاران به دنبال ابزارهای کوتاه‌مدت، برخی میان مدت و برخی دیگر به دنبال ابزارهای مالی بلند مدت هستند. همچنین از نظر سطح ریسک‌پذیری، برخی سرمایه‌گذاران گرایش‌های ریسک‌گریزی داشته و برخی تمایل به پذیرش ریسک بالاتر دارند. غیر از افق زمانی و سطح ریسک‌پذیری، مؤلفه‌های دیگری نیز می‌توان برشمرد که لازم است در ابزارسازی مورد

توجه قرار گیرد تا سلیقه و نیاز سرمایه‌گذاران تأمین گردد. اگر این تطابق و سازگاری وجود نداشته باشد، هر چند که یک ابزار خوب طراحی شده باشد و سازگار با شریعت باشد، ولی در مرحله عملیاتی شدن موفقیت چندان کسب نخواهد کرد و مورد استقبال واقع نخواهد شد.

### ۱۳ اصلاح فرایند نظارت شرعی بر بازار صکوک

در وضعیت فعلی، نظارت بر بازار صکوک از طریق سازمان بورس و اوراق بهادار بعنوان نهاد ناظر بازار سرمایه و با کمک شرکت مدیریت دارایی مرکزی صورت می‌پذیرد. سازمان بورس با تشکیل کمیته فقهی سعی نموده است تا ریسک شریعت را به پایین‌ترین حد ممکن رسانده و ابزارهای طراحی شده سازگار با موازین و اصول شریعت باشند. کمیته فقهی نظارت ابتدایی بر هر نوآوری مالی از جمله انواع صکوک را برعهده داشته است اما فرایند نظارت شرعی بعد از تأیید کمیته فقهی تا مرحله عملیاتی شدن ابزارها (مرحله تدوین دستورالعمل و انتشار اوراق) دقیق و شفاف نمی‌باشد و لازم است فرایندهای قانونی لازم به همراه ضمانت اجرا جهت نظارت شرعی هم حین تدوین دستورالعمل و هم در مرحله عملیاتی شدن ابزارها فراهم گردد تا ابزارهای منتشر شده در مراحل مختلف انتشار، مغایرتی با موازین شریعت نداشته باشند. تا کنون مواردی از مغایرت بین مصوبات کمیته فقهی با دستورالعمل‌های تدوین شده و یا الگوهای عملیاتی شده صکوک به دلیل عدم نظارت دقیق بر فرایند، وجود داشته است که به صورت تصادفی آشکار شده‌اند. از بعد حسابداری و حسابرسی نیز علاوه بر بررسی‌هایی که شرکت مدیریت دارایی مرکزی انجام می‌دهد، سازمان بورس نیز به گزارش حسابرسان اعتماد و اتکای کامل نداشته و خود سازمان نیز به بررسی آن‌ها می‌پردازد که سبب موازی‌کاری و طی شدن رویه‌های تکراری می‌گردد.

### ۱۴ جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

نقش بازار سرمایه اسلامی، به ویژه بازار صکوک در یافتن مسیرهای مطلوب برای تجهیز موثر منابع کوتاه تا بلند مدت و پاسخگویی به نیازهای تأمین مالی دولت و بخش خصوصی جهت تسهیل فرایند توسعه اقتصادی کشور تجلی می‌یابد. این بازار مهم ترین منبع تأمین مالی طرح‌های سرمایه‌گذاری در مقیاس بزرگ است که دسترسی به منابع مالی با سررسیدهای مناسب را امکان پذیر کرده و به این ترتیب نقشی مهم در رشد و شکوفایی اقتصادی کشور خواهد داشت.

ویژگی اصلی نهفته در ساختار صکوک سازگاری آن با موازین شریعت و اتکای آن به وجود دارایی‌های مشخص است که امنیت پایداری را برای سرمایه‌گذاران این اوراق فراهم می‌آورد. با وجود پیشرفت‌های چشم‌گیری که سایر کشورهای اسلامی در توسعه بازار صکوک داشته‌اند، در ایران علی‌رغم تأیید الگوهای مختلف صکوک در کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار و تدوین دستورالعمل‌های مربوطه، شاهد عدم رونق جدی بازار صکوک در اجرا هستیم که دلایل مختلفی را می‌توان

برای عدم توسعه بازار صکوک در ایران برشمرد. در این تحقیق به برخی الزامات مهم جهت نیل بازار صکوک به سمت وضعیت مطلوب اشاره گردید که از جمله می‌توان به مواردی چون لزوم آموزش و فرهنگ‌سازی، توجه به شرایط و نیازهای سرمایه‌گذاران در طراحی اوراق، هماهنگی دستگاه‌های نظارتی در انتشار اوراق، افزایش جذابیت ساختار صکوک از نظر ریسک و بازدهی، کاهش زمان انتشار اوراق، اصلاح (تعدیل) رکن ضامن، داشتن چشم‌انداز بین‌المللی، اصلاح فرایند نظارت شرعی و ... اشاره نمود. پس از تعیین دقیق مسائل و چالش‌های بازار صکوک، آن‌چه در گام بعدی دارای اهمیت است، جدیت و اهتمام مسئولین امر جهت تدوین برنامه توسعه بازار صکوک و استفاده از تمام ظرفیت‌های بازار جهت دستیابی به نقطه ایده‌آل در این بازار است. بطور قطع بازار صکوک خواهد توانست یکی از چالش‌های جدی فراروی بنگاه‌های اقتصادی را که همانا مشکل تأمین مالی است، حل نموده و یاری‌رسان اقتصاد و بازار سرمایه کشور در جهت تحقق سیاست‌های اقتصاد مقاومتی باشد.

سازمان بورس و اوراق بهادار  
مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی  
www.rdis.ir