مقایسه تطبیقی قابلیت‌های صکوک در تأمین مالی تجارت خارجی
(مطالعه موردی: صادرات غیر نفتی)

امیرحسین مزینی[۱]
سعید قربانی[۲]
نسرین صلح خواه[۳]

چکیده

اجرایی نمودن یک نظام اقتصادی، بدون مطالبه و پرداخت بهره، کشورهای اسلامی را با چالش‌هایی مواجه نموده است. این موضوع به دلیل نقش محوری نرخ بهره در اقتصاد، در بازار پول و نظام تأمین مالی هرچه بیشتر نمود یافته است. بدین دلیل طی دو دهه اخیر در کشورهای اسلامی استفاده راه‌حل‌های جایگزین که، هم از پشتوانه‌های اسلامی و هم، از قابلیت اجرایی لازم برخوردار باشند، در دستور کار قرار گرفته است.

در این رابطه، انتشار اوراق اسلامی یکی از مهمترین ابزارهای جذب منابع مالی در بازار سرمایه به حساب می‌آید. بهره‌گیری از این اوراق که طی دهه اخیر در قالب ادبیات صکوک شهرت یافته، طی سال‌های اخیر توسعه قابل‌توجهی پیدا کرده است. امکان‌پذیری و چگونگی استفاده از اوراق مختلف صکوک به دلیل ماهیت متفاوت آنها، نیازمند انجام مطالعات امکان‌سنجی است. این موضوع در زمینه تأمین مالی صادرات غیر نفتی کشور در دستور کار مطالعه حاضر قرار دارد.

نتایج حکایت از آن دارد که صکوک استصناع می‌تواند در زمینه تأمین مالی صادرات خدمات فنی و مهندسی مورد استفاده قرار گیرد و متقابلاً صکوک مضاربه نیز می‌تواند در تأمین مالی صادرات کالاها چنین نقشی ایفاء نماید. ضمن اینکه صکوک مشارکت می‌تواند همزمان در هر دو بخش از صادرات غیر نفتی (کالاها و خدمات فنی و مهندسی) به کار آید.

واژگان کلیدی: صکوک، ریسک، تأمین مالی، صادرات غیر نفتی، مقایسه تطبیقی.
طبقه بندی JEL : F14, G32

---

۱. عضو هیأت علمی دانشگاه تربیت مدرس mozayani@modares.ac.ir
۲. کارشناسی ارشد علوم اقتصادی، دانشگاه تربیت مدرس saeed.qorbani@modares.ac.ir
۳. کارشناسی ارشد علوم اقتصادی، دانشگاه تربیت مدرس nasrin.solhkhah@modares.ac.ir

۱- مقدمه

در یک نظام اقتصادی مبتنی بر بازار، بازارهای بدهی جزء لاینفک ساختار مالی اقتصاد به حساب می‌آیند. لذا مطالبه و پرداخت بهره جزء اصول اولیه و بدیهی این سیستم محسوب می‌گردد. اجرایی نمودن این سیستم در کشورهای اسلامی به دلیل حرمت ربا امکان‌پذیر نبوده و بدین جهت این کشورها در تعامل با نظام سرمایه‌داری با چالش‌هایی مواجه‌اند؛ چرا که همزمان که در بومی‌سازی آموزه‌های اقتصاد متعارف دچار نارسایی‌هایی می‌باشند و در عملیاتی نمودن احکام شریعت نیز با مشکلات جدی روبرو هستند. این موضوع به دلیل نقش محوری نرخ بهره در اقتصاد، در بازار پول و نظام تأمین مالی، هر چه بیشتر نمود می‌یابد. زیرا عملاً بسیاری از ابزارها و سازوکارهای متعارف در بازارهای پول و سرمایه ماهیت ربوی داشته که استفاده از آنها امکان‌پذیر نیست. به این دلیل طی دو دهه اخیر کشورهای اسلامی به دنبال استفاده از راه‌حل‌های جایگزین بوده‌اند؛ به گونه‌ای که، هم از پشتوانه‌های اسلامی و هم، از قابلیت اجرایی لازم برخوردار باشند. در این رابطه بهره گیری از عقود اسلامی در ساز و کارهای اجرایی بازار پول و سرمایه از مصادیق بارز این موضوع به حساب می‌آید.

صرف‌نظر از سازوکارهای عملیاتی این عقود در قالب بانکداری اسلامی، انتشار اوراق مبتنی بر عقود اسلامی به عنوان یکی از مهمترین بسترهای جذب منابع مالی در بازار سرمایه یکی از اصلی‌ترین دستاوردهای نظام اقتصادی اسلام به حساب می‌آید. بهره‌گیری از این اوراق که طی دهه اخیر در قالب ادبیات صکوک شهرت یافته، در سال‌های اخیر توسعه قابل‌توجهی یافته و به عنوان یکی از مهمترین بسترهای سرمایه‌گذاری مبتنی بر اصول شریعت اسلامی در دستور کار نهادهای اجرایی و مطالعاتی قرار گرفته است.

سازمان حسابرسی و بازرسی نهادهای مالی اسلامی در استاندارد شریعت شماره ۱۷ خود، انواع مختلفی برای «صکوک سرمایه‌گذاری[1]» ارائه می‌دهد که عبارتند از: صکوک اجاره، صکوک مالکیت دارایی‌هایی که در آینده ساخته می‌شود، صکوک مالکیت منافع دارایی‌های موجود، صکوک مالکیت منافع دارایی‌هایی که در آینده ساخته می‌شود، صکوک سلم، صکوک استصناع، صکوک مرابحه، صکوک مشارکت، صکوک مضاربه، صکوک نماینده سرمایه‌گذاری، صکوک مزارعه، صکوک مساقات، صکوک ارائه خدمات و صکوک جعاله.

هر یک از انواع صکوک فوق با توجه به ویژگی‌های ناشی از عقود مستتر در خود، کاربردها و قابلیت عملیاتی شدن در حوزه‌ای خاص را دارند؛ مثلاً همزمان که برخی از آنها (مزارعه و مساقات) حوزه کشاورزی را پوشش می‌دهند. برخی دیگر (همچون استصناع) بر سازوکار تولید

1. Investment Sukuk

و ساخت متمرکز می‌باشند. این در حالی است که برخی دیگر (همچون سلم) به معاملات آتی دلالت دارند. بررسی‌های انجام‌شده حکایت از آن دارند که اساساً از میان صکوک فوق‌الذکر، صکوک اجاره، استصناع، مضاربه، مشارکت، جعاله و مرابحه قابلیت استفاده در حوزه تجارت را دارند (ندری و کارگر مطلق، ۱۳۸۹).

به عبارت دیگر، چنانچه تأمین مالی بخش تجارت در دستور کار باشد، لاجرم بهره‌گیری از یک و یا چند مورد از صکوک فوق می‌باید در دستور کار قرار گیرد. اما از آنجا که هر یک از این صکوک (عقود) فوق ویژگی‌ها و ماهیت‌های متفاوتی دارند. امکان‌پذیری و چگونگی استفاده از آنها در بخش‌های مختلف حوزه تجارت نیازمند مطالعات موردی است و به بیان دیگر، نیازمند انجام مطالعات امکان‌سنجی است. این موضوع در دستور کار مطالعه حاضر قرار دارد.

بدین منظور و در ادامه تلاش می‌گردد امکان بهره‌گیری از هر یک از انواع شش گانه صکوک فوق با تأکید بر تأمین مالی حوزه تجارت (صادرات غیر نفتی کشور[۱]) از ابعاد گوناگون و بر حسب معیارهای مختلف و با توجه به شرایط حاکم بر اقتصاد ایران مورد ارزیابی قرار گیرد.

مقاله حاضر از پنج بخش تشکیل شده است. بدین صورت که پس از مقدمه حاضر، در بخش دوم، مروری بر مطالعات انجام شده در زمینه صکوک شش‌گانه بررسی خواهد شد. در بخش سوم، ارزیابی نسبی ویژگی‌های صکوک (منتخب) در دستور کار قرار می‌گیرد. در بخش چهارم، به مقایسه تطبیقی قابلیت‌های صکوک (از منظر کاربردی) پرداخته می‌شود. بخش پنجم و پایانی، به جمع‌بندی و نتیجه‌گیری اختصاص یافته است.

۲- مروری بر مطالعات انجام شده در زمینه صکوک منتخب

۲-۱- مطالعات داخل کشور

در بررسی مطالعات انجام شده، مشاهده می گردد که تقریباً عمده مطالعات به صورت موردی به بررسی انواع صکوک پرداخته اند. بدین معنا که ویژگی‌ها و ساختار یک یا دو نوع از انواع صکوک در تأمین مالی حوزه ای خاص را بررسی نموده اند و کمتر تأمین مالی بخشی خاص از اقتصاد در دستور کار قرار گرفته است. از مهمترین مطالعات انجام شده در کشور در زمینه قابلیت های اوراق صکوک در زمینه های مشابه موضوع تحقیق حاضر می‌توان به موارد زیر اشاره نمود (جدول ۱).

جدول(۱): بررسی مطالعات تجربی انجام شده در ارتباط با

---

۱. بدیهی است در شرایط حاضر تأمین مالی واردات نمی تواند چندان اولویت اقتصادی کشور به حساب آید و تأمین مالی صادرات نفت نیز ساز و کار خاص خود را می طلبد که در دستور کار مطالعه حاضر نمی باشد.

زمینه‌های به کارگیری صکوک منتخب

ردیف	نویسندگان	سال انتشار	صکوک مورد بررسی	نتیجه‌گیری
۱	موسویان و همکاران	۱۳۸۷	صکوک جعاله	صکوک جعاله، می‌تواند ابزاری مناسب برای تأمین مالی صنعت گردشگری بوده و باعث رونق بازار سرمایه در کشور ایران باشد.
۲	موسویان	۱۳۸۸	صکوک مرابحه	نوع اول و چهارم[1] صکوک مرابحه فقط بر اساس فقه مشهور شیعه مجاز بوده و در داخل کشور قابل انتشار است و نوع سوم، به خاطر هماهنگی با فقه شیعه و اهل سنت، هم برای داخل کشور و هم، برای سطح بین‌المللی مناسب است؛ اما نوع دوم با مشکل فقهی جدی روبه‌رو است و قابل انتشار نمی‌باشد.
۳	نظرپور و خزائی	۱۳۸۹	صکوک استصناع	پوشش ریسک صکوک استصناع به راحتی امکان پذیر بوده و خریداران آن در بازار بورس با ریسک بسیار کمی مواجه خواهند شد و این امر منجر به جذب نقدینگی طیف‌های ریسک گریز سرمایه گذاران خواهد شد.
۴	ندری و کارگر مطلق	۱۳۸۹	صکوک اجاره، استصناع، مضاربه، مشارکت و مرابحه	از بین صکوک رایج، صکوک اجاره، استصناع، مضاربه، مشارکت و مرابحه بیشترین قابلیت بهره‌برداری را در جهت تأمین مالی صادرات دارند.
۵	موسویان و همکاران	۱۳۸۹	صکوک مضاربه	اوراق مضاربه از لحاظ فقهی و اقتصادی ابزاری مناسب برای تأمین مالی بخش صادرات است و فعالان مالی بخش صادرات می‌توانند با استفاده از این اوراق، کمبود منابع لازم برای حمایت مالی و اعتباری از صادرکنندگان را پر کنند.
۶	سلیمی فر و همکاران	۱۳۹۰	صکوک اجاره	صکوک اجاره از لحاظ اقتصادی ابزاری مناسب برای تأمین مالی می‌باشد و شهرداری‌ها با کمک این ابزار می‌توانند منابع مالی مناسبی جهت اجرای پروژه‌های عمرانی و زیرساختی به دست آورند.
۷	صالح آبادی و همکاران	۱۳۹۰	صکوک اجاره	صکوک اجاره، جایگزین مناسبی برای اوراق قرضه و مکمل دیگری برای اوراق مشارکت است. همچنین دولت باید برای تعریف، حمایت، به‌کارگیری این ابزار جدید مالی و ایجاد بازارهای ثانویه مورد نیاز سرمایه گذاران فردی اقدام کند.
۸	موسویان و شیر مردی احمد آباد	۱۳۹۰	صکوک مضاربه	در این پژوهش ابتدا بر اساس روش تحقیق دلفی ریسک‌های صکوک مضاربه در سه طبقه ریسک‌های سرمایه گذاران، ریسک‌های مؤسسه بازرگانی (بانی) و ریسک‌های مؤسسه مالی (واسط) طبقه بندی شدند و سپس با استفاده از تلفیق تکنیک‌های SAW و TOPSIS ریسک‌های نوسان قیمت کالاهای موضوع تجارت، تورم، تعهدات عقد مضاربه، بازار و نقدشوندگی به ترتیب در اولویت ۱ تا ۵ قرار گرفتند.
۹	صفائی	۱۳۹۱	صکوک مشارکت- وکالت	در این مقاله ابزار جدیدی با عنوان صکوک ترکیبی مشارکت- وکالت معرفی شده تا برای شرکت‌هایی که هم‌خواهان اجرای پروژه خود به صورت مشارکتی هستند و نقدینگی لازم را مخصوصاً در اوایل اجرای طرح نمی‌توانند تأمین‌کنند، به کارآید.
۱۰	نایب یزدی و مهر آسا	۱۳۹۱	صکوک مضاربه	با توجه به نوسانات نرخ ارز در کشور و نیاز مبرم واردکنندگان به سرمایه، به نظر می‌رسد که صکوک مضاربه می‌تواند در تأمین

۱. بر اساس مطالعه موسویان (۱۳۸۸)، صکوک چهارگانه مرابحه عبارت است از: اوراق مرابحه برای تأمین مالی، اوراق مرابحه برای تأمین نقدینگی، اوراق مرابحه برای تشکیل سرمایه شرکت‌های تجاری و تبدیل اوراق مرابحه رهنی به اوراق بهادار برای مطالبات بانک ها و لیزینگ ها.

ردیف	نویسندگان	سال انتشار	صکوک مورد بررسی	نتیجه‌گیری
				مالی واردات و بهبود شرایط اقتصادی نقش مهمی ایفا نماید.

ازمیان مطالعات انجام شده تقریباً مطالعات صورت گرفته توسط موسویان و همکاران (۱۳۸۹)، ندری و کارگر مطلق (۱۳۸۹) و نایب یزدی و مهر آسا (۱۳۹۱) دارای ارتباط موضوعی با مطالعه حاضر می باشند؛ اما از آنجا که تحقیق حاضر در قالب روش مشخص و شاخص های تعریف شده، مقایسه تطبیقی انواع صکوک در زمینه تأمین مالی تجارت را در دستور کار دارد، از سایر مطالعات متمایز شده و به گونه ای مطالعه ای جدید محسوب می‌شود.

۲-۲- مطالعات انجام شده در خارج از کشور

در بررسی های انجام شده مطالعه‌ای که به صورت خاص به استفاده از صکوک در تأمین مالی صادرات (از منظر عملیاتی) پرداخته باشد، یافت نگردید؛ اما در ارتباط با استفاده از صکوک در حوزه های مختلف به تفکیک و بر حسب نوع عقود می‌توان مطالعات متعددی را مشاهده نمود. چرا که اساساً عمده گزارشات و بررسی‌ها بر اساس نوع عقود به کار رفته در انتشار صکوک تدوین‌شده‌اند و نه به کارگیری در حوزه های زیربخشی اقتصاد (همچون تولید، واردات، صادرات). این رویکرد در اکثر منابع آماری نیز مشاهده می‌شود؛ به گونه ای که در زمینه انتشار اطلاعات صکوک، طبقه‌بندی ها بر حسب نوع عقود صورت گرفته و کمتر در زمینه کاربردهای صکوک در بخش های مختلف اقتصادی آمار مدونی مشاهده می‌شود. فی المجموع به نظر می‌رسد هرچند در زمینه به‌کارگیری صکوک در تأمین مالی صادرات مطالعات مدونی یافت نمی گردد، اما طی سال‌های اخیر (از منظر کاربردی) در زمینه بهره‌گیری از صکوک در تأمین مالی صادرات، اقدامات قابل‌توجهی به چشم می‌خورد که از جدیدترین آنها، به صورت نمونه می‌توان به موارد زیر اشاره نمود.[1]

الف) بانک صادرات – واردات (اکزیم بانک) مالزی[2] با هدف افزایش اعتبارات صادراتی خود در اکتبر ۲۰۱۳ اعلام نموده که در صدد طراحی الگویی جهت انتشار صکوک (صادراتی) به صورت بین‌المللی و همزمان به صورت چندین ارز خارجی[3] می‌باشد.

1. WWW.Tradefinancemagazine.com

2. Export - Imoprt Bank of Malaysia (Mexim)

3. Multi - currency Sukuk

ب) شرکت نفت عربستان صعودی[1] در سال ۲۰۱۳ بهره گیری از اوراق صکوک درکنار سایر روش‌های موجود همچون اعتبارات صادراتی[2] و وام‌های تجاری[3] را با هدف تأمین مالی شرکت صدارا[4] در دستور کار خود قرار داده و لازم به ذکر است این شرکت (صدارا) که اساساً یک مجتمع تولید محصولات پتروشیمی است، با مشارکت ۷ شرکت بزرگ صادراتی[5] از کشورهای عربستان، فرانسه، اسپانیا، کره و ... به صورت Joint Venture راه‌اندازی شده است.

ارزیابی نسبی ویژگی‌های صکوک (منتخب)

ارزیابی ویژگی‌های صکوک از ابعاد مختلف (کلی و موردی) قابل انجام است. در این مطالعه به صورت توصیفی (بیان ابعاد و مفاهیم) به مقایسه تطبیقی صکوک منتخب در تأمین مالی حوزه صادرات غیرنفتی خواهیم پرداخت. در نتیجه به دلیل حوزه مورد بررسی (صادرات غیر نفتی) که ماهیتاً یکی از حوزه‌های فرا بخشی اقتصاد بوده و اینکه اساساً امکان‌پذیری استفاده از این اوراق در اقتصاد ایران مد نظر است، جهت انجام ارزیابی‌ها از چهار معیار عمده مقایسه میان صکوک به شرح زیر استفاده می‌شود تا در عمل کلیه ابعاد و ویژگی‌های این اوراق را شامل گردند.

- ساختار صکوک
- مبانی فقهی صکوک
- ریسک صکوک
- قابلیت عرضه صکوک در بازار ثانویه

بررسی ساختار صکوک منتخب

در این بخش صکوک فوق بر اساس ساختار و ویژگی‌های اصلی مورد بررسی قرار می گیرند.

الف) صکوک اجاره

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

---

1. Saudi Arabian oil Company (Saudi Aramco)
2. Export credit
3. Commercial loans
4. Sadara Chemical Company
5. Export Credits Agency

مهمترین هدف انواع مختلف صکوک اجاره تأمین مالی بانی و افزایش نقدینگی آن است. با استفاده از این ابزار مالی، شرکت می‌تواند یا دارایی مورد نیاز خود را تأمین کند (به وسیله اجاره دارایی موضوع صکوک اجاره) یا اینکه دارایی خود را به پول نقد تبدیل کند (از راه فروش و اجاره دوباره دارایی). در این حالت، دارایی‌هایی با نقدینگی پایین، از ترازنامه خارج‌شده و پول نقد جایگزین آن می‌شود. علاوه بر آنکه، همچنان بانی می‌تواند از آن دارایی‌ها استفاده کند. در نهایت، با فراهم کردن بازار ثانویه فعال، صکوک اجاره می‌تواند به توسعه بازارهای مالی کمک کند و با استفاده از راهکارهای تقویت اعتبار[1] و به دست آوردن رتبه اعتباری بالا، هزینه تأمین مالی کاهش یابد. البته این اوراق در کنار مزایای بیان‌شده، ریسک هم دارند (صالح‌آبادی و همکاران، ۱۳۹۰).

ب) صکوک استصناع

اگر صکوک استصناع در کنار سایر اوراق بهادار به صورت مستمر و متنوع توسط نهادهای دولتی و غیردولتی منتشر شود، متناسب با ویژگی‌های خود می‌تواند عرضه‌کنندگان و تقاضاکنندگان خاصی را به خود جلب نموده و بازار سرمایه و بورس اوراق بهادار را متنوع تر کند و بر غنای آن بیفزاید و با تحقق بازاری فعال انتظار می‌رود بازدهی این اوراق به سمت بازدهی سرمایه در بخش واقعی اقتصاد سوق یابد. البته برای اینکه صکوک مورد رغبت مردم قرار گیرد، لازم است انتشار این اوراق با ضمانت وزارت امور اقتصادی و دارایی یا سازمان مدیریت و برنامه‌ریزی و با مجوز رسمی بانک مرکزی منتشر شود (نظر پور و خزائی، ۱۳۸۹).

روش کار در صکوک استصناع به این صورت است که یک شرکت برای تولید یک محصول جدید به یک خط تولید نیاز دارد ولی در حال حاضر نقدینگی لازم را برای ساخت این خط تولید در اختیار ندارد. این شرکت از یک نهاد مالی درخواست کمک مالی می‌کند. این نهاد مالی از طریق یک قرارداد استصناع، متعهد می‌شود خط تولید را ساخته و تحویل شرکت دهد و در مقابل، هزینه مربوطه را به صورت اقساط دریافت کند. در واقع، نهاد تأمین‌کننده مالی در نقش یک پیمانکار ساخت خط تولید عمل می‌کند. سپس عقد یک قرارداد استصناع دیگر که به استصناع موازی معروف است، ساخت خط تولید را به یک پیمانکار سپرده و وجوه نقد را به پیمانکار می‌دهد تا برای عملیات ساخت تولید، نقدینگی کافی در اختیار داشته باشد. نهاد تأمین مالی در قرارداد استصناع اول، نقش پیمانکار و در استصناع موازی، نقش کارفرما را ایفا می‌کند. مبلغ مربوط به قرارداد اول که به صورت اقساط پرداخت می‌شود، شامل هزینه پرداخت‌شده به پیمانکار متخصص و یک مبلغ اضافی است. این مبلغ اضافی در واقع سود نهاد

1. Credit Enhancing

تأمین مالی را تشکیل می‌دهد. هنگامی که عملیات ساخت خط تولید به پایان می‌رسد، نهاد تأمین مالی آن را از پیمانکار تحویل گرفته و در اختیار شرکت قرار می‌دهد.

ج) صکوک مضاربه (تجاری)

صکوک مضاربه اوراق بهاداری است که بر اساس عقد مضاربه طراحی می‌شود. ناشر صکوک مضاربه با واگذاری اوراق، وجوه متقاضیان اوراق را جمع‌آوری کرده به عنوان مضاربه در اختیار بانی قرار می‌دهد، بانی آن را در فعالیت اقتصادی سودآور (بازرگانی) به کار می‌گیرد و در پایان هر معامله یا پایان هر دوره مالی سود حاصله را بر اساس نسبت‌هایی که روی اوراق نوشته‌شده، میان خود و صاحبان اوراق تقسیم می‌کند. دارندگان اوراق نقش مالک و بانی نقش عامل قرارداد مضاربه را دارند.

د) صکوک مشارکت

صکوک مشارکت، اسناد و گواهی‌های دارای ارزش یکسان هستند و از آنها برای تجمیع وجوه لازم جهت راه‌اندازی طرح‌های جدید، توسعه طرح‌های موجود یا تأمین مالی کسب و کارهای مبتنی بر مشارکت استفاده می‌شود. دارندگان صکوک به میزان سهم خود از مشارکت، مالک طرح یا دارایی‌های آن می‌شوند. صکوک مشارکت را می‌توان در بازارهای ثانویه مورد معامله قرارداد. صکوک پیش گفته بسیار شبیه صکوک مضاربه است. تفاوت اصلی موجود بین صکوک مشارکت و مضاربه، ساختار ارتباط بین ناشر و دارنده صکوک است. در حقیقت در صکوک مشارکت، ناشر مشارکت، کمیته‌ای متشکل از دارندگان صکوک را برای تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری تشکیل می‌دهد (ندری و کارگر مطلق، ۱۳۸۹).

ه) صکوک مرابحه

مرابحه، خرید یک دارایی توسط بانک از طرف یک مشتری (موکل) و فروش دوباره آن بر اساس پرداخت مدت‌دار در آینده است. بدین ترتیب سرمایه‌گذار متوسط سود و هزینه‌اش را برای مشتری روشن می‌سازد. صکوک مرابحه گواهی‌هایی با ارزش برابر هستند که با هدف تأمین مالی خرید کالاها و از طریق مرابحه منتشر می‌شود و بنابراین دارندگان این اوراق مالکان کالای مرابحه و مستحق دریافت بهای فروش این اوراق هستند (خواجه حق وردی و امیدی، ۱۳۸۶).

و) صکوک جعاله

صکوک جعاله، اوراق مالکیت مشاع دارایی است که بر اساس قرارداد جعاله، تعهد انجام و تحویل

آن مقرر گردیده است. بعد از پایان عمل (موضوع قرارداد جعاله)، صاحبان اوراق، مالک مشاع نتیجه عمل خواهند بود. نتیجه عمل ممکن است خدمت یا دارایی فیزیکی باشد.

در ایران موانعی برای انتشار اوراق بهادار اسلامی وجود دارد که برخی از آنها درباره انتشار و کارآمد بودن اوراق بهادار اسلامی جعاله نیز صدق می‌کند:

أ. مؤسسه‌ها، سازمان‌ها یا نهادهایی که بتوانند در این فرایند به سرمایه‌گذاران و منتشرکنندگان صکوک جعاله کمک کنند، کم هستند و برخی هنوز شکل نگرفته‌اند؛

ب. بسیاری از سرمایه‌گذاران خرد و کلان با بورس اوراق بهادار آشنایی ندارند یا اینکه آشنایی آنها اندک است و حاضر نیستند برای بلندمدت تصمیم‌گیری و برنامه‌ریزی کنند. جدید بودن اوراق بهادار اسلامی جعاله بر شدت اثر این مانع می‌افزاید (موسویان و همکاران، ۱۳۸۸).

مبانی فقهی صکوک منتخب

الف) صکوک اجاره

در بررسی مبانی فقهی ابزارهای مالی، دو اصل درستی و لزوم قراردادها مورد تأکید قرار می‌گیرد. در این چارچوب وقتی عقد اجاره بین افراد جامعه، اعم از بانی، صاحب سرمایه و واسط منعقد می‌شود و سابقه مخالفت شارع در باره آن قرارداد وجود ندارد، در این صورت، دو طرف ملزم به وفای به آن هستند. این مطالب از آیه ۳۴ سوره اسراء، آیه ۲۹ سوره نساء و احادیث «المؤمنون او المسلمون عند شروطهم»، «ان الناس مسلطون علی اموالهم؛ مردم بر اموال خود مسلط هستند» «و لا یحلّ دَمُ امرءٍ و لا مالهُ الا بطیبه نفسٍ منه؛ خون هیچکس به دیگری حلال نیست، مال هیچ کسی بر دیگری حلال نیست؛ مگر اینکه خودش با طیب خاطر رضایت دهد» قابل استنباط است.

همچنین یکی از ادله اصالت لزوم قراردادها، سیره عقلا است. مرحوم بجنوردی در قواعد فقهیه بیانی دارد که خلاصه آن عبارت است از اینکه روش عقلا و خردمندان در قراردادها و پیمان‌هایشان این است که وفای به عهد و پیمان را لازم می شمارند و پایبندی به آن را سیره خود می‌دانند، دست کشیدن از پایبندی به عهد و پیمان را نقض عهد شمرده و مذمت می‌کنند، شارع مقدس نیز عقلا را از این روش، نه تنها منع و ردع نکرده بلکه مطابق آیه وفای به عهد (مائده، ۱) به چنین روشی سفارش کرده است (صالح آبادی و همکاران، ۱۳۹۰).

در صکوک اجاره، معامله‌های گوناگونی شکل می‌گیرد که همه بر اساس فقه اسلامی صحیح یا قابل تصحیح است. معامله‌های اصلی صکوک اجاره و توجیه فقهی آنها به شرح ذیل است:

۱. اصل مؤسسه مالی ناشر صکوک اجاره می‌تواند در قالب شرکت سهامی خاص یا عام و با مجوز سازمان بورس اوراق بهادار تشکیل شود که از جهت فقهی، همانند شرکت‌های سهامی

تابع عقد شرکت خواهد بود.

۲. واگذاری صکوک اجاره و گرفتن وجه آنها از متقاضیان اوراق در قالب قرارداد وکالت خواهد بود.

۳. خرید کالاهای سرمایه‌ای و مصرفی بادوام و واگذاری آنها در قالب قرارداد اجاره عادی یا اجاره به شرط تملیک، دریافت اجاره‌بهای ماهانه، فصلی یا سالانه، بیمه کردن کالاهای مورد اجاره، فروش کالاهای مستهلک در پایان مدت اجاره در اجاره‌های عادی، تملیک عین مستأجره به مستأجر در اجاره‌های به شرط تملیک، انجام عملیات حسابداری و تقسیم منافع حاصله بین صاحبان صکوک اجاره متناسب با محتوای انواع صکوک اجاره و کارهایی از این قبیل همه از شئون وکیل خواهد بود و مؤسسه مالی می‌تواند در برابر ارائه این خدمات درصدی از اجاره‌بها را به صورت حق‌الوکاله بردارد.

۴. واگذاری کالاهای سرمایه‌ای و مصرفی بادوام به صورت اجاره به شرط تملیک اگر از نوع اجاره به شرط فعل تملیک باشد، از نظر فقهی و از نظر حقوقی (قانون عملیات بانکی بدون ربا) صحیح است.

۵. فروش صکوک اجاره در بازار ثانوی، از باب فروش سهم‌الشرکه فرد در کالاهای مورد اجاره است که از جهت فقهی و قیمت فروش می‌تواند با توافق و رضای دو طرف تعیین شود.

۶. در پایان مدت اوراق یا موقع انحلال مؤسسه- به هر دلیلی- کالاهای مورد اجاره به فروش رسیده، همراه با طلب‌های وصول‌شده بین صاحبان صکوک اجاره مطابق ضوابط تقسیم می‌شود (موسویان و فراهانی فرد، ۱۳۸۵).

ب) صکوک استصناع

بر اساس مصوبات کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار[۱] مبانی فقهی صکوک استصناع به شرح زیر است:

۱. با توجه به دیدگاه غالب فقهای شیعه و اهل سنت قرارداد استصناع قراردادی مشروع و مجاز است.

۲. با توجه به دیدگاه فقهای شیعه، قرارداد استصناع می‌تواند در قالب قراردادهای بیع سلف، بیع مستقل، قرارداد مستقل، اجاره، جعاله و صلح مطرح شود.

۳. اگر قرارداد استصناع قرارداد مستقل یا در قالب قرارداد صلح مطرح شود، تنها لازم است ضوابط عمومی قراردادها مانند ممنوعیت اکل مال به باطل، ممنوعیت ضرر، ممنوعیت غرر و ممنوعیت ربا را داشته باشد؛ اما اگر در قالب دیگر قراردادها چون بیع سلف، بیع مستقل، اجاره، جعاله مطرح شود، افزون بر ضوابط عمومی قراردادها با ضوابط اختصاصی هر یک از آن قراردادها را داشته باشد.

همچنین نظرات برخی مراجع تقلید درباره استصناع به شرح زیر می باشد (نظرپور و خزائی، ۱۳۹۱):

آیت الله بهجت: «عقد مذکور عقد اجاره است که استیجار کرده و شرایط اجاره را دارد و اگر عمل نکند به مقدار عمل اجرت می‌گیرد».

آیت الله جوادی آملی: «عقد مذکور مرکب از چند عقد است ولی اگر مجموعاً تحت یک عقد قرار گیرند، مصداق یکی از عقود متعارف نبوده و عقد مستقل، صحیح و لازم الطرفین است».

آیت الله حسینی شاهرودی: «قرارداد مذکور صحیح است و در قالب عقد اجاره قرار می‌گیرد و اجرت بر عمل معین می‌باشد و عقدی لازم است».

آیت الله روحانی: «گرچه این گونه معاملات را بعضی به عنوان صلح و بعضی به عنوان جعاله تصحیح نموده‌اند ولی به نظر می‌رسد عقد مستقلی است، دلیل صحت آن هم آیه «تجاره عن تراض» و «الناس مسلطون عن اموالهم» و بناء عقلا است. به هر حال این معامله بدون تردید صحیح است و به دلیل «اوفوا بالعقود» عقدی لازم است.

آیت الله صافی گلپایگانی: «عقد مذکور می‌تواند تحت عنوان صلح، صحیح باشد. اگر این عقد واجد شرایط صلح باشد، از عقود لازمه است».

آیت الله مکارم شیرازی: «در صورتی این قرارداد صحیح است که جنس مورد نظر از تمام

---

۱. سازمان بورس و اوراق بهادار اسلامی، مدیریت پژوهش توسعه و مطالعات اسلامی، کمیته تخصصی فقهی: www.rdis.ir

جهات تعیین شود و تمام پول را بپردازد، در غیر این صورت یک قرارداد صوری است و به هنگام آماده شدن جنس برای تحویل، معامله نهایی صورت می‌گیرد و در این صورت احکام بیع را دارد».

آیت الله نوری همدانی: «این عقد صحیح است و می‌تواند تحت عناوینی چون بیع و اجاره قرار گیرد و می‌تواند عقد مستقلی باشد. این عقد، عقدی لازم است و شرایطی که در عقود لازم مانند بیع ضروری است، در آن نیز معتبر می‌باشد».

ج) صکوک مضاربه (تجاری)

بر اساس مصوبات کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار[1] مبانی فقهی صکوک مضاربه به شرح زیر است:

صکوک مضاربه سند مالی قرارداد مضاربه است. هر ورق مضاربه نشان می‌دهد که صاحب صکوک مضاربه چه میزان سرمایه از طریق وکیل خود (واسط) در اختیار عامل (شرکت تجاری) قرار داده و با چه نسبتی سود حاصل از فعالیت تجاری را باهم تقسیم می‌کنند. بنابراین رابطه دارنده ورق با ناشر رابطه وکالت و رابطه مالک سرمایه با عامل قرارداد مضاربه خواهد بود و رابطه صاحبان اوراق با یکدیگر رابطه صاحبان سرمایه در قرارداد مضاربه است. در قرارداد مضاربه صاحب سرمایه می‌تواند چند نفر باشد که به صورت مشاع سرمایه مورد نیاز مضاربه را تأمین می‌کنند.

در بازار ثانوی، زمانی که دارنده صکوک مضاربه، اوراق خود را به دیگری واگذار می‌کند، در واقع سهم خود از دارایی (سرمایه) شرکت تجاری را به دیگری می‌فروشد. از آنجا که بعد از اتمام دوره پذیره‌نویسی و شروع عملیات تجاری به طور طبیعی بخشی از سرمایه نقدی به کالاهای قابل‌فروش با سود تبدیل‌شده‌اند، ارزش پولی سرمایه افزایش‌یافته، در نتیجه صاحب اوراق حق دارد سهم سرمایه خود را به بیش از مبلغ اسمی بفروشد.

در نتیجه نهایی، کمیته فقهی با بررسی معاملات بازار اولیه و ثانویه انواع سه‌گانه صکوک مضاربه، آنها را صحیح می‌داند.

د) صکوک مشارکت

اوراق مشارکت از منظر فقهی از چند جهت قابل نقد و بررسی است.

---

۱. سازمان بورس و اوراق بهادار اسلامی، مدیریت پژوهش توسعه و مطالعات اسلامی، کمیته تخصصی فقهی: www.rdis.ir

۱- ماهیت فقهی اوراق مشارکت

مشارکت به معنای شراکت چند نفر به منظور فراهم آوردن سرمایه مورد نیاز برای انجام کاری می‌باشد. عقد شرکت در اصطلاح، اجتماع حقوق مالکین متعدد در شیء واحد به صورت مشاع است. به بیان دیگر شرکت قراردادی است که در آن هر کس مال خود را در ازای تملک سهم مشاعی از کل نسبت مال او به مجموع اموال دیگران تملیک می‌کند (هادوی تهرانی، ۱۳۸۷).

به طور معمول در اوراق مشارکت، ناشر بخشی از سرمایه مورد نیاز را تهیه نموده و بخش دیگر را از طریق انتشار اوراق تأمین می‌کند. در واقع دارندگان اوراق مشارکت به صورت مشاع و به تناسب آورده، با ناشر در یک فعالیت اقتصادی وارد شرکت شده و در سود آن شریک می‌شوند. از آنجا که امکان عملی جهت مدیریت پروژه یا طرح توسط دارندگان اوراق وجود ندارد، ناشر به عنوان وکیل صاحبان اوراق، مدیریت طرح را بر عهده می‌گیرد. بنابراین، اوراق مشارکت سندی است گویای مالکیت دارنده آن نسبت به بخشی از یک دارایی حقیقی که متعلق به دولت، شرکت‌های تعاونی یا خصوصی است و تا سررسید اوراق، هر نوع تغییر قیمت دارایی متوجه صاحبان اوراق مشارکت خواهد بود. اوراق مشارکت به صورت دیگری نیز قابل طراحی است به این معنا که ناشر، تنها به مدیریت طرح بپردازد و کل سرمایه مورد نیاز پروژه را از طریق انتشار اوراق تأمین کند. در این صورت ناشر، وکیل صاحبان اوراق مشارکت خواهد بود که به نحو مشاع، مالک پروژه اقتصادی و سود آن هستند. ناشر به عنوان وکیل، مدیریت پروژه را عهده دار بوده و در قبال آن حق‌الوکاله دریافت می‌کند (موسویان، ۱۳۸۶).

از جمله موارد قابل توجه در زمینه مسائل فقهی انتشار اوراق مشارکت در ایران می‌توان به شفاف و مشخص نبودن رابطه حقوقی دارندگان با ناشر و دارایی موضوع سرمایه گذاری اشاره کرد. برخی با استناد به ماده ۱ قانون اوراق مشارکت، معتقدند که دارندگان اوراق، تنها در سود پروژه شریکند در حالی که طبق قواعد مسلم فقهی، سود تابع اصل سرمایه است و به کسی تعلق می‌گیرد که سرمایه متعلق به اوست. بنابراین ماهیت اوراق مشارکت باید به صورت جدی در طراحی و انتشار اوراق مورد توجه قرار گیرد.

۲- خرید و فروش اوراق در بازار اولیه و ثانویه

در بازار اولیه اوراق مشارکت، ناشر، سرمایه گذاران را برای اجرای طرح‌های عمرانی- انتفاعی[1] به مشارکت می‌طلبد و جهت تشویق سرمایه گذاران و جلب اعتماد و اطمینان آنان، بازپرداخت

---

۱. طرح عمرانی - انتفاعی طرحی است که در مدت معقولی پس از شروع بهره برداری علاوه بر تأمین هزینه های جاری و استهلاک سرمایه، به تبعیت از سیاست دولت سود متناسبی را نیز عاید نماید (ماده ۱ آیین نامه و جزء الف بند ۱۰ ماده ۱ قانون برنامه و بودجه کشور، مصوب ۱۳۵۱).

اصل سرمایه و پرداخت سود علی‌الحساب را تضمین می‌نماید. بنابراین همان‌گونه که ملاحظه می‌شود این اعمال ارتباطی با عقد بیع ندارد و آنچه تحت عنوان خرید و فروش اوراق مشارکت مطرح می‌گردد مسامحه در تعبیر و مجاز می‌باشد. البته قرارداد بازار ثانوی اوراق مشارکت واقعاً بیع است چرا که در این بازار، دارنده اوراق، سهم الشرکه خود از دارایی موضوع مشارکت را به شخص ثالث فروخته و شخص ثالث جایگزین وی در قرارداد مشارکت می‌شود. قانون و آئین نامه اجرایی اوراق مشارکت نسبت به تبیین فقهی معاملات بازار اولی و ثانوی اوراق ساکت است و این در موارد اختلاف، موجب سوء برداشت و احیاناً از بین رفتن حقوق افراد می‌گردد (موسویان و سروش، ۱۳۹۰).

۳- حقوق دارندگان اوراق

به موجب ماده ۵۷۱ قانون مدنی، «شرکت عبارت است از اجتماع حقوق مالکین متعدد در شیء واحد به نحو اشاعه». از ملاحظات ماده ۵۷۱ قانون مدنی استنباط می‌شود که شرکت، حالتی است که در آن چند نفر به طور مشاع، مالک مال واحدی هستند؛ یعنی هر یک در جزء جزء مال دارای حق مالکیت هستند. عقد شرکت عقد جایزی است، پس هر یک از شرکا می‌توانند فسخ قرارداد کنند (موسیان، ۱۳۸۶). این در حالی است که از یک طرف قانون اوراق مشارکت همه مسائل شرکا و شرکت را تبیین نمی‌کند و از طرف دیگر به قرارداد و عقد معینی چون عقد شرکت در قانون مدنی ارجاع نمی‌دهد. بنابراین از نقاط ابهام و چالش‌های فقهی اوراق مشارکت در ایران، می‌توان به عدم شفافیت حقوقدان صاحبان اوراق و مستندات شرعی و حقوقی روابط مالی بین ارکان اوراق مشرکت اشاره نمود.

۴- تضمین اصل سرمایه و سود در اوراق مشارکت

به مقتضای عقد شرکت، سود و زیان حاصل از مشارکت متوجه همه شرکاست، نهایت اینکه به فتوای بعضی از فقها، برخی از شرکا می‌توانند خسارت احتمالی را پذیرا شده، اصل سرمایه سایر شرکا را تضمین کنند. این در حالی است که قانون اوراق مشارکت صحبت از تضمین بازپرداخت اصل سرمایه، سود علی‌الحساب و سود تحقق یافته می‌کند. در تحلیل مواد مذکور، دو تفسیر قابل ارائه است (هادوی تهرانی، ۱۳۸۷):

۱. در «تضمین بازپرداخت سود تحقق یافته» مقصود از تضمین، تضمین مبلغ و نرخ‌های معین نیست بلکه مقصود تضمین اصل عملیات بازپرداخت سرمایه، پرداخت سود علی‌الحساب و سود تحقق یافته در فرض وجود است؛ گویا ناشر به صاحبان اوراق تضمین می‌دهد که اگر طرح با موفقیت انجام شد و سود حاصل گردید، حتماً اصل سرمایه و سود حاصله پرداخت خواهد گردید. اما اینکه نرخ سود چقدر خواهد بود، تضمینی وجود ندارد. این تفسیر با مقتضای شرکت منافاتی ندارد و در واقع مقتضای خود شرکت است.

۲. مقصود تضمین مبلغ و نرخ‌های اعلام شده به عنوان اصل سرمایه، سود علی‌الحساب و سود تحقق یافته است که عملکرد چند سال گذشته نیز همین موضوع را حکایت می‌کند. در این صورت، چنین تضمینی با ماهیت عقد شرکت – مشارکت در سود و زیان – منافات داشته، اوراق مشارکت را به اوراق قرضه نزدیک می‌کند.

ه- صکوک مرابحه

بر اساس مصوبات کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار[1] مبانی فقهی صکوک مرابحه به شرح ذیل است:

۱. صکوک مرابحه نوع اول (صکوک مرابحه جهت خرید دارایی) و چهارم (صکوک مرابحه رهنی) که مبتنی بر قراردادهای بیع مرابحه، وکالت و خرید دین است به اعتقاد مشهور فقهی شیعه اشکالی ندارد و می‌تواند مورد استفاده قرار گیرد.

۲. صکوک مرابحه نوع دوم (صکوک مرابحه جهت تهیه نقدینگی) که مبتنی بر قراردادهای بیع العینه غیرمجاز، وکالت و خرید دین است، از نظر فقه شیعه و سنی اشکال دارد و نمی‌تواند مورد استفاده قرار گیرد.

۳. صکوک مرابحه نوع سوم (صکوک مرابحه جهت تشکیل سرمایه شرکت‌های تجاری) که مبتنی بر قراردادهای وکالت و مرابحه مستمر و فروش سهم الشرکه تجاری است، از نظر فقه شیعه و سنی اشکال ندارد و می‌تواند مورد استفاده قرار گیرد.

در ارتباط با ماهیت فقهی اوراق مرابحه مطالعاتی نیز صورت گرفته است که در زیر به اهم نتایج برخی از این مطالعات اشاره می‌گردد (موسویان، ۱۳۸۸ و ۱۳۹۰ و میسمی، ۱۳۹۰):

۱- قرارداد مرابحه یکی از معاملات مشروع و از اقسام بیع است (علامه حلی).

۲- کسی که جنس را به بیع مرابحه می‌فروشد، باید به شرایط زیر عمل کند:

الف) هم بایع (فروشنده) و هم مشتری باید رأس المال (قیمت مال یا ارزش سرمایه) و مقدار سود را در وقت عقد بدانند، یعنی رأس المال و سود باید برای بایع و مشتری در زمان عقد معلوم باشد و در صورتی که معلوم نباشد، باطل است (عاملی).

ب) هرگاه در نتیجه عمل بایع و یا دیگری در قیمت کالا افزایشی حاصل شود، لازم است که بهای خرید و اجرت آن بیان گردد (عاملی).

د) در قرارداد مرابحه، فروشنده باید قیمت واقعی مبیع را بیان کند و اگر معلوم شود که قیمت مبیع کمتر از مبلغی بوده که فروشنده اظهار داشته، خریدار بین رد و قبول آن به همان

---

۱. سازمان بورس و اوراق بهادار اسلامی، مدیریت پژوهش توسعه و مطالعات اسلامی، کمیته تخصصی فقهی: www.rdis.ir

مبلغ مختار است (امام خمینی).

و) اگر کسی کالایی را به دیگری بفروشد، خریدار می‌تواند کالای مزبور را پس از قبض و دریافت، به قیمت بالاتر یا کمتر و به نقد و نسیه خریداری کند ولی پیش از قبض و دریافت کالا، مکروه است (علامه حلی).

۶ - صکوک جعاله

از نظر فقهی افزون بر قرارداد محوری جعاله، تمام معامله‌های به‌کاررفته در بازار اولیه صکوک جعاله مورد اتفاق فقیهان است و نسبت به معامله‌های بازار ثانویه صکوک نیز غیر از معامله خرید و فروش دین که با نظر مشهور فقیهان و قوانین مدنی ایران مطابق است، دیگر قراردادها مورد اتفاق فقیهان است. بنابراین به اعتقاد کمیته فقهی، طراحی این صکوک با مشکل فقهی خاصی روبه‌رو نخواهد بود. موسویان و همکاران (۱۳۸۸)، در تحقیقات خود به این نتیجه رسیدند که در بازار اولیه و ثانویه صکوک جعاله چند معامله صورت می‌گیرد که برخی مشترک و برخی مختص نوع خاصی از صکوک جعاله هستند. به صورت اجمال می‌توان گفت که تمام معامله‌ها بر اساس فقه امامیه صحیح یا قابل تصحیح است.

بررسی ریسک اوراق و مدیریت صکوک منتخب

الف) صکوک اجاره

ریسک‌های صکوک اجاره را می‌توان بر اساس نوع بازار به ریسک‌های بازار اولیه، بازار ثانویه و ریسک‌های مرتبط با دارایی تقسیم کرد و مورد بررسی قرار داد. در جدول ۲ ریسک‌های صکوک اجاره بر اساس این تقسیم‌بندی بیان شده است.

جدول ۲. ریسک‌های صکوک اجاره

	انواع ریسک	توضیحات
ریسک بازار اولیه	ریسک جمع‌آوری وجوه به میزان کافی	در مواردی که دارایی به صورت یک کل منسجم باشد، شرکت تأمین سرمایه باید لزوماً از طریق تعهد پذیره‌نویسی اوراق را منتشر کند تا بدین وسیله ریسک «جمع آوری وجوه نقد به میزان لازم جهت خرید دارایی» پوشش داده شود.
	ریسک سوءاستفاده واسطه از وجوه دریافتی	از آنجا که واسط با انتشار صکوک اجاره اقدام به جمع‌آوری وجوه نقد می‌کند، لذا ممکن است از وجوه نقد دریافتی سوءاستفاده کند.
	ریسک عدم فروش کالا به واسط	ممکن است واسط پس از انتشار اوراق و جمع‌آوری وجوه نقد، جهت خرید دارایی به تولیدکننده (یا بانی در صکوک نوع دوم) مراجعه کند، ولی تولیدکننده دارایی را به واسط نفروشد.

		انواع ریسک	توضیحات
		ریسک عدم اجاره کالا توسط بانی	در مرحله بعد، دارایی که به وکالت از سرمایه‌گذاران در اختیار واسط است، باید به بانی اجاره داده شود. در این حالت ممکن است بانی از اجاره دارایی به دلایلی منصرف شود.
ریسک بازار ثانویه	ریسک‌های مالی	ریسک نرخ سود (اجاره‌بها)	ریسک نرخ سود عبارت است از تغییری که در ارزش اوراق بهادار، به دلیل تغییر در نرخ بازده سایر فرصت‌های سرمایه‌گذاری اتفاق می‌افتد.
		ریسک اعتباری	به احتمال پرداخت به موقع تعهدات مالی یک ناشر، ریسک اعتباری گفته می‌شود.
		ریسک نقدینگی	احتمال ناتوانی شرکت در ایفای تعهدات مالی کوتاه مدت، ریسک نقدینگی نامیده می‌شود.
		ریسک تورم	ریسک تغییرات سطح عمومی قیمت‌ها به عنوان ریسک قدرت خرید نیز شناخته می‌شود.
		ریسک نقد شوندگی	نقد شوندگی یکی از اصلی‌ترین عوامل مؤثر در انتخاب اوراق بهادار به حساب می‌آید (نقد شوندگی یک ورقه بهادار عبارت است از سهولت معامله ورقه بهادار در یک بازار خاص).
		ریسک بازار	ریسک بازار به صورت فطری در اوراق بهادار قابل معامله در بازارهای ثانویه وجود دارد و به هیچوجه نمی‌توان با متنوع ساختن پرتفوی آن را از بین برد.
		ریسک سرمایه‌گذاری مجدد	ریسک سرمایه‌گذاری مجدد، مربوط به دارایی‌های مالی است که بیش از یک جریان نقدی دارند.
		ریسک اعمال اختیارات	مهندسان مالی جهت طراحی ابزارهای مناسب، در برخی مواقع اقدام به طراحی اوراقی با ویژگی‌های خاص می‌کنند. بر این اساس برخی از اوراق بهادار اسلامی دارای یک سری از اختیارت برای طرفین (ناشر و سرمایه‌گذاران) هستند.
		ریسک نرخ ارز	اکثر صکوک منتشرشده در دنیا به صورت بین‌المللی بوده و بنابراین نوسانات نرخ ارز بر آن تأثیر می‌گذارد.
		ورشکستگی نهادهای مالی	از آنجا که ممکن است واسط، فعالیت‌هایی غیر از انتشار اوراق را نیز بر عهده داشته باشد، ممکن است این فعالیت‌ها بر واسط تأثیر منفی گذاشته و آن را با خطر ورشکستگی مواجه سازد.
	ریسک‌های غیرمالی	ریسک سیاسی	این ریسک از تحولاتی ناشی می‌شود که توسط تصمیم دولت‌ها به وجود آمده و به اشکال گوناگون سرمایه‌گذاری را با مشکل روبرو می‌کند.
		ریسک قوانین و مقررات	ریسک قوانین و مقررات یکی از انواع مهم ریسک سرمایه‌گذاران است.
		ریسک (شریعت)	ریسک شریعت به کاهش ارزش دارایی در نتیجه تخطی از رعایت الزامات شرعی اشاره دارد (Tariq, ۲۰۰۷: ۴۹).
ریسک‌های مرتبط با دارایی		ریسک از بین رفتن کلی یا جزئی دارایی	بنا به دلایل غیرمترقبه مثل زلزله بخشی از دارایی یا کل آن از بین می‌رود.
		ریسک استهلاک تدریجی دارایی	در صورتی که دارایی استهلاک‌پذیر باشد نرخ و میزان

	انواع ریسک	توضیحات
		استهلاک در امیدنامه که توسط ناشر منتشر می‌شود، به صورت دقیق آورده خواهد شد و سرمایه‌گذاران با اطلاع از میزان استهلاک اقدام به خرید اوراق می‌کنند.
	ریسک هزینه‌های غیرعملیاتی	بر اساس قوانین فقهی و حقوقی، هزینه‌های غیرعملیاتی یا هزینه‌های غیر جاری دارایی موضوع قرارداد اجاره، بر عهده موجر است.

مأخذ: سروش و صادقی، ۱۳۸۶ و پاک‌نیت، ۱۳۹۱: ۱۱۷

صکوک اجاره یکی از ابزارهای جدید اسلامی مبتنی بر عقد اجاره است که بعد از طراحی و انتشار در بعضی از کشورهای عربی، در ایران نیز به شیوه جدیدی طراحی و عملیاتی شده است. این صکوک برای سرمایه‌گذاران دارای ریسک‌های متعددی بوده که برخی از این ریسک‌ها را با روش‌هایی که در جدول ۳ بیان خواهد شد، می‌توان پوشش داد. در جدول ذیل خلاصه برخی از این روش‌ها آورده شده است.

جدول (۳). روش‌های پوشش انواع ریسک صکوک اجاره

نوع ریسک	روش پوشش
ریسک جمع‌آوری وجه‌ها به میزان کافی	کالا قابل افراز باشد. ریسکی وجود ندارد.
	کالا قابل افراز نباشد. از راه تعهد پذیره‌نویسی
ریسک سوءاستفاده واسط از وجه‌های دریافتی	پدید آوردن حساب مشترک امین و بانی
ریسک عدم فروش کالا به واسط	قرارداد صلح، بیع نسیه، ضمانت‌نامه بانکی یا وجه التزام
ریسک عدم اجاره کالا توسط بانی	ضمانت‌نامه بانکی یا وجه التزام
ریسک اعتباری	استفاده از رتبه اعتباری، ضمان یا تضمین
ریسک نقدینگی	بازخرید، وجود اختیارات و پدید آوردن بازار ثانویه
ریسک سرمایه‌گذاری مجدد	طراحی اوراق
ریسک نرخ ارز	سوآپ ارز، تطابق سررسیدهای دو طرف ترازنامه
ریسک قوانین و مقررات	ثبات قوانین، سازمان بورس
ریسک بعدهای شرعی (شریعت)	کمیته فقهی تخصصی سازمان بورس

مأخذ: همان.

ب) صکوک استصناع

در این قسمت، ریسک صکوک استصناع بر اساس نوع بازارها مورد بررسی قرار خواهد گرفت و برخی از راهکارهای مدیریت و کاهش این ریسک‌ها معرفی می‌شوند. می‌توان انواع ریسک صکوک استصناع بر اساس نوع بازارها و راهکارهای ارائه‌شده جهت پوشش ریسک‌های مرتبط با صکوک استصناع را در جدول ۴ خلاصه نمود.

جدول ۴. انواع ریسک صکوک استصناع و راهکارهای ارائه‌شده

جهت پوشش ریسک‌های مرتبط با آن

انواع ریسک	توضیحات	روش‌های پوشش
۱- ریسک‌های بازار اولیه		
عدم قبول پروژه توسط پیمانکار	ممکن است بانک سرمایه‌گذاری پس از انتشار اوراق و واگذاری آنها و دریافت وجوه حاصله، جهت واگذاری پروژه به پیمانکاران یا بانک تجاری مراجعه نماید اما آنها از پذیرش پروژه منصرف شده باشند.	قرارداد صلح، ضمانت‌نامه بانکی، وجه التزام
عدم قبول پروژه پس از اتمام توسط بانک	زمانی که کالای ساخته‌شده آن طور که مد نظر سفارش‌دهنده بوده است، نباشد و یا بانی به هر دلیلی از پذیرش آن سرباز زند و به این دلیل از تعهدات خود امتناع ورزد، احتمال وقوع این ریسک وجود دارد.	قرارداد صلح، ضمانت‌نامه بانکی، وجه التزام، تبدیل عقد استصناع به جعاله
سوءاستفاده واسط از وجوه دریافتی	از آنجا که واسط با انتشار صکوک استصناع اقدام به جمع‌آوری وجوه نقد می‌نماید لذا ممکن است از وجوه نقد دریافتی سوءاستفاده نموده و وجوه را در فعالیتی به کار گیرد که از سوی بانی مجاز شمرده نشود.	افتتاح حساب مشترک بین واسط و امین
عدم تمایل برای خرید اوراق توسط نهادهای واسطه‌ای	ممکن است پیمانکارانی که به هر دلیل در آغاز پروژه تمایل به دریافت صکوک استصناع به جای وجوه نقد داشته‌اند، زمانی بخواهند این اوراق را در بازار اولیه به بانک‌های تجاری و نهادهای دیگر بفروشند، با مشکل عدم تقاضا برای این اوراق مواجه شوند و دچار کمبود نقدینگی در طول پروسه تولید شوند.	الحاق اختیار فروش به وسیله قرارداد صلح
عدم تعدیل	پس از اینکه بانی توسط بانک سرمایه‌گذاری اقدام به انتشار صکوک استصناع نمود، آنگاه به واسطه پرداخت اوراق به پیمانکار و یا به وسیله فروش اوراق در بازار، اقدام به واگذاری پروژه می‌نماید. ریسکی که ممکن است متوجه بانی شود، این است که شرایط در آینده مثلاً به دلیل تغییر قیمت مواد و مصالح و در نتیجه افزایش قیمت پیشنهادی، پیمانکاران را برای اجرای طرح، آن طور که مورد انتظار او بوده است، پیش نبرد.	انتشار اوراق با سر رسید کوتاه مدت برای هر مرحله از طرح
۲- ریسک‌های بازار ثانویه		
الف) ریسک‌های سیستماتیک[1]: این ریسک‌ها عبارت‌اند از نوسانات قیمتی که به روند کلی بازار بورس نسبت داده می‌شود و به ماهیت خود اوراق و وضعیت اقتصادی انتشاردهنده آن مربوط نمی‌شود بلکه متأثر از سیکل‌های تجاری، موقعیت سیاسی، اقتصادی و اجتماعی کشور و وضعیت اقتصاد جهانی است (کمیجانی و نظر پور، ۱۳۸۶).		
تورم (قدرت خرید)	در صورتی که نرخ تورم در دوره‌ای پیش از نرخ بازده صکوک استصناع باشد، دارندگان این اوراق در اثر کاهش ارزش پول از قدرت خرید کمتری برخوردار خواهند بود.	دقت در پیش‌بینی تورم، انتشار اوراق با سر رسید کوتاه مدت برای هر مرحله از طرح
نوسان نرخ ارز	احتمال ضرر بر اثر تغییر ارزش واحد پول یک کشور نسبت به واحد پول کشور دیگر را ریسک نرخ ارز گویند.	۱- هجینگ[2] ارزی؛ ۲- سوآپ[3] ارزی.
سیاسی	چنانچه صکوک استصناع برای تأمین مالی پروژه‌های بین‌المللی منتشر شوند و یا اینکه سرمایه‌گذاران خارجی اقدام به خرید صکوک پروژه‌های داخلی نمایند، احتمال مواجهه با ریسک سیاسی تقویت می‌شود.	بیمه (برای زمانی که امکان مصادره وجود دارد).
ب) ریسک‌های غیر سیستماتیک: این ریسک‌ها آن قسمت از کل ریسک مجموعه سهام را که مختص یک شرکت یا صنعت خاص در بازار بورس است، نشان می‌دهند. عواملی که باعث پدید آمدن ریسک‌های غیر سیستماتیک می‌شوند عبارت‌اند از کالاها و خدمات تولیدی		

1. Nondeversifiable Risk

2. Hedging

3. Swap

انواع ریسک	توضیحات	روش‌های پوشش
شرکت یا صنعت، اقدامات رقیبان، نوع مدیریت و ساختار هزینه‌های شرکت.		
اعتباری (عدم پرداخت)	در ادبیات مالی، «ریسک نکول[1]» عبارت است از اینکه طرف قرارداد نتواند به تعهد خود عمل کند. ریسک نکول[2]، در این معنای گسترده همه جا وجود دارد و هیچ دادوستد و معامله‌ای نیست که در آن احتمال نکول یک یا دو طرف قرارداد وجود نداشته باشد.	ضمانت وزارت امور اقتصادی و دارایی و مجوز رسمی سازمان بورس، مشتقات اعتباری، ضامن (بیمه)، توجه به رتبه اعتباری بانی
عدم نقد شوندگی	احتمال عدم تبدیل اوراق بهادار به نقدینه را ریسک عدم نقد شوندگی گویند.	واگذاری اختیار فروش
نرخ بازده (هزینه فرصت سرمایه‌گذاری)	ریسک نرخ بازده عبارت است از تغییری که در ارزش اوراق بهادار، به دلیل تغییر در نرخ بازده سایر فرصت‌های سرمایه‌گذاری اتفاق می‌افتد (سروش و صادقی، ۱۶۸:۱۳۸۶).	تقسیم طرح به فازهای مختلف و پذیره‌نویسی برای هر فاز
سرمایه‌گذاری مجدد	این نوع ریسک مربوط به دارایی‌های مالی است که بیش از یک جریان نقدی دارند و به صورت فراهم نبودن زمینه و امکان سرمایه‌گذاری مجدد می‌شود (همان: ۱۷۳).	واگذاری اختیار خرید
قانونی	این ریسک ناشی از عدم موفقیت در اجرای قوانین اجرا و نیازمندی‌های قانونی است.	ضمانت وزارت امور اقتصادی و دارایی و مجوز رسمی سازمان بورس
شریعت	ریسک شریعت به کاهش ارزش دارایی در نتیجه تخطی از رعایت الزامات شرعی اشاره دارد. چون فروش صکوک استصناع در بازار بورس با مانعی مواجه نخواهد شد.	کمیته فقهی تخصصی سازمان بورس

مأخذ: نظر پور و خزائی، ۱۳۸۹: ۳ و ۱۳۹۱: ۱۸۳.

با توجه به راهکارهای ارائه‌شده در جدول فوق برای پوشش ریسک صکوک استصناع، می‌توان استنتاج نمود که پوشش ریسک این اوراق در بازار بورس به راحتی صورت می‌پذیرد و خریدارانی که این اوراق را در پرتفوی سرمایه‌گذاری خود دارند، از جانب این اوراق، ریسک بسیار کمی متوجه شان خواهند بود.

1. Default Risk

۲. گرچه ریسک نکول زیر مجموعه ای از ریسک اعتباری است اما غالباً ریسک نکول و ریسک اعتباری را معادل هم در نظر می‌گیرند.

ج) صکوک مضاربه

صکوک مضاربه به مثابه یک ابزار مالی اسلامی است که مانند دیگر ابزارهای مالی، ریسک‌هایی دارد. با توجه به ادبیات موضوع و با در نظر گرفتن مکانیزم و سازوکار صکوک مضاربه، نقش ارکان اصلی این‌گونه صکوک و روابط و قراردادهای میان آنها، تعدادی از ریسک‌های این ابزار را می‌توان شناسایی کرد. در جدول زیر ریسک‌های موجود در صکوک مضاربه بر اساس انواع ریسک‌های سرمایه‌گذاران، ریسک‌های بانی و ریسک‌های واسط طبقه‌بندی شده‌اند.

جدول (۵): رتبه‌بندی ریسک‌های صکوک مضاربه

ریسک‌های صکوک مضاربه	دوره	انواع ریسک	توضیحات
ریسک‌های سرمایه‌گذاران	دوره اول	بازار	ریسک بازار عبارت است از تغییر در بازده که از نوسانات کلی بازار ناشی است.
		نقد شوندگی	این ریسک سبب ناتوانی بانی در ایفای تعهدات مالی کوتاه مدت می‌شود و از ریسک‌های مهم برای بانی شمرده می‌شود.
		نرخ سود بانکی	نوسان نرخ سود بانکی به ایجاد این ریسک در دارایی‌ها منجر می‌شود. قیمت اوراق بهادار کاهش و با کاهش سود بانکی، قیمت اوراق بهادار افزایش می‌یابد.
		سرمایه‌گذاری دوباره	به صکوک مضاربه‌ای مربوط است که بیش از یک جریان نقدی دارند و سرمایه‌گذار نتواند با نرخ دلخواهش دوباره سرمایه‌گذاری کند.
		ارز	احتمال ضرر بر اثر تغییر ارزش واحد پول یک کشور نسبت به واحد پول کشور دیگر را ریسک نرخ ارز گویند.
		تورم	این‌گونه ریسک با نوسان نرخ سود بانکی هم راستا است.
		اعتباری	در صکوک مضاربه به احتمال باز نگشتن اصل و سود علی‌الحساب، ریسک اعتباری گفته می‌شود.
	دوره دوم	نوسان قیمت کالا	نوسانات قیمت کالا موجب ایجاد ریسک در صکوک مضاربه می‌گردد.
		از میان رفتن اصل با عدم تفریط	در صورتی که دارایی موضوع قرارداد مضاربه، به هر دلیلی از میان برود، سرمایه‌گذاران (دارندگان صکوک و مالکین اصلی دارایی) زیان خواهند دید.
		تعهدات مضاربه	وجوهی که به وکالت از سرمایه‌گذاران در اختیار واسط است باید به بانی مضاربه داده شود. در این حالت ممکن است بانی از مضاربه دارایی منصرف شود.
ریسک‌های بانی	دوره اول	بازار پذیری	کاهش روی آوردن سرمایه‌گذاران به این شیوه، تأمین مالی و عوامل دیگری مانند کارآیی اطلاعاتی و نیز تعداد معامله گران در بازار به این ریسک می‌انجامد.
		نقدینگی	درباره صکوک مضاربه ریسک نقدینگی ریسکی است که بانی توان فروش محصولات یا خدمات خود را به قیمت متداول بازار ندارد.
		قوانین و مقررات	احتمال تغییر قوانین و مقررات صکوک و قوانین مالیاتی آن سبب پدید آمدن این ریسک می‌شود.
	دوره دوم	رتبه‌بندی پایین	ممکن است بنا به دلایلی صکوک از طرف مؤسسه رتبه‌بندی اعتباری، رتبه پایین بگیرد.
ریسک‌های واسط	دوره اول	ورشکستگی	بدهی فراوان ناشی از فعالیت‌هایی غیر از انتشار اوراق ممکن است مؤسس مالی را ورشکست کند.
		فسخ قرارداد اولیه	ممکن است واسط پس از انتشار اوراق و جمع‌آوری وجوه نقد، به بانی مراجعه کند، اما بانی از ادامه عملیات منصرف باشد.

مأخذ: موسویان و شیر مردی، ۱۳۹۰: ۱۴۵ و موسویان و همکاران، ۱۳۸۹.

به نظر می‌رسد راهکارها و پیشنهادهای ذیل می‌تواند به حل مشکل‌های برخاسته از وجود گونه‌های مختلف ریسک در توسعه ابزارهای مالی اسلامی کشور و بخصوص ریسک‌های صکوک مضاربه کمک شایانی کند:

۱- بررسی فقهی، حقوقی و اقتصادی روش‌های پوشش ریسک‌های صکوک مضاربه؛

۲- تلفیق روش‌های کمّی و کیفی در پیش‌بینی و اندازه‌گیری ریسک‌های گونه‌های صکوک، بخصوص صکوک مضاربه؛

۳- تعیین روش‌های قیمت‌گذاری صکوک مضاربه با محاسبه ریسک و بازده این اوراق؛

۴- ایجاد مؤسسه‌های رتبه‌بندی بین‌المللی در بازار سرمایه ایران برای رتبه‌بندی اوراق بهادار اسلامی.

د) صکوک مشارکت، مرابحه و جعاله

در جدول ۶ مهمترین ریسک صکوک مشارکت، مرابحه و جعاله بیان خواهد شد. لازم به ذکر است که ریسک‌های مربوطه در ۳ سطح بالا، متوسط و پایین تقسیم‌بندی شده است.

جدول (۶): بررسی مهمترین ریسک‌های صکوک مشارکت، مرابحه و جعاله

انواع ریسک	توضیحات	صکوک مشارکت	صکوک مرابحه	صکوک جعاله
ریسک اعتباری	به احتمال باز نگشتن اصل و سود علی‌الحساب، ریسک اعتباری گفته می‌شود.	بالا است.	بالا است.	متوسط است.
ریسک سازگاری با شریعت	ریسک شریعت به کاهش ارزش دارایی در نتیجه تخطی از رعایت الزامات شرعی اشاره دارد.	پایین است.	بالا است.	متوسط است.
ریسک قیمت	ریسکی که همه اوراق بهادار با آن مواجه‌اند، ریسک تورم یا قدرت خرید است.	متوسط است.	بالا است.	پایین است.
ریسک نقدینگی	ریسک نقدینگی دارایی به توانایی شرکت در به دست آوردن وجه نقد کافی برای پرداخت بدهی‌های خود مربوط است.	متوسط است.	بالا است.	بالاست.
ریسک نرخ سود	ریسک نرخ سود عبارت است از تغییری که در ارزش اوراق بهادار، به دلیل تغییر در نرخ بازده سایر فرصت‌های سرمایه‌گذاری اتفاق می‌افتد.	متوسط است.	بالا است.	بالا است.
ریسک نرخ ارز	در صورتی که ابزار مالی به صورت بین‌المللی منتشر شود، ریسک نرخ ارز برای آن دارایی انکارناپذیر خواهد بود.	پایین است.	پایین است.	پایین است.

مأخذ: موسویان،۱۳۹۰: ۳۳، نقدی، ۱۳۹۰: ۱۷۵، میسمی، ۱۳۹۱: ۸۵، سروش، ۱۳۸۶: ۴۴، موسویان، ۱۳۸۸: ۹ و نظر پور و خزائی، ۱۳۹۱: ۱۳۹

قابلیت عرضه در بازار ثانویه

به طور کلی می‌توان صکوک را به دو دسته کلی تقسیم نمود: صکوک غیرانتفاعی و صکوک انتفاعی.

از آنجا که خریداران صکوک غیرانتفاعی (نظیر صکوک وقف و یا قرض‌الحسنه) تنها با نیت خیرخواهانه اقدام به خرید این اوراق نموده و قصد دارند با تملک این اوراق برای مدت زمانی معین، در امور خیرخواهانه‌ای چون وقف و قرض‌الحسنه که به واسطه انتشار این اوراق صورت می‌پذیرد، سهیم باشند، شکل‌گیری بازار ثانویه این‌گونه که مورد نظر این مقاله است (یعنی بازاری که دادوستد دست دوم اوراق به منظور رسیدن به سود مادی صورت می‌پذیرد و زمینه‌ساز رشد بازارهای مالی و اعتلای رشد اقتصادی را فراهم می‌آورد) برای این اوراق امکان‌پذیر نبوده و لذا به مباحث مربوط به بازار ثانویه آنها پرداخته نمی‌شود.

گروه دیگر صکوک، صکوک انتفاعی هستند که به صورت زیر قابل تقسیم هستند:

۱- صکوک مبتنی بر خرید و فروش دین: گروهی از اوراق بهادار اسلامی چون صکوک استصناع، مرابحه رهنی و اسناد خزانه اسلامی از جهت بازدهی به گونه‌ای طراحی‌شده‌اند که خرید و فروش آنها پس از انتشار اولیه نوعاً به کمتر از مبلغ اسمی درج‌شده بر اوراق بر اساس تنزیل دینی که آن اوراق حکایت از آن دین دارد، صورت می‌پذیرد و صاحبان اوراق در مدت زمان مشخص به سود معینی که مابه‌التفاوت نرخ خریداری‌شده و مبلغ اسمی در سررسید است، دست می‌یابند.

۲- صکوک مبتنی بر خرید و فروش دارایی: دادوستد این نوع از اوراق بهادار اسلامی در بازار ثانویه مبتنی بر خرید و فروش دارایی است، مانند صکوک اجاره و اجاره به شرط تملیک، مشارکت، مضاربه، مزارعه و مساقات و برخی انواع مرابحه. بازدهی این اوراق بسته به نوع عقدی که در آنها به کار گرفته شده است، می‌تواند ثابت یا متغیر باشد.

۳- صکوک مبتنی بر خرید و فروش منفعت: نمونه آن صکوک منفعت است. صاحبان این اوراق در منافع حاصل از استفاده از یک دارایی شریک هستند.

۴- صکوک مبتنی بر خرید و فروش دارایی‌های آتی: خریدار این اوراق (صکوک سلف) در واقع مالک دارایی خواهد بود که قرار است در آینده ساخته و تحویل وی گردد (نظر پور، خزائی، ۱۳۹۱: ۱۳۹ و ۱۸۳).

صکوک در عرصه بین الملل

در ارتباط با تاریخچه انتشار صکوک اجمالاً می‌توان اینگونه مطرح نمود که اولین تلاش‌ها برای غلبه بر مسأله نقدینگی که بانک‌های اسلامی با آن مواجه بودند، توسط بانک مرکزی مالزی در سال ۱۹۸۳ و پس از آن انجام شد که نخستین بانک اسلامی مالزی شروع به کار کرد. این بانک از اوراق بهادار دولتی یا اسناد خزانه که بهره پرداخت می‌کردند، استفاده نکرد و اوراق بی‌بهره ای با نام گواهی سرمایه‌گذاری دولتی منتشر کرد که نقطه آغازین انتشار صکوک در عرصه بین

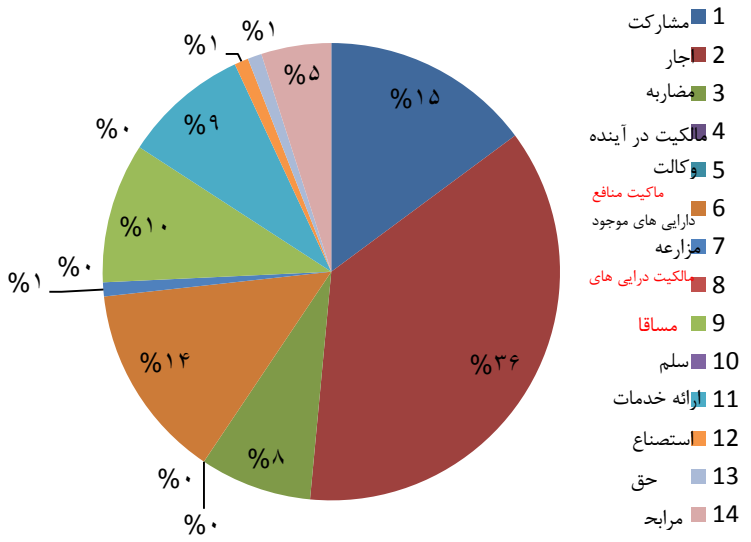
المللی بود. در نمودار ۱ روند انتشار صکوک طی سال‌های ۲۰۰۰ تا ۲۰۰۶ مشاهده می‌شود که نشان دهنده استقبال کشورهای اسلامی و حتی کشورهای آفریقایی مانند گامبیا و کشور غیر اسلامی مانند انگلیس می‌باشد.

نمودار (۱): انتشار اوراق صکوک دولتی و شرکتی بین سال‌های ۲۰۰۰ تا ۲۰۰۶

منبع: صادقی، ۱۳۹۰

در نمودار ۲ ترکیب اوراق صکوک طی سال‌های ۲۰۰۱ تا ۲۰۰۷ به تصویر کشیده است. مشاهده می گردد که بیشترین نوع صکوک منتشره طی این سال‌ها به ترتیب صکوک اجاره (با ۳۶ درصد)، مشارکت (با ۱۵ درصد)، صکوک مالکیت منافع دارایی‌های موجود (با ۱۴ درصد) صکوک مساقات (با ۱۰ درصد) و صکوک ارائه خدمات (با ۹ درصد) می‌باشد.

نمودار (۲): ترکیب اوراق صکوک منتشر شده در دنیا در سال‌های ۲۰۰۷



منبع: صادقی، ۱۳۹۰

با توجه به آخرین آمار موجود حدوداً نزدیک به ۵/۷ میلیارد دلار صکوک در سال ۲۰۱۱ منتشر شده که نسبت به دوره مشابه در سال قبل آن، ۹۰ درصد افزایش نشان می‌دهد. بجز انتشار دوره ای صکوک توسط بانک های مرکزی بحرین و گامبیا، ناشر بیشترین میزان صکوک در سپتامبر ۲۰۱۱، مالزی بوده است. می‌توان در ارتباط با حجم، ترکیب و ساختار انتشار صکوک در سال ۲۰۱۱، به طور خلاصه به موارد زیر اشاره نمود:

۱- میزان انتشار جهانی صکوک با ۵۲ درصد افزایش در سال ۲۰۱۱ نسبت به دوره مشابه سال قبل به مبلغ ۲۰ میلیارد دلار آمریکا رسیده است.

۲- ۸۳ درصد صکوک منتشر شده در سال ۲۰۱۱ در مالزی منتشر شده است و بعد از آن کشورهای منطقه خاور میانه و شمال آفریقا (MENA) با ۱۶ درصد در رده دوم قرار دارند.

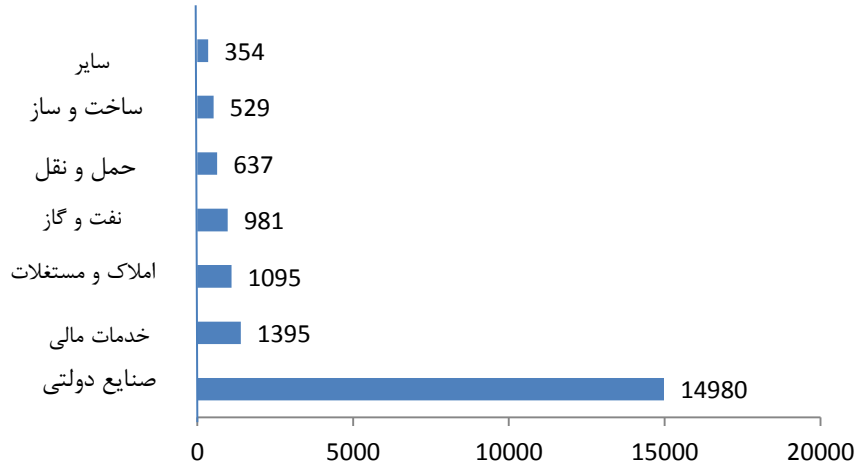
۳- صکوک دولتی بیشترین سهم را به خود اختصاص داده‌اند. در رتبه های بعدی به ترتیب بخش‌های

خدمات مالی، املاک و مستغلات، نفت و گاز، حمل و نقل و ساخت و ساز می‌باشند (نمودار ۳).

۴- کشورهای مالزی، امارات متحده عربی، عربستان، بحرین، کویت، قطر، اندونزی، پاکستان و گامبیا به ترتیب منتشر کننده بیشترین میزان صکوک در سال ۲۰۱۱ بوده‌اند.

۵- بر اساس ماهیت و نوع صکوک منتشر شده در سال ۲۰۱۱ بیشترین صکوک منتشر شده عبارت بوده‌اند از صکوک مرابحه، وکالت، اجاره و صکوک مضاربه و مشارکت. لازم به ذکر است که ۵۲ درصد از کل صکوک منتشر شده در این سال از نوع صکوک مرابحه بوده است.

نمودار (۳): حجم صکوک منتشر شده بر اساس هر بخش (۳ ماهه سوم ۲۰۱۱)



مأخذ: واحد تحقیق و توسعه شرکت تأمین سرمایه نوین، ۱۳۹۰

مقایسه تطبیقی قابلیت‌های صکوک منتخب (از منظر کاربردی)

در بخش قبل مقایسه نسبی میان صکوک منتخب از منظر معیارهای عمده‌ای که وجه تمایز صکوک می‌باشند با رویکرد نظری صورت گرفت و مشاهده گردید که صکوک منتخب با اینکه قابلیت‌های کاربردی یکسانی دارند ولی از لحاظ ماهیت با یکدیگر متفاوت هستند. در این بخش با رویکردی کاربردی و باهدف شناسایی قابلیت‌های هر یک از انواع صکوک منتخب در به‌کارگیری جهت تأمین مالی بخش صادرات غیر نفتی، مقایسه نسبی میان آنها در دستور کار قرار می‌گیرد. بدین منظور هر یک از ویژگی‌های این اوراق (که در بخش ۳ مورد بررسی قرار گرفت) از منظر کاربردی - عملیاتی به شاخص‌ها و معیارهایی (به شرح زیر) تقسیم‌شده و متعاقباً مبانی مقایسه تطبیقی اوراق قرار می‌گیرند.

۱- بعد ساختاری، شامل: کاربرد در تأمین مالی بخش صادرات، حجم عملیات تجاری، دوره زمانی، اهرم مناسب برای جذب سپرده‌ها، بازدهی، نحوه اخذ مجوز انتشار، ارکان انتشار، مدت انتشار، فروش و پرداخت سود، ملاحظات مربوط به سود، هدف از انتشار، ویژگی‌های ناشر، ابزاری مالی انتفاعی، شرایط دارایی، قابلیت رتبه‌بندی، قابلیت انتشار با ارز خارجی، قوانین مالیاتی، تنوع در صکوک و قابلیت ترکیب با یکدیگر.

۲- مبانی فقهی، شامل: ملاحظات ماهیتی و ملاحظات فقهی.

۳- ریسک، شامل: ریسک اعتباری، ریسک شریعت، ریسک نرخ بهره، ریسک نرخ ارز، ریسک نقدینگی، ریسک انعطاف‌پذیری نهادی و ریسک قیمت.

۴- بازار ثانویه، شامل: قابلیت معامله در بازار ثانویه (با رویکرد فقهی) و قابلیت فروش به مردم.

ملاحظه می‌شود با شکستن معیارهای اصلی به زیر معیارهای شناسایی‌شده عملاً ۳۰ شاخص مقایسه تطبیقی به دست می‌آید که می‌تواند مبنای مقایسه میان این اوراق قرار گیرد. لازم به ذکر است که دو شاخص تجربه عملیاتی در عرصه بین‌الملل و تجربه انتشار در ایران نیز به ۳۰ شاخص فوق اضافه می‌شوند تا جنبه کاربردی نتایج تقویت‌شده و در مجموع ۳۲ شاخص مقایسه تطبیقی صکوک به دست آید. نتایج در جدول ۷ منعکس شده است[۱].

جدول (۷): بررسی امکان‌پذیری انتشار صکوک شش‌گانه در بخش صادرات غیر نفتی در اقتصاد ایران

ردیف	موضوع	صکوک اجاره	صکوک استصناع	صکوک مضاربه (تجاری)
۱	کاربرد در تأمین مالی بخش صادرات[۲]	در تأمین مالی صادرات کالاهای سرمایه‌ای و بادوام مانند: صادرات انواع خودرو، تجهیزات، ماشین‌آلات و ... قابل استفاده است.	در تأمین مالی طرح‌های بزرگ اقتصادی مانند: راه‌سازی، احداث، سد، نیروگاه و ... قابل استفاده است.	در تأمین مالی صادرات کالاهای بازرگانی مانند کالاهای کشاورزی (مثل زعفران، پسته و زیره) یا کالاهای صنعتی مانند سنگ‌های تزیینی، فرش و... یا سایر کالاها قابل استفاده است.
۲	حجم عملیات تجاری (قابلیت	بر اساس ماهیت قابلیت انتشار در هر دو مقیاس (کوچک و بزرگ)	بر اساس ماهیت صکوک استصناع حجم تجارت در	بر اساس ماهیت قابلیت انتشار در هر دو مقیاس

۱. لازم به ذکر است که در انتخاب این شاخص‌ها از یافته های تحقیقی، مطالعات ندری و کارگر مطلق (۱۳۸۹)، سلیمی فر و همکاران (۱۳۹۰)، صالح آبادی و همکاران (۱۳۹۰)، قانون انتشار اوراق مشارکت (مصوب ۱۳۶۷/۰۶/۳۰، مجلس شورای اسلامی)، دستورالعمل انتشار اوراق اجاره (مصوب ۱۳۸۹/۰۵/۱۱، سازمان بورس اوراق بهادار اسلامی)، دستورالعمل انتشار اوراق مرابحه (مصوب ۱۳۹۰/۰۹/۲۶، سازمان بورس اوراق بهادار) و دستورالعمل انتشار صکوک استصناع (ارزی- ریالی)، در سیستم بانکی (مصوب ۱۳۹۱/۰۳/۲۷)، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران استفاده شده است.

۲. ندری و کارگر مطلق، ۱۳۸۹.

ردیف	موضوع	صکوک اجاره	صکوک استصناع	صکوک مضاربه (تجاری)
	انتشار در مقیاس کوچک و بزرگ)[۱]	وجود دارد.	مقیاس بالایی منطقی‌تر است.	(کوچک و بزرگ) را دارد.
۳	دوره زمانی[۲]	می‌تواند کوتاه مدت، میان‌مدت و یا بلندمدت تعریف شود.[۳]	بلندمدت	کوتاه مدت
۴	اهرم مناسب برای جذب سپرده‌ها[۴]	مناسب	مناسب تر	مناسب
۵	بازدهی (ثابت یا متغیر)[۵]	هر دو	بازدهی ثابت	بازدهی متغیر
۶	نحوه اخذ مجوز انتشار[۶]	۱. مجوز انتشار را سازمان بورس و اوراق بهادار صادر می‌کند. ۲. واسط اوراق موظف است، علاوه بر رعایت کلیه مقررات ثبت و عرضه عمومی اوراق بهادار، امیدنامه انتشار صکوک اجاره را به سازمان بورس اوراق بهادار ارائه نماید.	۱. مجوز انتشار را بانک مرکزی صادر می‌کند. ۲. برای صدور مجوز انتشار صکوک استصناع، اطلاعات مهم به تشخیص بانک مرکزی، توسط واسط به بانک مرکزی تحویل می‌گردد. ۳. صدور مجوز انتشار صکوک استصناع، منوط به ارائه پیش‌نویس قراردادهای موضوع این دستورالعمل شامل قرارداد استصناع، اجاره به شرط تملیک، عاملیت، ناظریت و ضمانت در چارچوب تعیین‌شده توسط بانک مرکزی است.	در شرایط حاضر به صورت رسمی دستورالعملی صادر نشده است.
۷	ارکان انتشار[۷]	بانی، امین، واسط، مؤسسه رتبه‌بندی اعتباری.	بانی (سفارش‌دهنده)، عامل (پیمانکار)، ناشر (واسط)، سرمایه‌گذاران، مؤسسه رتبه‌بندی اعتباری.	بانی، ناشر (واسط)، سرمایه‌گذاران (دارندگان صکوک مضاربه)، امین، شرکت تأمین سرمایه، مؤسسه رتبه‌بندی اعتباری.
۸	شمول مالیات	معاف	معاف	معاف
۹	مدت انتشار[۸]	مدت زمان اجاره نباید از ۸۰ درصد عمر مفید دارایی بیشتر باشد.	حداقل مدت زمان صکوک استصناع متناسب با دوره ساخت کالا خواهد بود.	پس از پایان طرح تجاری، نهاد واسط مبلغ اسمی صکوک را از بانی اخذ کرده و به سپرده‌گذاران

۱. یافته های تحقیق
۲. همان
۳. البته بیشتر صکوک اجاره کنونی سررسید ۳ تا ۵ ساله دارند.
۴. یافته های تحقیق
۵. لازم به ذکر است در نظام بانکی نوع بازدهی، گرایش بانک‌ها به بهره گیری از عقود مختلف را نشان می‌دهد. طی دو دهه اخیر، بانک‌ها بیشتر به استفاده از عقدهایی متمایل بوده‌اند که بازدهی ثابتی دارند زیرا این نوع عقدها همواره دارای ریسک کمتری بوده و باعث شده که بانک ها انگیزه کمتری به مشارکت در فعالیت‌های واقعی اقتصادی داشته باشند.
۶. در این بخش از مستندات قانون انتشار اوراق مشارکت (مصوب ۱۳۶۷/۰۶/۳۰، مجلس شورای اسلامی)، دستورالعمل انتشار اوراق اجاره (مصوب ۱۳۸۹/۰۵/۱۱، سازمان بورس اوراق بهادر اسلامی)، دستورالعمل انتشار اوراق مرابحه (مصوب ۱۳۹۰/۰۹/۲۶، سازمان بورس اوراق بهادار) و دستورالعمل انتشار صکوک استصناع (ارزی- ریالی)، در سیستم بانکی (مصوب ۱۳۹۱/۰۳/۲۷)، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران استفاده شده است.
۷. یافته‌های تحقیق
۸. همان

ردیف	موضوع	صکوک اجاره	صکوک استصناع	صکوک مضاربه (تجاری)
				بازپرداخت می‌نماید.
۱۰	فروش و پرداخت سود	فروش توسط واسط پرداخت سود توسط امین	فروش توسط نهاد مالی یا بانک پرداخت سود توسط عامل	نهاد واسط
۱۱	ملاحظه مربوط به سود (نحوه پرداخت و کیفیت توزیع سود)	۱. لزومی ندارد که اجاره‌بها حتماً به صورت وجه نقد پرداخت شود، بلکه هر نوع کالا یا دارایی مالی دیگر نیز می‌تواند با توافق طرفین به عنوان اجاره‌بها پرداخت شود. ۲. ناشرین اوراق طبق زمان‌بندی معین نسبت معینی از اصل سرمایه را به صورت سود به صاحبان اوراق پرداخت می‌کنند.	سود صکوک استصناع پس از بهره‌برداری از طرح یا حسب ملاحظات دولتی برابر حداقل سود می‌باشد.	۱. سود مضاربه متعلق به عامل و مالک است و اختصاص مقداری از سود به فرد سومی که نقشی در عملیات مضاربه ندارد، صحیح نیست. ۲. سهم هر کدام از مالک و عامل از سود به دست آمده، باید در ابتدای عقد مشخص شود. این مقدار باید برای هر کدام به صورت کسری از همه سود باشد. ۳. زمان تقسیم سود بعد از پایان مضاربه است؛ بنابراین، اگر مضاربه به هر دلیلی پایان یافت، کالای موجود به فروش می‌رسد و نقد می‌شود. سپس اصل سرمایه از آن کم می‌شود که دراین‌باره، زیان‌ها یا تلف‌های وارد بر سرمایه نیز از سود به دست آمده جبران می‌شود. سود باقیمانده به نسبت سهم هر یک از عامل و مالک تقسیم می‌شود.
۱۲	هدف از انتشار صکوک[1]	این صکوک باهدف تأمین مالی بانی منتشر می‌گردد.	هدف تأمین نقدینگی برای ساخت می‌باشد.	این صکوک باهدف تأمین مالی بانی منتشر می‌گردد.
۱۳	ابزار مالی انتفاعی	می‌باشد.	می‌باشد.	می‌باشد.
۱۴	ناشر	ناشر در صکوک اجاره دارای شرایط زیر می‌باشد: ۱. حداکثر نسبت بدهی به جمع دارایی ناشر باید ۹۰ درصد باشد. ۲. اظهارنظر مؤسسه حسابرسی معتمد سازمان بورس و اوراق بهادار، درباره آن به صورت اظهارنظر مردود یا عدم اظهارنظر نباشد.	هر شخص حقوقی که اوراق بهادار را منتشر می‌کند که می‌تواند یک بانک سرمایه‌گذاری و یا بانک‌های تجاری باشد.	هر شخص حقوقی که اوراق بهادار را منتشر می‌کند که می‌تواند یک بانک سرمایه‌گذاری و یا بانک‌های تجاری باشد.
۱۵	شرایط دارایی[2]	۱. هیچ‌گونه محدودیت یا منع	دارایی نباید موجود باشد و لازم	در مستندات به نکته

۱. همان

۲. در این بخش از مستندات دستورالعمل انتشار اوراق اجاره (مصوب ۱۳۸۹/۰۵/۱۱، سازمان بورس اوراق بهادار اسلامی)، دستورالعمل انتشار اوراق مرابحه (مصوب ۱۳۹۰/۰۹/۲۶، سازمان بورس اوراق بهادار) و دستورالعمل انتشار صکوک استصناع (ارزی – ریالی)، در سیستم بانکی (مصوب ۱۳۹۱/۰۳/۲۷)، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران استفاده شده است.

ردیف	موضوع	صکوک اجاره	صکوک استصناع	صکوک مضاربه (تجاری)
		قانونی، قراردادی یا قضایی برای انتقال دارایی، منافع و حقوق ناشی از آن وجود نداشته باشد. ۲. تصرف و اعمال حقوق مالکیت در آن برای نهاد واسط دارای هیچ‌گونه محدودیتی نباشد. ۳. مالکیت آن به صورت مشاع نباشد. ۴. امکان واگذاری به غیر را داشته باشد. ۵. تا زمان انتقال مالکیت دارایی به ناشر، دارایی از پوشش بیمه‌ای مناسب و کافی برخوردار باشد.	است ویژگی‌های آن از قبیل اندازه، حجم، کیفیت، کمیت و ... به طور صریح در قرارداد ذکرشده و کاملاً معلوم و معین باشد.	خاصی اشاره نشده است.
۱۶	قابلیت رتبه‌بندی[1]	این امکان وجود دارد که به وسیله مؤسسات رتبه‌بندی، درجه‌بندی اعتباری شوند.	این امکان وجود دارد که به وسیله مؤسسات رتبه‌بندی، درجه‌بندی اعتباری شوند.	این امکان وجود دارد که به وسیله مؤسسات رتبه‌بندی، درجه‌بندی اعتباری شوند.
۱۷	قابل انتشار با ارز خارجی	می‌باشد.	می‌باشد.	می‌باشد.
۱۸	تنوع در صکوک	تاکنون چهار نوع صکوک اجاره طراحی‌شده (صکوک اجاره تأمین دارایی، صکوک اجاره تأمین نقدینگی، صکوک اجاره رهنی و صکوک شرکت‌های لیزینگ) و همچنین امکان طراحی انواع گوناگون صکوک اجاره با توجه به جریان‌های نقدی بانی متفاوت خواهد بود.	صکوک استصناع به دو صورت مستقیم و غیرمستقیم شکل می‌گیرد. همچنین صکوک استصناع به چهار صورت زیر قابل انتشار است: الف) صکوک عادی استصناع؛ ب) صکوک استصناع قابل تبدیل به اوراق سهام؛ ج) صکوک استصناع توأم با اوراق حق اختیار معامله؛ د) صکوک استصناع تبدیل‌پذیر معکوس.	صکوک مضاربه به سه صورت صکوک مضاربه خاص، صکوک مضاربه عام با سررسید و صکوک مضاربه عام بدون سررسید منتشر می‌گردد.
۱۹	قابلیت ترکیب با یکدیگر[2]	قابلیت ترکیب با صکوک استصناع را دارد.	قرارداد استصناع می‌تواند در قالب قراردادهای بیع سلف، بیع مستقل، قرارداد مستقل، اجاره، جعاله و صلح مطرح شود.	در مستندات و تجربیات کشورهای اسلامی به نکته خاصی اشاره نشده است.
۲۰	ملاحظات ماهیتی	۱. صکوک اجاره بدهی ناشر محسوب نمی‌شود؛ ولی سهم مالکیتی مشاع از دارایی معینی را دارد. ۲. مالکیت دارایی‌های مورد اجاره در اختیار دارندگان صکوک است. ۳. مخارج نگهداری مربوط به ویژگی‌های اصلی دارایی به عهده مالک است، درحالی‌که هزینه‌های نگهداری مربوط به عملیات با آن بر عهده مستأجر است. ۴. امکان افزایش اصل دارایی و در نتیجه افزایش ارزش خود ورقه	نهاد تأمین مالی در قرارداد استصناع اول، نقش پیمانکار و در استصناع موازی، نقش کارفرما را ایفا می‌کند.	دارندگان اوراق نقش مالک و بانی نقش عامل قرارداد مضاربه را دارند.

۱. یافته های تحقیق

۲. همان

ردیف	موضوع	صکوک اجاره	صکوک استصناع	صکوک مضاربه (تجاری)
		صکوک وجود دارد.		
۲۱	ملاحظات فقهی[۱]	۱. در صکوک اجاره، معامله‌های متعدد و گوناگونی شکل می‌گیرد که همه آنها بر اساس فقه اسلامی صحیح یا قابل تصحیح است. ۲. در فرایند انتشار صکوک اجاره مساله غرر، ربا، عقد معلق، جهل به عوضین، معامله صوری و ضرر و ضرار وارد نیست و از همه این موارد مصون است.	۱. با توجه به دیدگاه غالب فقهای شیعه و اهل سنت قرارداد استصناع قراردادی مشروع و مجاز است. ۲. اگر قرارداد استصناع قرارداد مستقل یا در قالب قرارداد صلح مطرح شود تنها لازم است ضوابط عمومی قراردادها مانند ممنوعیت اکل مال به باطل، ممنوعیت ضرر، ممنوعیت غرر و ممنوعیت ربا را داشته باشد؛ اما اگر در قالب دیگر قراردادها چون بیع سلف، بیع مستقل، اجاره، جعاله مطرح شود افزون بر ضوابط عمومی قراردادها باید ضوابط اختصاصی هر یک از آن قراردادها را داشته باشد.	کمیته فقهی با بررسی معاملات بازار اولیه و ثانویه انواع سه‌گانه صکوک مضاربه، آنها را صحیح می‌داند.
۲۲	ریسک سازگاری با شریعت[۲]	وجود ندارد.	پایین است.	پایین است.
۲۳	ریسک اعتباری[۳،۴]	۱. اگر با نرخ بازدهی ثابت باشد، ریسک اعتباری بالا است. ۲. با نرخ بازدهی متغیر، ریسک اعتباری پایین است.	ریسک اعتباری در صکوک استصناع متوسط است.	ریسک اعتباری در صکوک مضاربه بالاست.[۵]
۲۴	ریسک انعطاف‌پذیری نهادی	پایین است.	متوسط است.	متوسط است.
۲۵	ریسک قیمت	بالا است.	متوسط است.	متوسط است.
۲۶	ریسک نقدینگی[۶]	متوسط است.	متوسط است.	متوسط است.
۲۷	ریسک نرخ بهره	۱. اگر اجاره با نرخ بهره ثابت باشد، آنگاه ریسک نرخ بهره بالا است. ۲. اگر اجاره با نرخ بهره شناور باشد، ریسک نرخ بهره پایین است.	متوسط است.	پایین است.
۲۸	ریسک نرخ ارز	متوسط است.	متوسط است.[۷]	پایین است.
۲۹	قابلیت معامله در بازار ثانویه (رویکرد فقهی)	۱. این اوراق با توجه به بازدهی ثابتشان، قدرت نقد شوندگی بالایی داشته و سرمایه‌گذاران می‌توانند آن را در بازارهای ثانویه،	صکوک استصناع در صورت پذیرش از سوی سازمان بورس و اوراق بهادار قابل معامله در بورس و فرا بورس می‌باشد.	قابلیت معامله در بازار ثانویه را دارد.

۱. برگرفته از مطالعه تسخیری (۱۳۸۷)، هادوی تهرانی (۱۳۸۷)، موسویان و سروش (۱۳۹۰)، مصوبات کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار و یافته‌های تحقیق.

۲. مطالب مربوط به ریسک برگرفته از یافته های تحقیق، مطالعات سروش و صادقی (۱۳۸۶)، نظر پور و خزائی (۱۳۸۹ و ۱۳۹۱)، موسویان (۱۳۸۸ و ۱۳۹۰)، نقدی (۱۳۹۰)، میسمی (۱۳۹۱) و موسویان و همکاران (۱۳۸۷) می‌باشد.

۳. منظور از ریسک اعتباری ریسک طرف قرارداد می باشد.

۴. شاخص های مربوط به ریسک (شاخص های ۲۹-۲۳) مربوط به یافته های تحقیق می باشد و میزان ریسک پذیری در چهار سطح بالا، متوسط، بالا و وجود ندارد، طبقه بندی شده است.

۵. در مضاربه به علت بازنگشتن اصل و سود علی الحساب ریسک اعتباری بالاست.

۶. ریسک نقدینگی با این شرط بررسی می گردد که امکان پذیری انتشار در بازار ثانویه برای همه اوراق یکسان باشد.

۷. منوط به اینکه فرایند ساخت نیازمند خریدهای خارجی باشد، در غیر این صورت ریسک نرخ ارز در اوراق استصناع پایین است.

ردیف	موضوع	صکوک اجاره	صکوک استصناع	صکوک مضاربه (تجاری)
		به فروش برسانند؛ ۲. فروش صکوک اجاره در بازار ثانویه فروش سند مالکیت یک دارایی است.		
۳۰	قابلیت فروش به مردم	دارد.	دارد.	دارد.
۳۱	تجربه در عرصه بین‌الملل[1]	مالزی، قطر، بحرین، بانک توسعه اسلامی، پاکستان، کویت، عربستان سعودی، امارات، اندونزی، برونئی، دارالسلام.	بانک توسعه اسلامی، عربستان سعودی.	مالزی، اردن، پاکستان، بانک توسعه اسلامی، کویت، فرانسه، امارات.
۳۲	تجربه در ایران[2]	۴ نوع صکوک اجاره به نام‌های هواپیمای ماهان ۱ و ۲، بانک سامان و مدیریت سرمایه‌گذاری امید منتشر گردیده است.	ایران تجربه‌ای در انتشار صکوک استصناع ندارد.	ایران تجربه‌ای در انتشار صکوک مضاربه ندارد.

ادامه جدول ۷. بررسی امکان‌پذیری انتشار صکوک شش‌گانه در بخش صادرات غیر نفتی در اقتصاد ایران

ردیف	موضوع	صکوک مشارکت	صکوک مرابحه	صکوک جعاله
۱	کاربرد در تأمین مالی بخش صادرات[3]	در تأمین مالی صادرات، خدمات و اجرای طرح‌های بزرگ اقتصادی در عرصه بین‌الملل قابل استفاده است	در تأمین مالی تجارت و صادرات کالا و خدمات در عرصه بین‌الملل قابل استفاده است.	در تأمین مالی صنعت گردشگری قابل استفاده است (موسویان و همکاران، ۱۳۸۸).
۲	حجم عملیات تجاری (قابلیت انتشار در مقیاس کوچک و بزرگ)[4]	بر اساس ماهیت قابلیت انتشار در هر دو مقیاس (کوچک و بزرگ) وجود دارد.	بر اساس ماهیت صکوک مرابحه حجم تجارت در مقیاس کوچک منطقی تر است.	بر اساس ماهیت صکوک جعاله حجم تجارت در مقیاس کوچک منطقی تر است.
۳	دوره زمانی[5]	می‌تواند کوتاه مدت و بلندمدت باشد.	بلندمدت	می‌تواند کوتاه مدت و بلندمدت باشد.
۴	اهرم مناسب برای جذب سپرده‌ها[6]	مناسب‌تر	مناسب	مناسب
۵	بازدهی (ثابت یا متغیر)[7]	بازدهی متغیر	بازدهی ثابت	بازدهی ثابت
۶	نحوه اخذ مجوز انتشار[8]	مجوز انتشار را بانک مرکزی صادر می‌کند.	۱. مجوز انتشار را سازمان بورس و اوراق بهادار صادر	در شرایط حاضر به صورت رسمی

1. www.zawya.com

۲. یافته های تحقیق

۳. ندری و کارگر مطلق، ۱۳۸۹.

۴. یافته های تحقیق

۵. همان

۶. یافته های تحقیق

۷.لازم به ذکر است در نظام بانکی نوع بازدهی، گرایش بانک‌ها به بهره گیری از عقود مختلف را نشان می‌دهد. طی دو دهه اخیر، بانک‌ها بیشتر به استفاده از عقدهایی متمایل بوده‌اند که بازدهی ثابتی دارند زیرا این نوع عقدها همواره ریسک کمتری دارند. این امر باعث گردید که بانک ها انگیزه کمتری به مشارکت در فعالیت‌های واقعی اقتصادی داشته باشند.

۸. در این بخش از مستندات قانون انتشار اوراق مشارکت (مصوب ۱۳۶۷/۰۶/۳۰، مجلس شورای اسلامی)، دستورالعمل انتشار اوراق اجاره (مصوب ۱۳۸۹/۰۵/۱۱، سازمان بورس اوراق بهادر اسلامی)، دستورالعمل انتشار اوراق مرابحه (مصوب ۱۳۹۰/۰۹/۲۶، سازمان بورس اوراق بهادار) و دستورالعمل انتشار صکوک استصناع (ارزی- ریالی)، در سیستم بانکی (مصوب ۱۳۹۱/۰۳/۲۷)، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران استفاده شده است.

ردیف	موضوع	صکوک مشارکت	صکوک مرابحه	صکوک جعاله
			می‌کند. ۲. برای صدور مجوز انتشار صکوک مرابحه، اطلاعات مهم به تشخیص سازمان، توسط واسط به سازمان بورس و اوراق بهادار تحویل می‌گردد. ۳. صدور مجوز انتشار صکوک مرابحه، منوط به انعقاد قراردادهای لازم میان ارکان در چارچوب تعیین‌شده توسط سازمان می‌باشد. ۴. صکوک مرابحه باید قبل از دریافت مجوز انتشار در صورت فعالیت مؤسسات رتبه‌بندی دارای مجوز فعالیت از سازمان، از مؤسسات یادشده رتبه اعتباری دریافت نمایند.	دستورالعملی صادر نشده است.
۷	ارکان انتشار[1]	ناشر، موضوع مشارکت، سرمایه، سود و زیان، عامل، امین، مؤسسه رتبه‌بندی اعتباری.	بانی، ناشر (واسط)، سرمایه‌گذاران (دارندگان صکوک)، امین، شرکت تأمین سرمایه، مؤسسه رتبه‌بندی اعتباری.	بانی، امین، ناشر (واسط)، شرکت تأمین سرمایه، مؤسسه رتبه‌بندی اعتباری.
۸	شمول مالیات	معاف	معاف	معاف
۹	مدت انتشار[2]	خاتمه طرح موضوع انتشار	۱. دورهٔ عمر اوراق نمی‌تواند بیش از باقیمانده عمر اقتصادی دارایی باشد. ۲. دورهٔ عمر اوراق مرابحه به منظور خرید مواد و کالا حداکثر دو سال خواهد بود.	صکوک جعاله، ابزار مالی با نام یا بی نامی است که برای مدت زمان معین یا نامعین و با نحوه پرداخت از پیش تعیین‌شده انتشار می‌یابد.
۱۰	فروش و پرداخت سود	توسط عامل	شرکت تأمین سرمایه	نهاد واسط
۱۱	ملاحظه مربوط به سود (نحوه پرداخت و کیفیت توزیع سود)	ناشرین اوراق طبق زمان‌بندی معین نسبت معینی از اصل سرمایه را به صورت سود به صاحبان اوراق پرداخت می‌کنند.	ناشرین اوراق پس از خرید کالا و فروش اولیه و توزیع سود از محل عایدی ناشی از فروش کالای موضوع صکوک، سود را پرداخت می‌کنند.	سود جعاله متعلق به عامل و جاعل است و اختصاص مقداری از سود به فرد سومی که نقشی در عملیات جعاله ندارد، صحیح نیست.
۱۲	هدف از انتشار صکوک[3]	این صکوک باهدف تأمین مالی بانی منتشر می‌گردد.	این صکوک باهدف تأمین مالی بانی منتشر می‌گردد.	این صکوک باهدف تأمین مالی بانی منتشر می‌گردد.
۱۳	ابزار مالی انتفاعی	می‌باشد.	می‌باشد.	می‌باشد.
۱۴	ناشر	دولت، شرکت‌های دولتی، شهرداری‌ها، مؤسسه‌ها و نهادهای عمومی غیردولتی، مؤسسه‌های عام‌المنفعه، شرکت‌های وابسته به دستگاه‌های مذکور، شرکت‌های تعاونی تولیدی می‌توانند صکوک	ناشر در صکوک مرابحه دارای شرایط زیر می‌باشد: ۱. در ایران به ثبت رسیده و مرکز اصلی فعالیت آن در ایران باشد؛ ۲. مجموع جریان نقدی حاصل	هر شخص حقوقی که اوراق بهادار را منتشر می‌کند که می‌تواند یک بانک سرمایه‌گذاری و یا بانک‌های تجاری باشد.

۱. یافته های تحقیق

۲. همان

۳. همان

ردیف	موضوع	صکوک مشارکت	صکوک مرابحه	صکوک جعاله
		مشارکت منتشر نمایند.	از عملیات آن در دو سال مالی اخیر مثبت باشد؛ ۳. حداکثر نسبت مجموع بدهی‌ها به دارایی‌های آن ۹۰ درصد باشد؛ ۴. اظهارنظر بازرس و حسابرس شرکت در خصوص صورت‌های مالی دو سال مالی اخیر آن مردود یا عدم اظهارنظر نباشد.	
۱۵	شرایط دارایی[1]	در مستندات به نکته خاصی اشاره نشده است.	۱. دارایی در زمان انتشار اوراق موجود بوده یا شرایط تحویل آن در مواعد زمانی مورد نظر بانی وجود داشته باشد؛ ۲. به‌کارگیری آن در فعالیت بانی، منجر به ایجاد جریانات نقدی شده یا از خروج وجوه نقد جلوگیری نماید؛ هیچ‌گونه محدودیت یا منع قانونی، قرارداد یا قضایی برای انتقال دارایی وجود نداشته باشد؛ ۴. تصرف و اعمال حقوق مالکیت در آن برای نهاد واسط دارای هیچ‌گونه محدودیتی نباشد؛ ۵. امکان واگذاری به غیر را داشته باشد؛ ۶. تا زمان انتقال مالکیت دارایی به بانی، دارایی از پوشش بیمه‌ای مناسب و کافی برخوردار باشد.	در مستندات به نکته خاصی اشاره نشده است.
۱۶	قابلیت رتبه‌بندی[2]	این امکان وجود دارد که به وسیله مؤسسات رتبه‌بندی، درجه‌بندی اعتباری شوند.	این امکان وجود دارد که به وسیله مؤسسات رتبه‌بندی، درجه‌بندی اعتباری شوند.	این امکان وجود دارد که به وسیله مؤسسات رتبه‌بندی، درجه‌بندی اعتباری شوند.
۱۷	قابل انتشار با ارز خارجی	می‌باشد.	می‌باشد.	می‌باشد.
۱۸	تنوع در صکوک	صکوک مشارکت دارای انواع مختلف نمی‌باشد و به صورت مشارکتی منتشر می‌گردد.	برای صکوک مرابحه انواع مختلفی پیشنهاد و برخی به مرحله اجرا گذاشته شده است. مهمترین آنهاعبارت‌اند از: ۱-اوراق مرابحه تأمین مالی ۲-اوراق مرابحه تأمین نقدینگی ۳-اوراق مرابحه تشکیل سرمایه شرکت‌های تجاری ۴-اوراق مرابحه رهنی	صکوک جعاله به دو صورت با سررسید و بدون سررسید منتشر می‌شود.

۱. در این بخش از مستندات دستورالعمل انتشار اوراق اجاره (مصوب ۱۳۸۹/۰۵/۱۱، سازمان بورس اوراق بهادار اسلامی)، دستورالعمل اتشار اوراق مرابحه (مصوب ۱۳۹۰/۰۹/۲۶، سازمان بورس اوراق بهادار) و دستورالعمل انتشار صکوک استصناع (ارزی – ریالی)، در سیستم بانکی (مصوب ۱۳۹۱/۰۳/۲۷)، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران استفاده شده است.

۲. یافته‌های تحقیق

ردیف	موضوع	صکوک مشارکت	صکوک مرابحه	صکوک جعاله
			(موسویان، ۱۳۸۸)	
۱۹	قابلیت ترکیب با یکدیگر[۱]	قابلیت ترکیب با صکوک جعاله را دارد.	در مستندات و تجربیات کشورهای اسلامی به نکته خاصی اشاره نشده است.	قابلیت ترکیب با صکوک مشارکت را دارد.
۲۰	ملاحظات ماهیتی	۱. بدهی ناشر محسوب می‌شود. ۲. اصل بدهی در صکوک مشارکت قابلیت افزایش ندارد. ۳. از لحاظ حقوقی نیز اعتباردهندگان، بر سرمایه‌ای که آورده‌اند، مدعی‌اند در بعضی موارد بر دارایی‌ها نیز ادعای مالکیت دارند.	صکوک مرابحه گواهی‌هایی با ارزش برابر هستند که باهدف تأمین مالی خرید کالاها و از طریق مرابحه منتشر می‌شود. بنابراین دارندگان این اوراق مالکان کالای مرابحه و مستحق دریافت بهای فروش این اوراق هستند.	۱. دارندگان این اوراق، مالک دارایی‌های انتشاریافته می‌باشند؛ ۲. از لحاظ حقوقی این اوراق مالکیت مشاع دارندگان آن درباره دارایی‌های ساخته یا تعمیر شده‌ای است که به تبع قرارداد جعاله حاصل می‌شوند.
۲۱	ملاحظات فقهی[۲]	۱. مهم‌ترین مشکل فقهی اوراق مربوط به تضمین اصل و سود اوراق مشارکت است. درحالی‌که به مقتضای عقد مشارکت، سود و زیان حاصل از مشارکت متوجه شرکاست لیکن قانون اوراق مشارکت، صحبت از تضمین بازپرداخت اصل سرمایه، سود علی‌الحساب و سود تحقق‌یافته می‌کند. ۲. از جمله موارد قابل‌توجه در زمینه مسائل فقهی انتشار صکوک مشارکت در ایران می‌توان به شفاف و مشخص نبودن رابطه حقوقی دارندگان با ناشر و دارایی موضوع سرمایه‌گذاری اشاره کرد[۳]. ۳. به مقتضای عقد شرکت، سود و زیان حاصل از مشارکت متوجه همه شرکاست، نهایت اینکه به فتوای بعضی از فقها، برخی از شرکا می‌توانند خسارت احتمالی را پذیرا شده، اصل سرمایه سایر شرکا را تضمین کنند.	۱. صکوک مرابحه نوع اول (صکوک مرابحه جهت خرید دارایی) و چهارم (صکوک مرابحه رهنی) که مبتنی بر قراردادهای بیع مرابحه، وکالت و خرید دین است به اعتقاد مشهور فقهی شیعه اشکالی ندارند و می‌توانند مورد استفاده قرار گیرند. ۲. صکوک مرابحه نوع دوم (صکوک مرابحه جهت تهیه نقدینگی) که مبتنی بر قراردادهای بیع العینه غیرمجاز، وکالت و خرید دین است از نظر فقه شیعه و سنی اشکال دارد و نمی‌تواند مورد استفاده قرار گیرد. ۳. صکوک مرابحه نوع سوم (صکوک مرابحه جهت تشکیل سرمایه شرکت‌های تجاری) که مبتنی بر قراردادهای وکالت و مرابحه مستمر و فروش سهم الشرکه تجاری است از نظر فقه شیعه و سنی اشکال ندارد و می‌تواند مورد استفاده قرار گیرد.	از نظر فقهی افزون بر قرارداد محوری جعاله، تمام معامله‌های به‌کاررفته در بازار اولیه صکوک جعاله مورد اتفاق فقیهان است و نسبت به معامله‌های بازار ثانویه اوراق نیز غیر از معامله خرید و فروش دین که با نظر مشهور فقیهان و قوانین مدنی ایران مطابق است، دیگر قراردادها مورد اتفاق فقیهان است؛ بنابراین به اعتقاد کمیته فقهی طراحی این اوراق با مشکل فقهی خاصی روبه‌رو نخواهد بود.
۲۲	ریسک سازگاری با شریعت[۴]	پایین است.	بالا است.	متوسط است.

۱. همان

۲. برگرفته از مطالعه تسخیری (۱۳۸۷)، هادوی تهرانی (۱۳۸۷)، موسویان و سروش (۱۳۹۰)، مصوبات کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار و یافته‌های تحقیق.

۳. برخی با استناد به ماده ۱ قانون اوراق مشارکت، معتقدند که دارندگان اوراق، تنها در سود پروژه شریکند؛| در حالی که طبق قواعد مسلم فقهی، سود تابع اصل سرمایه است و به کسی تعلق می‌گیرد که سرمایه مال اوست. بنابراین ماهیت اوراق مشارکت باید به صورت جد در طراحی و انتشار اوراق مورد توجه قرار گیرد.

۴. مطالب مربوط به ریسک برگرفته از یافته های تحقیق، مطالعات سروش و صادقی (۱۳۸۶)، نظرپور و خزائی (۱۳۸۹ و ۱۳۹۱)، موسویان (۱۳۸۸ و ۱۳۹۰)، نقدی (۱۳۹۰)، میسمی (۱۳۹۱) و موسویان و همکاران (۱۳۸۷) می‌باشد.

ردیف	موضوع	صکوک مشارکت	صکوک مرابحه	صکوک جعاله
۲۳	ریسک اعتباری[۱و۲]	ریسک اعتباری در صکوک مشارکت بالاست.	ریسک اعتباری در صکوک مرابحه بالاست.	ریسک اعتباری در صکوک جعاله متوسط است.
۲۴	ریسک انعطاف‌پذیری نهادی	متوسط است.	بالا است.	بالا است.
۲۵	ریسک قیمت	متوسط است.	بالا است.	پایین است.
۲۶	ریسک نقدینگی[۳]	متوسط است.	بالا است.	بالا است.
۲۷	ریسک نرخ بهره	پایین است.	بالا است.	بالا است.
۲۸	ریسک نرخ ارز	پایین است.	پایین است.	پایین است.
۲۹	قابلیت معامله در بازار ثانویه (رویکرد فقهی)	قابلیت معامله در بازار ثانویه را دارد.	در این رابطه اختلاف نظر وجود دارد به طوری که: ۱. برخی معتقدند مرابحه یک معامله است و نمی‌توان صکوک مرابحه را در بازار ثانویه به فروش رساند. این مساله ایجاد بازار ثانویه برای صکوک مرابحه را محدود می‌کند. هر چند مبادله اسناد مرابحه پس از خرید کالای مرابحه و قبل از فروش آن به خریدار مجاز است. لازم به ذکر است که این گروه معتقدند انتشار صکوک مبتنی بر بدهی در صورتی که از معامله واقعی حاکی باشد، در چارچوب عملیات بانکی بدون ربا بلامانع است. ۲. برخی نیز معتقدند که بجز نوع چهارم بقیه در بازار ثانویه قابل معامله می‌باشد (موسویان، ۱۳۸۸)	قابلیت معامله در بازار ثانویه را دارد.
۳۰	قابلیت فروش به مردم	دارد.	دارد.	دارد.
۳۱	تجربه در عرصه بین‌الملل[۴]	مالزی، کویت، قطر، امارت، انگلستان.	مالزی، بانک توسعه اسلامی، عربستان سعودی، امارات، بحرین.	مالزی، عربستان سعودی، قطر، امارات.
۳۲	تجربه در ایران[۵]	اوراق مشارکت از سال ۱۳۷۳ توسط بانک مرکزی منتشر می‌شود، البته تفاوت‌هایی بین اوراق مشارکت و صکوک مشارکت وجود دارد.	ایران تجربه‌ای در انتشار صکوک مرابحه ندارد.	ایران تجربه‌ای در انتشار صکوک جعاله ندارد.

همان‌گونه که ملاحظه می‌شود، صکوک منتخب در کنار قابلیت‌های عملیاتی (کاربردی)

۱. منظور از ریسک اعتباری ریسک طرف قرارداد می باشد.

۲. شاخص های مربوط به ریسک (شاخص های ۲۹-۲۳) مربوط به یافته های تحقیق می باشد و میزان ریسک پذیری در چهار سطح بالا، متوسط، بالا و وجود ندارد، طبقه بندی شده است.

۳. ریسک نقدینگی با این شرط بررسی می گردد که امکان پذیری انتشار در بازار ثانویه برای همه اوراق یکسان باشد.

4. www.zawya.com

۵. یافته‌های تحقیق

مشابه، دارای وجوه تمایز قابل‌توجهی نیز می‌باشند که عملاً باعث تنوع گزینه‌های موجود در جهت تأمین مالی حوزه صادرات غیر نفتی از مجرای به‌کارگیری این اوراق می‌شوند.

جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

در تحقیق حاضر با استفاده از روش توصیفی (بیان ابعاد و مفاهیم) به مقایسه تطبیقی بین صکوک منتخب و کاربرد انواع صکوک فوق در تأمین مالی صادرات غیرنفتی پرداختیم. بر اساس یافته‌های تحقیق و جدول فوق مشاهده می‌شود که صکوک استصناع بهترین گزینه برای تأمین مالی صادرات خدمات فنی و مهندسی می‌باشد. می‌توان گفت یکی از مهمترین شاخص‌ها در انتخاب صکوک در ایران، ملاحظات فقهی و ریسک مربوط به شریعت می‌باشد که صکوک استصناع از نظر فقهی مشکلی ندارد، حتی قابلیت انتشار در بازار ثانویه را نیز دارد. همچنین ریسک نقدینگی متوسط و ریسک نرخ بهره پایینی دارد که همه این عوامل و مستندات موجود در زمینه صکوک استصناع حاکی از آن می‌باشد که این صکوک می‌تواند در تأمین مالی صادرات خدمات فنی و مهندسی بیشترین کارآیی و کاربرد را داشته باشد. با عنایت به تحلیل‌های صورت گرفته به نظر می‌رسد صکوک مشارکت نیز بتواند (به عنوان اولویت دوم) در تأمین مالی صادرات خدمات فنی و مهندسی کاربرد داشته باشد.

در زمینه صادرات کالا به ترتیب صکوک مضاربه، مشارکت و مرابحه پیشنهاد می‌گردد. ولی صکوک مرابحه به دلیل اینکه دارای ریسک سازگاری با شریعت، ریسک انعطاف‌پذیری نهادی، ریسک نقدینگی و ریسک نرخ بهره بالا می‌باشد، در اولویت استفاده قرار نمی‌گیرد. نکته دیگری که امکان‌پذیری استفاده از صکوک مرابحه را تحت‌الشعاع قرار می‌دهد ملاحظات فقهی این صکوک می‌باشد. در این رابطه می‌توان به موارد زیر اشاره نمود:

۱. برخی معتقدند مرابحه یک معامله است و نمی‌توان صکوک مرابحه را در بازار ثانویه به فروش رساند. این مساله ایجاد بازار ثانویه برای صکوک مرابحه را محدود می‌کند. هرچند مبادله اسناد مرابحه پس از خرید کالای مرابحه و قبل از فروش آن به خریدار مجاز است. لازم به ذکر است که این گروه معتقدند انتشار صکوک مبتنی بر بدهی در صورتی که از معامله واقعی حاکی باشد، در چارچوب عملیات بانکی بدون ربا بلامانع است.

۲. برخی نیز معتقدند که بجز نوع چهارم، بقیه موارد در بازار ثانویه قابل معامله می‌باشد. در نتیجه صکوک مرابحه به دلیل ریسک‌های بالا و ملاحظات فقهی در زمینه تأمین مالی صادرات کالا در ایران نمی‌تواند کارآیی چندانی داشته باشد. در نتیجه می‌توان صکوک مضاربه که ماهیتی تجاری و بازرگانی دارد و صکوک مشارکت را به عنوان دو صکوک پیشنهادی در زمینه تأمین مالی صادرات کالا معرفی کرد. لازم به ذکر است که این دو نوع صکوک (مضاربه و مشارکت) از لحاظ ریسک و از لحاظ ملاحظات فقهی با مشکل خاصی مواجه نمی‌باشند. در اکثر ریسک‌های موجود در شاخص‌های جدول فوق، صکوک مضاربه و مشارکت دارای ریسک پایین و یا دارای ریسک متوسط می‌باشند و از لحاظ فقهی هر دو صکوک قابل معامله در بازار ثانویه می‌باشند.

در یک جمع‌بندی کلی می‌توان این‌گونه بیان نمود که صکوک استصناع (با نرخ بازدهی

ثابت) در زمینه تأمین مالی صادرات خدمات فنی و مهندسی به عنوان گزینه مطلوب قابلیت انتشار دارد و متقابلاً صکوک مضاربه نیز می‌تواند در تأمین مالی صادرات کالاها چنین نقشی ایفاء نماید. ضمن اینکه صکوک مشارکت نیز به عنوان اولویت دوم می‌تواند، هم در تأمین مالی صادرات کالایی و هم، در تأمین مالی صادرات خدمات فنی و مهندسی مورد استفاده قرار گیرد.

منابع و مآخذ

- پاک‌نیت، محمدجواد (۱۳۹۱) ریسک‌های صکوک اجاره؛ فصلنامه تازه‌های اقتصاد، ش ۱۳۶؛
- تسخیری، محمدعلی (۱۳۸۷) مبانی شرعی اوراق بهادار اسلامی (صکوک)؛ فصلنامه علمی – پژوهشی اقتصاد اسلامی، سال هفتم، ش ۲۷؛
- حر عاملی (بی تا) وسائل الشیعه ، ج۳؛ نرم افزار نورالاحادیث؛
- خواجه حق‌وردی، نادر و امیر امیدی (۱۳۸۶) نقش بانک‌ها در انتشار اوراق قرضه اسلامی؛ مجموعه مقالات هجدهمین همایش بانکداری، مؤسسه عالی بانکداری ایران، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران؛
- خمینی، روح الله (۱۳۷۴) تحریر الوسیله؛ قم: مؤسسه مطبوعات دارالعلم؛
- دستورالعمل انتشار اوراق اجاره، مصوب ۱۳۸۹/۰۵/۱۱، سازمان بورس اوراق بهادر اسلامی؛
- دستورالعمل انتشار اوراق مرابحه، مصوب۱۳۹۰/۰۹/۲۶، سازمان بورس اوراق بهادار اسلامی؛
- دستورالعمل انتشار صکوک استصناع ارزی- ریالی در سیستم بانکی، مصوب ۱۳۹۱/۰۳/۲۷، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران؛
- سازمان بورس و اوراق بهادار اسلامی، مدیریت پژوهش توسعه و مطالعات اسلامی، کمیته تخصصی فقهی: www.rdis.ir؛
- سروش، ابوذر (۱۳۸۶) مرابحه ابزاری برای پوشش ریسک در نظام مالی اسلامی؛ ماهنامه بورس، شماره ۶۷: ۴۴؛
- سروش، ابوذر و محسن صادقی، (۱۳۸۶) مدیریت ریسک اوراق بهادار اجاره؛ فصلنامه علمی – پژوهشی اقتصاد اسلامی، تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، ش ۲۷: ۱۷۱؛
- سلیمی فر، مصطفی؛ منصوره خزاعی و محمد سلیمی‌فر (۱۳۹۰) صکوک اجاره، ابزاری کارآمد جهت تأمین مالی پروژه‌های شهری؛ مجله مدیریت شهری: ۱۱۶-۹۹؛
- صادقی، ابراهیم (۱۳۹۰) انتشار اوراق قرضه صکوک؛ پایان‌نامه کارشناسی‌ارشد؛
- صالح‌آبادی، علی؛ سجاد سیاح و مهدی نجفی (۱۳۹۰) تبیین فقهی و ارائه الگوی تکنیکی بازاریابی در طراحی و راه‌اندازی اوراق اجاره در ایران؛ جستارهای اقتصادی، ش ۱۵: ۳۷-۹؛
- صفائی، محمد (۱۳۹۱) صکوک ترکیبی مشارکت – وکالت ابزاری نوین برای تأمین مالی؛

مجموعه مقالات پنجمین کنفرانس توسعه نظام تامین مالی در ایران؛
- عاملی، زین الدین بن علی (۱۴۱۰ ق) الروضه البهیه فی شرح اللمعه الدمشقیه؛ قم: کتابفروشی داوری؛
- علامه مجلسی (بی تا) بحارالانوار، ج ۲؛ نرم افزار کتاب خانه اهل بیت(ع)؛
- علامه حلی (بی تا) تذکره الفقهاء (ط- الحدیثه)؛ قم: مؤسسه آل بیت(ع)؛
- قانون انتشار اوراق مشارکت مصوب ۱۳۶۷/۰۶/۳۰ مجلس شورای اسلامی جمهوری اسلامی ایران؛
- کمیجانی، اکبر و محمد نقی نظر پور، (۱۳۸۶) تأمین مالی طرح‌های اقتصادی از طریق اوراق استصناع؛ مجموعه مقالات کنفرانس بین‌المللی تأمین مالی اسلامی، تهران: مرکز مطالعات تکنولوژی دانشگاه صنعتی شریف؛
- موسویان، سید عباس و سعید، فراهانی‌فرد (۱۳۸۵) اوراق بهادار اجاره (صکوک اجاره)؛ مجله اقتصاد اسلامی، شماره ۲۴؛
- موسویان، سید عباس (۱۳۸۶) ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)؛ تهران: سازمان انتشارات پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، چاپ اول؛
- موسویان، سید عباس؛ مجتبی کاوند و حمیدرضا اسمعیلی، (۱۳۸۷) اوراق بهادار (صکوک) جعاله،ابزاری کارآمدبرای توسعه صنعت گردشگری؛ فصلنامه اقتصاد اسلامی، س ۸، ش ۳۲؛
- موسویان، سید عباس، (۱۳۸۸) صکوک مرابحه ابزار مالی مناسب برای بازار پول و سرمایه اسلامی؛ دو فصلنامه جستارهای اقتصادی ایران، شماره ۱۱؛
- موسویان، سید عباس؛ مجتبی کاوند و علی ردادی (۱۳۸۹) اوراق بهادار (صکوک) مضاربه، ابزاری مناسب برای توسعه بخش صادرات ایران؛ جستارهای اقتصادی، ش ۱۳: ۱۴۵-۱۷۱؛
- موسویان، سید عباس و ابوذر سروش (۱۳۹۰) آسیب‌شناسی فقهی، اقتصادی و مالی انتشار اوراق مشارکت در ایران؛ فصلنامه بورس اوراق بهادار، ش ۱۴، سال چهارم: ۶۰-۲۹؛
- موسویان، سید عباس و حسن شیرمردی‌احمدآباد (۱۳۹۰) شناسایی، طبقه‌بندی و اولویت‌بندی ریسک‌های اوراق بهادار مضاربه با تأکید بر فقه امامیه با رویکرد

تصمیم‌گیری چند معیاره؛ دو فصلنامه معرفت اقتصاد اسلامی، شماره ۵؛
- موسویان، سید عباس (۱۳۹۰) امکان‌سنجی کاربرد مرابحه در بانکداری بدون ربا؛ فصلنامه روند پژوهش‌های اقتصادی، شماره ۵۹: ۳۳؛
- میسمی، حسین (۱۳۹۰) مرابحه، استصناع و خرید دین به عنوان ابزارهای جدید بانکداری اسلامی: ماهیت، قابلیت‌ها و چالش‌های موجود؛ فصلنامه تازه‌های اقتصاد، ش ۱۳۵: ۸۵؛
- ندری، کامران و احمد کارگر مطلق (۱۳۸۹) امکان‌سنجی استفاده از صکوک در جهت تأمین مالی صادرات؛ فصلنامه علمی و پژوهشی اقتصاد؛
- نظر پور، محمد نقی و خزائی، ایوب (۱۳۸۹) پوشش ریسک صکوک استصناع در بازار بورس اوراق بهادار؛ سیاست‌های اقتصادی، ج ۶، ش ۲: ۲۶-۳؛
- نظر پور، محمد نقی و خزائی، ایوب (۱۳۹۱) طراحی و بررسی انواع صکوک استصناع قابل انتشار در بورس اوراق بهادار؛ فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی، ش ۵۲؛
- نظر پور، محمد نقی و ایوب خزائی، (۱۳۹۱) تحلیل و رتبه‌بندی ریسک‌های اوراق مشارکت ارزی در بازارهای ثانویه؛ دو فصلنامه جستارهای اقتصادی ایران، شماره ۱۷؛
- نگاهی به حجم انتشار صکوک در دنیا و ایران، واحد تحقیق و توسعه شرکت تأمین سرمایه نوین،۱۳۹۰؛
- سازمان بورس و اوراق بهادار اسلامی، مدیریت پژوهش توسعه و مطالعات اسلامی، کمیته تخصصی فقهی: www.rdis.ir؛
- نقدی، مریم (۱۳۹۰) جعاله در نظام بانکداری اسلامی؛ فصلنامه پژوهش‌های فقه و حقوق اسلامی، شماره ۲۴: ۱۷۵؛
- هادوی تهرانی، مهدی (۱۳۸۷) مبانی فقهی اوراق مشارکت؛ مجموعه سخنرانی‌ها و مقالات دهمین کنفرانس بانکداری اسلامی، چاپ اول، تهران: مؤسسه مالی عالی بانکداری ایران، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران؛
- Tariq, A. & Dar, H. (2007) Risks of Sukuk Structures: Implication for resource mobilization; Thunderbird International Business Review/ Vol.49(2).
- www.zawya.com
- www.Tradefinancemagazine.com
- www.itfc-idb.org