



از
آنجا که ماهیت تأمین
مالی اسلامی بر مشارکت
استقرار است، خریدار
صکوک حق دارد بداند پول
او در چه راهی استفاده
می شود

بازار صکوک

نویسنده: پروفیسور رودنی ویلسون
ترجمه و تلخیص: حمید پهلوان
کوشناس مدیریت، پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی



**خرید صکوک توسط
سرمایه گذاران غیرمسلمان
نیز می تواند دارای جدیدی به
پرتفوی آنها اضافه کند و تنوع و
کاهش مخاطره را برای آنها به
ارمغان آورد**

جده در فوریه سال ۱۹۸۸ مورد بررسی قرار داد. در این نشست به این نکته اشاره شد که در اسلام به مستند کردن قراردادها تأکید شده است. برای مثال آیه ۲۸۲ سوره بقره می فرماید:

"هنگامی که با یکدیگر در مورد وامی مربوط به یک زمان معین در آینده معامله می کنید، آن را مکتوب کنید... این عمل نزد خداوند به عدالت نزدیک تر، برای شهادت مناسب تر و مانع ایجاد شک و شبهه در میان شماست."^۱

بنابراین آکادمی فقه با توجه به لزوم مستند کردن صحیح، در ذیل بند ۵ مصوبات نشست سال ۱۹۸۸ چنین مقرراتی را وضع کرد:

• هرگونه دارایی باید به صورت سند یا اوراق مکتوب ارائه شود؛ و

این سند یا اوراق می تواند به قیمت بازار فروخته شود به شرطی که بخش عمده آن از دارایی های فیزیکی و حقوق مالی و تنها بخش ناچیزی از آن از پول نقد و بدهی های بین اشخاص تشکیل شده باشد.^۲

چرا اوراق قرضه اسلامی؟

واضح است که درآمد بهره یا "ربا" در اسلام ممنوع شده است. هم چنین معمولاً خریداران و فروشندگان اوراق قرضه رایج به فعالیتی که توسط پول اوراق قرضه تأمین مالی می شود توجهی ندارند، در حالی که ممکن است این فعالیت مانند تولید یا فروش مشروبات الکلی از نظر اسلام "حرام" باشد. شرکت هایی نیز وجود دارند که بدهی زیادی به بانک ها دارند و برای تأمین مالی مجدد آن ها به اوراق قرضه متوسل می شوند، در حالی که این شرکت ها نیز برای سرمایه گذاران مسلمان مطلوب نیست.

معمولاً معامله گران اوراق قرضه به دنبال کسب سود از اوراق قرضه با درآمد ثابت هنگام افزایش قیمت ناشی از کاهش نرخ بهره شناور هستند. بنابراین معامله اوراق قرضه عمدتاً بر اساس نرخ بهره انجام می شود و معمولاً به ارزش دارایی پایه بستگی ندارد. مخاطره عمده دارندگان اوراق قرضه رایج، عدم پرداخت است که معمولاً بر مبنای رتبه بندی اعتباری مؤسسات رتبه بندی ارزیابی می شود نه توسط خریدار. بنابراین به اوراق قرضه تنها به عنوان یک برگه توجه می شود و خریدار در بهترین حالت بدون توجه به فعالیتی که تأمین مالی می شود، تنها به محاسبه مخاطره بازده اکتفا می کند.

شماری از دانشمندان اسلامی از جمله محمد تقی عثمانی^۳، تأکید کرده اند که یکی از ویژگی های متمایز تأمین مالی اسلامی این است که تأمین مالی در اسلام باید برای تأمین وجوه لازم برای معامله یا تولید دارایی های واقعی انجام پذیرد.^۴ هم چنین در هیچ قراردادی نباید عدم اطمینان یا "غرر" وجود داشته باشد. از این رو در "مراجعه"، کالا به نیابت از مشتری خریداری می شود و مجدداً به مشتری فروخته می شود و در نتیجه افزایش قیمتی که سود تأمین کننده مالی را شکل می دهد، ناشی از مالکیت موقت او نسبت به آن کالا است. "استصناع" نیز ظرفیت تولید از طریق پرداخت قبل از شروع تولید را تأمین مالی می کند که به خرید تجهیزات یا ساختن مربوط شده و یک ظرفیت سازی واقعی به حساب می آید. در "اجاره" نیز دارایی های واقعی اجاره داده می شود و مستاجر در عرض استفاده از آن دارایی به

بهرتر است به جای این که "صکوک"^۵ را اوراق قرضه اسلامی بدانیم، آن را گواهی سرمایه گذاری اسلامی بنامیم. تمایز بین این دو بسیار مهم است، زیرا صکوک تنها یک نوع اوراق بهادار مبتنی بر بهره رایج نیست. در واقع هدف، طراحی ابزارهای مالی با نرخ ثابت یا شناور نیست (آن طور که در غرب متداول است)، بلکه هدف توسعه انواع نوآورانه ای از دارایی های مالی است که با قوانین اسلام مطابقت داشته باشد. برای این منظور، توجه به نکات ذیل لازم است.

• شفافیت حقوق و تعهدات؛

• درآمد ناشی از اوراق بهادار باید براساس چگونگی استفاده از آن باشد نه براساس نرخ بهره مرکب؛ و

• اوراق بهادار مورد نظر باید با پشتوانه یک دارایی حقیقی و نه تنها یک کاغذ باشد.

اوراق بهادار اسلامی با درآمد ثابت اخیراً به عنوان یک طبقه قابل توجه از دارایی ها مطرح شده است و قابلیت این را دارد که همانند اوراق قرضه عادی برای عموم سرمایه گذاران، به ابزار رایجی برای سرمایه گذاران مسلمان تبدیل شود. هم چنین خرید صکوک توسط سرمایه گذاران غیرمسلمان نیز می تواند دارای جدیدی به پرتفوی آنها اضافه کند و تنوع و کاهش مخاطره را برای آنها به ارمغان آورد.

مشروعیت صکوک

هر چند هیچ اجباری در پذیرش مقررات آکادمی فقه سازمان کنفرانس اسلامی وجود ندارد ولی اکثر نهادهای مالی اسلامی و کمیته ها و مشاوران دینی آن ها ارزش زیادی برای مقررات مزبور قائل هستند. آکادمی فقه سازمان کنفرانس اسلامی، استفتانات کشورهای چون اردن، پاکستان و مالزی در مورد گواهی سرمایه گذاری اسلامی را در چهارمین نشست سالانه خود در

1 - *** Sukuk

2 - Muhammad Taqi Usmani



قوانین
اسلام محدودیت هایی
برای قراردادهای اجاره تعیین
کرده است که در قراردادهای
لیزینگ رایج وجود ندارد و عمدتاً
برای جلوگیری از عدم اطمینان و
ابهام در قرارداد است

سلم نوعی قرارداد آتی است ولی قراردادهای آتی در شرع اسلام ممنوع است مگر این که شرایط آن کاملاً مشخص شود تا مسأله عدم اطمینان یا "غرر" پیش نیاید. اولاً پرداخت اولیه توسط خریدار باید به صورت کامل انجام گیرد تا مسأله عدم اطمینان نسبت به پرداخت های آتی پیش نیاید. ثانیاً سلم تنها می تواند در مورد کالاهایی اجرا شود که کمیت و کیفیت آن حادقیقاً قابل اندازه گیری است. اساساً این قراردادها در گذشته به منظور خرید غلاتی چون گندم، ذرت و برنج استفاده می شد ولی امروزه قراردادهای سلم می تواند برای کالاهایی چون نفت، آهن یا مس یا حتی انرژی الکتریسته که قابل اندازه گیری به صورت کیلووات است نیز مورد استفاده قرار گیرد.^۵ حتی بعضی از نویسندگان پیشنهاد کرده اند که می توان سلم را برای خرید صندلی های هواپیمایی به کار گرفت.^۶

مناقشه هایی بین دانشمندان اسلامی در مورد مشروعیت معاوضه حق استفاده از کالاهای فروخته شده براساس "سلم" در زمان قبل از سررسید یا به عبارت دیگر معامله گواهی های سلم وجود داشته است. به نظر ابن تیمیه (۱۲۶۳-۱۳۲۸) دانشمند برجسته مسلمان، تا موقعی که قیمت فروش این گواهی ها به فروشنده بیشتر از قیمت مورد توافق اولیه نیست، معامله آن جایز می باشد. در واقع در این حالت از کالا استفاده و گواهی به اجرا گذاشته می شود.^۷ فروش به اشخاص ثالث نیز با هر قیمتی که مورد توافق خریدار است جایز است. مکتب ملکی در فقه اسلامی نیز چنین حکم می کند که قراردادهای "سلم" به مواد غذایی مربوط است و نباید مورد معامله قرار گیرد زیرا سفته بازی در مورد ضروریات معاش مردم جایز نیست. سامی حمود می گوید فروش مجدد کالاهایی که توسط قرارداد "سلم" پوشش شده است در قبل از زمان سررسید جایز نیست. البته این سخن دریافت کننده را از فروش مجدد کالا به وسیله قرارداد دیگری که موازی قرارداد اول است، منع

که در آن فروشنده بهای کالا را پیشاپیش به صورت نقد دریافت می کند و در مقابل تعهد می کند که کالای مشخص شده را در تاریخ معینی در آینده به خریدار تحویل دهد. بنابراین قیمت کالا به صورت نقد پرداخت می شود ولی تحویل کالا با تأخیر انجام خواهد شد. کشاورزان مسلمان از سلم استفاده می کنند تا بتوانند تعهدات فوری خود را قبل از فرارسیدن زمان برداشت ایفا کنند و در نتیجه گرفتار قرض روی نشوند. مزیت سلم برای خریدار این است که معمولاً قیمتی که پیشاپیش پرداخت می شود کم تر از قیمتی است که در زمان تحویل کالا یا بعد از آن پرداخت می شود.^۸

موجراجر بهای می پردازد. از آنجا که ماهیت تأمین مالی اسلامی بر مشارکت استقرار است، خریدار صکوک حق دارد بداند پول او در چه راهی استفاده می شود به عبارت دیگر، وجوه افزایش یافته از طریق اوراق قرضه اسلامی باید مشخص باشد و نمی توان آن را برای مقاصد عمومی نامشخص به کار گرفت؛ چه ناشر آن دولت باشد و چه شرکت. به عبارت واضح تر، دارایی های قابل شناسایی باید پشتوانه اوراق قرضه اسلامی قرار گیرد.

اوراق بهادار "سلم"
مفهوم "سلم" به نوعی از فروش اطلاق می شود

نمی‌کند. هدف از چنین قرارداد "سلم" موازی یا متوالی، اطمینان یافتن از این مسأله است که تأمین‌کننده مالی (معمولاً بانک‌ها) گرفتار کالایی نشود که قابلیت معامله ندارد. البته طراحی گواهی‌های "سلم" خود روشی برای رهایی بانک از این دام است.

اوراق قرضه "اجاره"

در قرارداد "اجاره"، حق استفاده از منافع یک دارایی خاص در عوض مبلغ اجاره‌بها از مالک به شخص دیگری منتقل می‌شود. به عبارت دیگر، آن یک قرارداد لیزینگ است که فرد اجاره‌دهنده به "موجر"، فرد اجاره‌کننده به "مستاجر" و اجاره‌بهایی که به اجاره‌دهنده پرداخت می‌شود، به "اجرت" تعبیر می‌شود. قوانین اسلام محدودیت‌هایی برای قراردادهای اجاره تعیین کرده است که در قراردادهای لیزینگ رایج وجود ندارد و عمدتاً برای جلوگیری از عدم اطمینان و ابهام در قرارداد است.

معمولاً وظیفه تعمیر و نگهداری دارایی مورد اجاره بر عهده موجر است، گویی اگر هزینه تعمیر و نگهداری بر عهده مستاجر باشد، نوعی عدم اطمینان بر وی تحمیل می‌شود. البته هزینه‌های مربوط به عملیات دارایی مورد اجاره مانند سوخت خودرو یا بذر زمین کشاورزی بر عهده مستاجر است. اگر دارایی مورد اجاره به صورت تصادفی از بین رفت یا ارزش کاربری آن کم شد، قرارداد اجاره توسط مستاجر فسخ می‌شود، در صورتی که معمولاً در قراردادهای رایج لیزینگ چنین حوادثی بیمه می‌شوند.

چنانچه مستاجر در استفاده از دارایی کوتاهی کرده و از ارزش آن دارایی کاسته شود، باید آن را جبران کند. در عمل بسیاری از ویژگی‌های اجاره شبیه قراردادهای رایج لیزینگ است. اگر پرداخت اجاره‌بها با تأخیر انجام شود، موجر نمی‌تواند جریمه‌ای بر مستاجر تحمیل کند زیرا این جریمه "ربا" تلقی می‌شود. البته می‌توان مستاجر را به پرداخت مبلغی به عنوان هبه به

موجر ملزم کرد. اگر هیچ پرداختی نیز توسط مستاجر انجام نشود، استفاده از دارایی مورد اجاره به مالک مسترد می‌شود و مستاجر نسبت به پرداخت مبلغ تعیین شده در قرارداد، متعهد باقی می‌ماند.

اگر قرارداد اجاره برای مدتی معین است و اجاره‌بها نیز به صورت منظم ماهانه، فصلی یا سالیانه پرداخت می‌شود، به راحتی می‌توان به پشتوانه آن اوراق بهاداری منتشر کرد که بسیار شبیه اوراق قرضه است. از آنجا که اوراق قرضه اجاره اوراق بهاداری هستند که بیان‌گر مالکیت دارایی‌های مشخص با توجه به قرارداد اجاره می‌باشند، می‌توان آن‌ها را در بازار ثانویه و به قیمتی که توسط عوامل بازار تعیین می‌شود، معامله کرد. اشخاص زیادی می‌توانند ناشر اوراق بهادار اجاره باشند: وزارت خانه‌های امور مالی، بانک‌های مرکزی، شهرداری‌ها، متولیان امور وقف، بانک‌های سرمایه‌گذاری یا شرکت‌های دولتی یا خصوصی. این اوراق بهادار، دارای سررسیدهای ۵ ساله یا بیشتر هستند و حتی سررسید بعضی از آن‌ها به بیش از ۱۰ سال نیز می‌رسد.

لازم به ذکر است که گواهی‌ها یا اوراق بهادار اجاره بیان‌گر شراکت در مالکیت دارایی مورد اجاره است و از این رو دارندگان آن اوراق بهادار تا قبل از زمان سررسید یا فروش به شخص دیگر دارای مسئولیت‌های مالکیت هستند. برخلاف دارندگان سهام شرکت‌های با سرمایه‌گذاری مشترک که دارای حقوق مالکیت نامحدود هستند، تعهد دارندگان گواهی اجاره برای یک مدت ثابت و معین است. به علاوه دارندگان گواهی اجاره تنها از عواید ماهانه، فصلی یا سالیانه اجاره‌بها منتفع می‌شوند و از سود ناشی از تفاوت قیمت که انگیزه اصلی سرمایه‌گذاری در سهام است، محروم می‌مانند. از سوی دیگر سرمایه‌گذاری در گواهی اجاره مخاطره کم‌تری نسبت به سرمایه‌گذاری در

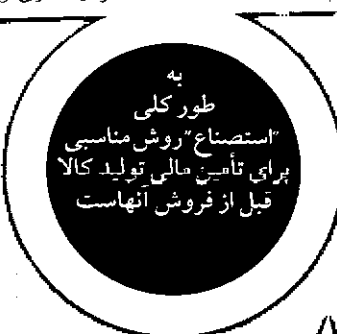
سهام دارد و روند درآمدی آن ثابت است در حالی که سود تقسیمی متعلق به دارندگان سهام در معرض تغییر قرار می‌گیرد.

اوراق قرضه "استصناع"

تأمین مالی یک پروژه از طریق قرارداد "استصناع" قابل انجام است به نحوی که وجوه به منظور تأمین هزینه‌های نیروی انسانی و مواد اولیه پیشاپیش توسط یک بانک اسلامی پرداخت می‌شود. هنگامی که پروژه کامل شد، وجوه پیش‌پرداخت شده از محل درآمد‌های ناشی از آن پرداخت می‌شود. به طور کلی "استصناع" روش مناسبی برای تأمین مالی تولید کالا قبل از فروش آنهاست. برای استفاده از استصناع، یک نهاد دولتی یا یک شرکت خصوصی که مسئول تأمین هزینه‌های پروژه است جزئیات طرح و برنامه زمان‌بندی آن را تهیه می‌کند. سپس تأمین‌کننده مالی آن جزئیات را به صورت اسناد منظم تهیه می‌کند و پیشنهادات مختلف تأمین‌کنندگان طرح که چگونگی فروش بخش‌های مختلف کامل شده پروژه و هم چنین اقساط پرداختی مورد انتظار را تعیین می‌کنند نیز جمع‌آوری می‌شود. اقساط مزبور دربردارنده سود پس از کسر هزینه‌های ساخت خواهد بود. از آنجا که تأمین‌کننده مالی روند خاصی از دریافت اقساط در یک دوره معین را انتظار دارد، می‌توان گواهی‌ها را بر مبنای یک درآمد مورد انتظار منتشر کرد.

لازم به ذکر است که چون گواهی با درآمد ثابت بیان‌گر تعهدات بدهی است، قابل معامله با قیمت کم‌تر از قیمت اسمی در بازار ثانویه نیست. البته این گواهی‌ها برای خرید کالاها و خدماتی که قیمت‌شان با ارزش اسمی گواهی‌ها برابر است، قابل استفاده می‌باشد. قیمت خرید کالاها ممکن است کم‌تر از قیمتی باشد که هنگام تحویل کالا پرداخت می‌شود. اجازه انتقال قرارداد بدهی از تأمین‌کننده مالی به تأمین‌کننده کالاها و خدمات باید از وام‌دهنده اصلی، نهاد دولتی یا شرکت خصوصی که تأمین هزینه‌هایی را بر عهده دارد صادر شود.^{۱۱}

فرصت‌های فراوانی اوراق قرضه "مضاربه" و





مشارکت

هم چنین زمینه خوبی برای طراحی و به کارگیری اوراق قرضه مضاربه و مشارکت وجود دارد. البته باید توجه داشت که بازدهی این اوراق برخلاف گواهی های "سلم"، "آجاره" و "استصناع" که بازدهی ثابتی دارند، متغیر است. "مضاربه" یکی از موفق ترین روش های سپرده سرمایه گذاری توسط بانک ها بوده است که بازدهی آن به صورت سالانه و بر مبنای سود بانک محاسبه می شود. گواهی های سپرده مبتنی بر "مضاربه" را می توان منتشر و معامله کرد، هر چند تا به حال چنین نشده است. لازم به ذکر است که عواید دارندگان اسناد "مضاربه" مانند عواید دارندگان سهام نیست. در واقع دارندگان اسناد "مضاربه" تنها از سود آن اسناد بهره مند می شوند، نه از سود ناشی از افزایش قیمت. نام دارندگان اسناد "مضاربه" ثبت نمی شود و هم چنین در مجمع عمومی سالانه شرکت حق رأی ندارند. از سوی دیگر هر چند ارزش آن اسناد قابل تضمین نیست، ولی دارندگان سهام در صورت وقوع یک حادثه ناگوار برای شرکت در معرض مخاطره بیشتری قرار دارند. هنگام ورشکستگی شرکت، دارندگان اسناد "مضاربه" قبل از دارندگان سهام مطالبات خود را وصول می کنند.

گواهی های "مضاربه" برای اولین بار در پاکستان و در سال ۱۹۸۰، توسط شرکت هایی منتشر شد که سرمایه پرداخت شده آن ها حداقل ۵ میلیون روپیه پاکستان بود.^{۱۳} انتشار این اوراق موفقیت هایی داشت ولی بازدهی آن ها ناامید کننده بود که نشان دهنده ضعف شرکت های ناشر و مهم تر از آن عملکرد ضعیف اقتصاد پاکستان است. وزارت وقف و اردن نیز اوراق قرضه "مضاربه" منتشر کرده است، که البته این اوراق دارای تضمین اصل سرمایه در سررسید نبود و

از این رو آکادمی فقه اسلامی بیان کرد که تعهد این اوراق دو اطلبانه است (که از آن به "تبرع" یاد می شود) و دارای تضمین کامل نیست. بانک های معمولی مصر مانند بانک مصر نیز گواهی های "مضاربه" را به عنوان یکی از ابزارهای اسلامی منتشر کرد که البته مشکلاتی در زمینه ادغام وجوه و تضمین اصل پول وجود داشت که با اصل اسلامی "هیچ پاداشی بدون مخاطره یا تلاش، مشروع نیست" در تناقض بود. "مشارکت" به معنای ایجاد یک شراکت یا شرکت جهت تأمین مالی به همراه شرکایی می باشد که در سود به نسبت میزان سرمایه گذاری خود شریک هستند. می توان اوراق بهاداری بر مبنای چنین روش تأمین مالی منتشر نمود. دو کشور سودان و ایران چنین اوراقی را منتشر کرده اند.^{۱۴} هر چند این اوراق با گواهی های "مضاربه" متفاوت ولی در عمل بسیار شبیه یکدیگرند.

تجربه "صکوک" مالزی

یکی از جذابیت های اسناد و اوراق قرضه رایج این است که از آن ها به عنوان ابزار مدیریت نقدینگی استفاده می شود ولی بانک های اسلامی نمی توانند از چنین ابزارهای "ربوی" استفاده کنند.^{۱۵} اولین تلاش ها برای غلبه بر مسأله نقدینگی که بانک های اسلامی با آن مواجه هستند، توسط بانک مرکزی مالزی در ژوئای ۱۹۸۳ و پس از آن انجام شد که نخستین بانک اسلامی مالزی کار خود را شروع کرد و از اوراق بهادار دولتی یا اسناد خزانه که بهره پرداخت می کردند استفاده نکرد. بنابراین اوراق بی بهره

با نام گواهی سرمایه گذاری دولتی منتشر شد. این گواهی ها نشان دهنده بدهی بانک اسلامی مالزی به دولت بود. نرخ بهره از پیش تعیین شده ای برای این اوراق وجود نداشت، بلکه نرخ بازدهی آن ها توسط دولت و به تشخیص آن اعلام می شد. کمیته ای به نام کمیته سود تقسیمی مرکب از وزارت امور مالی، بانک مرکزی، واحد برنامه ریزی اقتصادی و بخش امور مذهبی دفتر نخست وزیری، برای اعلام منظم نرخ ها تعیین شد. رابطه ثابتی برای تعیین نرخ بازدهی وجود نداشت، بلکه تأکید بر ملاحظات کیفی به جای صرفاً ملاحظات کمی مطرح بود. برای تعیین نرخ بازدهی، معیارهای مختلفی مانند شرایط کلان اقتصادی، نرخ تورم و نرخ بازدهی سایر اوراق بهادار مشابه مورد توجه قرار داشت.

بانک مرکزی پس از این که به بانک های معمولی اجازه داد سپرده های اسلامی را بپذیرند و تسهیلات اسلامی اعطا کنند، متوجه شد برای کمک به توسعه ابزارهای اسلامی لازم است بازار پول بین بانکی ایجاد شود. از این رو در ۱۸ دسامبر ۱۹۹۳ رهنمودهایی برای چگونگی اجرای بازار پول اسلامی بین بانکی جدید منتشر شد. این بازار در سوم ژانویه ۱۹۹۴ در کوالالامپور افتتاح شد که وظیفه اصلی اش تسهیل معاملات بین بانکی ابزارهای مالی اسلامی به خصوص اوراق سرمایه گذاری بین بانکی مضاربه^{۱۶} (MII) بود. سازوکاری را به وجود می آورد که به وسیله آن یک بانک اسلامی (بانک سرمایه پذیر) می تواند وجوه مازاد یک نهاد مالی اسلامی (بانک سرمایه گذاری) را به وسیله انتشار گواهی "مضاربه" برای یک دوره معین سرمایه گذاری از یک روز تا ۱۲ ماه جذب کند.^{۱۷}

بانک سرمایه گذار در MII سود واقعی را پیشاپیش نمی داند زیرا به سود ناخالص بانک سرمایه پذیر بستگی دارد. نسبت تقسیم سود از

3 • Mudaraba Interbank Investments

تأمین مالی یک پروژه از طریق قرارداد "استصناع" قابل انجام است به نحوی که وجوه به منظور تأمین هزینه های نیروی انسانی و مواد اولیه پیشاپیش توسط یک بانک اسلامی پرداخت می شود

قبل تعیین شده و اصل مبلغ در انتهای دوره وام بازپرداخت می شود. در ۲ فوریه ۱۹۹۶، بانک مرکزی برای افزایش اطمینان سرمایه گذاران نرخی به عنوان حداقل نرخ مرجع برای اوراق دولت مالزی به علاوه یک مقدار اضافی ۰/۵ درصدی تعیین کرد. البته بانک های سرمایه پذیر ملزم به اعلام نسبت سود براساس این نرخ مرجع نیستند ولی این نرخ می تواند راهنمایی برای بانک های سرمایه گذار جهت طبقه بندی بازدهی قابل انتظار و همچنین یک نرخ راهنما هنگام مذاکرات برای تعیین نسبت سود باشد. شرکت ملی رهن مالزی برنامه جدیدی برای خرید اوراق بدهی اسلامی در دسامبر ۲۰۰۱ ارائه کرد.^{۱۷} این برنامه و همچنین تأسیس صندوق های مشترک سرمایه گذاری اسلامی مبتنی بر سرمایه گذاری های صکوک توسط بانک RHB، نوآوری مالزی در به کارگیری ابزارهای مالی اسلامی جدید را نشان می دهد.

صکوک دولتی بحرین

در ۱۳ ژوئن سال ۲۰۰۱، مؤسسه پولی بحرین برای اولین مرتبه در حوزه کشورهای خلیج فارس [افارس]، اسناد دولتی مطابق با قوانین اسلامی منتشر کرد.^{۱۸} ارزش این اسناد ۲۵ میلیون دلار آمریکا، به شکل اوراق ۳ ماهه و با عنوان اوراق بهادار "صکوک سلم" بود. با توجه به این که دولت مالزی از دهه ۱۹۸۰ اوراق قرضه اسلامی منتشر می کرده است، بعضی از دولت های عربی مجبور شده اند به جای استفاده از بازارهای داخلی، به خاطر مخالفت اسلام با معامله اوراق بهادار مبتنی بر بهره، از بازارهای بین المللی اسلامی استقراض کنند. دولت ها اوراقی را منتشر کرده اند که بانک های تجاری داخلی مجبورند آن ها را تا سررسید نگهدارند و معامله نکنند. این امر نقدینگی بانک ها و همچنین دولت ها را در تأمین مستقیم منابع از عموم با مشکل مواجه می کند.

بحرین با انتشار اوراق بهادار "صکوک سلم" جدید و ارائه یک بازدهی ثابت ۳/۹۵ درصدی سالانه که مبتنی بر بهره نبود، توانست این مسأله



را حل کند. بازدهی این اوراق براساس بازدهی مورد انتظار دولت از وجوه به کار گرفته شده و نه نرخ بهره بازار محاسبه شده بود. اولین سررسید این اوراق در ۱۲ سپتامبر ۲۰۰۱ بود و پس از آن، انتشار این اوراق هر سه ماه یکبار تکرار شد.

ارزش عرضه اولیه این اوراق در ژوئن ۲۰۰۱، ۲۵ میلیون دلار آمریکا بود که با استقبال ۶۰ میلیون دلار آمریکا مواجه شد. حداقل مبلغ پذیر منویسی، ۱۰۰۰۰ دلار آمریکا تعیین شد. این حداقل برای اوراق بهادار اجاره نیز که به ارزش ۱۰۰ میلیون دلار آمریکا در آگوست ۲۰۰۱ عرضه شد، تعیین گردید. این اوراق با سررسید در سال ۲۰۰۶، به تاریخ ۴ سپتامبر ۲۰۰۱ منتشر شد. نرخ اجاره آن ها ۵/۲۵ درصد و مورد تضمین دولت بحرین بود. کل ارزش پرتفوی صکوک که تا قبل از اکتبر سال ۲۰۰۳ توسط بحرین مدیریت می شد، بالغ بر ۱ میلیارد دلار آمریکا بود که چشم انداز سال های آتی را بسیار امیدوارکننده نشان می دهد.^{۱۹} در فوریه ۲۰۰۲ در بحرین، مرکز اسلامی مدیریت نقدینگی تأسیس شد. تأسیس کنندگان این مرکز، مرکز مالی کویت، بانک اسلامی دبی و بانک اسلامی بحرین، هر یک با سرمایه ۵ میلیون دلار آمریکا بودند. این مرکز دارایی های مشروع راز دولت ها، نهادهای مالی و شرکت ها خریداری و جمع آوری کرد. بنابراین اوراق بهادار صکوک با قابلیت معامله و بر مبنای ارزش دارایی های پایه منتشر شد. مورد کاوی: صکوک جهانی قطر

با توجه به این که عرضه ۷۰۰ میلیون دلار آمریکا

"صکوک" جهانی قطر، در ۸ اکتبر سال ۲۰۰۳ بزرگ ترین انتشار صکوک در طول تاریخ بوده است، بررسی این مورد جالب توجه است.^{۲۰} گواهی های انتشار یافته در سال ۲۰۱۰ قابل باز خرید است؛ از این رو دوره این انتشار ۷ ساله می باشد. سود دارندگان صکوک هر سال ۲ بار پرداخت می شود: ۹ آوریل و ۹ اکتبر. حداقل ارزش اسمی هر برگه گواهی، ۱۰۰۰۰ دلار آمریکا بود و برگه های بازارش تر با مضربی از ۱۰۰۰ به ۱۰۰۰۰ دلار آمریکا اضافه می شد. مدیر مشترک این انتشار، بانک HSBC و بانک اسلامی بین المللی قطر با همکاری بانک اسلامی ابوظبی، بانک بین المللی خلیج فارس [افارس]، مرکز مالی کویت، بانک داران سرمایه گذاری بین المللی تجارت مالزی، بانک توسعه اسلامی و بانک اسلامی قطر بود.

ناشر دارای مجوز، صکوک جهانی قطر است که یک شرکت سهامی در قطر می باشد و براساس بند ۵ ماده ۶۸ قانون شرکت های تجاری مصوب سال ۲۰۰۲ تأسیس شده است. موضوع فعالیت این شرکت تنها فعالیت در زمینه صکوک است. سرمایه اسمی ناشر ۳۰ ریال قطر است که به سه سهم ۱۰ ریالی تقسیم شده است. دولت قطر به عنوان فروشنده، قطعه زمینی را برای ۷ سال به صورت اجاره ۷ ساله به این شرکت تحویل داده است که بعد از ۷ سال به دولت برگردانده می شود. پرداخت ها براساس قرارداد اجاره انجام می شود و مدیریت آن بر عهده بانک HSBC است.

بازدهی دارندگان گواهی ها متغیر است و براساس نرخ بین بانکی لندن (LIBOR) به علاوه ۰/۴ درصد تعیین می شود. این گواهی ها شبیه و قابل مقایسه با اوراق با نرخ شناور رایج است. شاید اتکای نرخ بازدهی به Libor مورد انتقاد قرار گیرد و بازدهی این اوراق را شبیه بهره نشان دهد ولی Libor تنها به عنوان یک الگو مورد استفاده قرار می گیرد و بازدهی به دارایی پایه - قطعه زمینی که توسط دولت قطر تأمین شده است - مربوط می شود. البته بهتر است با توجه به این که بازدهی باید براساس سود پروژه هایی باشد که با صکوک تأمین مالی می شود، در آینده الگوهای دیگری جایگزین Libor شود.

در مورد صکوک دولتی، شاخص های کلان

اقتصادی نظیر رشد GDP واقعی یا رشد GDP غیر نفتی در کشورهایی مثل قطر (برای در امان بودن بازدهی از مخاطره مستقیم قیمت نفت)، جایگزین‌های خوبی هستند.

صکوک دولتی در عربستان سعودی بازار سعودی در زمینه اوراق بهادار دولتی در سال‌های اخیر پیشرفت‌های زیادی داشته است که تا حدی نشان‌دهنده رشد بدهی دولت و در نتیجه تلاش بیشتر دولت برای طراحی شیوه‌های متنوع‌تر تأمین مالی است.¹⁵ بانک‌های تجاری عربستان سعودی بخش بزرگ بدهی دولت را با انتشار حدود ۱۰۰ میلیارد ریال سعودی اوراق تأمین مالی می‌کنند. اوراق قرضه توسعه‌بخش عمده این اوراق قرضه است، در حالی که مطالبات بانک از شرکت‌های دولتی تنها ۱۰ میلیارد ریال سعودی است که سهم ناچیزی است. استقرار داخلی، دولت عربستان سعودی را قادر ساخته است تا برای جبران کسری بودجه خود به استقرار بین‌المللی روی نیلورد. نتیجه روی آوردن دولت به تأمین مالی بلندمدت، تغییر از انتشار اسناد به انتشار اوراق قرضه توسعه‌دهنده که نشان‌دهنده کسری بودجه دولت است. اوراق قرضه توسعه علیرغم اسم خود می‌تواند برای مصارف جاری نیز استفاده شود و تنها برای طرح‌های توسعه‌ای بلندمدت مورد استفاده قرار نمی‌گیرد.

انواع در حال افزایشی از اوراق قرضه توسعه دولتی وجود دارد و مؤسسه پولی عربستان سعودی (SAMA) نیز سعی کرده است ویژگی‌هایی ارائه کند که در بازار جذابیت داشته باشد. تا سال ۱۹۹۷ اوراق قرضه توسعه دو، سه، چهار و پنج ساله منتشر می‌شد. در سال ۱۹۹۹، اوراق قرضه ۱۰ ساله و در سال ۲۰۰۱ اوراق قرضه ۷ ساله نیز منتشر شدند.¹⁶ اوراق قرضه توسعه با ارزش اسمی ۱ میلیون ریال سعودی برای سرمایه‌گذاران عمده و ارزش اسمی ۵۰ هزار ریال سعودی یا مضربی از آن برای سرمایه‌گذاران خرد منتشر شد. در عمل، بانک‌های محلی اکثر این اوراق قرضه را خریداری کردند.

با توجه به توسعه ابزارهای بدهی در عربستان سعودی، یک عزم ملی برای ارائه اسناد و اوراق

قرضه اسلامی جهت توسعه بازارهای مالی و افزایش گزینه‌های قابل انتخاب سرمایه‌گذاران به وجود آمد. تأسیس نهاد جدید بازار سرمایه در سال ۲۰۰۴ نیز نشان‌دهنده جایگاه ویژه عربستان سعودی برای طراحی و ارائه صکوک است.¹⁷

فرصت‌های فراوانی صکوک شرکتی هرگاه بازار صکوک دولتی تأسیس می‌شود، فضای توسعه صکوک شرکتی نیز فراهم می‌آید. هنگامی که عربستان سعودی در حال انجام پروژه‌های گازی با ارزش ۸۰ میلیارد ریال سعودی برای یک مدت ۱۰ ساله است، فضای تأمین مالی از طریق اوراق قرضه شرکتی قابل توجه است. بانک توسعه اسلامی با تأسیس یک مؤسسه رتبه‌بندی بین‌المللی اسلامی در بحرین موافقت کرده است. صکوک دولتی و شرکتی باید در این مؤسسه، رتبه‌بندی و یک بازار گسترده مربوط به شورای همکاری خلیج [فارس] (GCC) برای معامله اوراق بهادار اسلامی با مدیریت عربستان سعودی ایجاد شود.

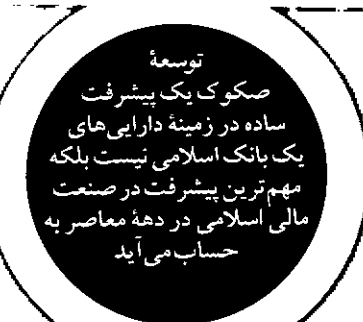
اولین صکوک شرکتی عربستان سعودی توسط شرکت HANCO (شرکت لیزینگ خودرو) در سال ۲۰۰۴ منتشر شد. این محصول که صکوک کاراوان¹⁸ نام داشت، یک اوراق ۳ ساله با نرخ متغیر بازدهی علی‌الحساب ۶ درصدی است که به صورت ماهانه به سرمایه‌گذاران پرداخت می‌شود.

هم‌چنین صکوک شرکتی دیگری مبتنی بر اجاره طراحی شده که در حوزه خلیج فارس [متنشر شده است].¹⁹ پس از این صکوک، صکوکی مرکب از اجاره و استصناع با نام تبرید²⁰ توسط شرکت سرمایه‌ش ملی به ارزش اسمی ۱۰۰ میلیون دلار آمریکا منتشر شد.²¹

بانک نورین، زیرمجموعه مالی اسلامی و بحرینی گروه UBS سوئیس، یکی از فعال‌ترین نهادها در

4 * Caravan Sukuk

5 ** Tabreed



زمینه بازار صکوک شرکتی است. هم‌چنین بانک سرمایه‌گذاری اسلامی بحرین انتشار صکوک توسط بانک توسعه اسلامی جده در سال ۲۰۰۳ را مدیریت کرد. ارزش این انتشار بالغ بر ۴۰۰ میلیون دلار آمریکا و مبتنی بر قراردادهای "اجاره"، "مراجعه" و "استصناع" می‌باشد.

می‌توان نتیجه گرفت این پیشرفت‌ها نشان‌دهنده مزایای در حال افزایش صکوک است. توسعه صکوک یک پیشرفت ساده در زمینه دارایی‌های یک بانک اسلامی نیست بلکه مهم‌ترین پیشرفت در صنعت مالی اسلامی در دهه معاصر به حساب می‌آید.

پی‌نوشت‌ها:

15 Ahmed, Osman Babikir, Islamic Financial Instruments to Manage Short-Term Liquidity, (Jeddah: Islamic Research and Training Institute, Islamic Development Bank, Research Paper 41, 1997), pp. 19-40.

16 Ahmed, Ausaf, Towards an Islamic Financial Market: A Study of Islamic Banking and Finance in Malaysia, (Jeddah: Islamic Research and Training Institute, Islamic Development Bank, Research Paper 45, 1997), pp. 46-58.

18 Bahrain Monetary Agency, Islamic Banking and Finance in the Kingdom of Bahrain (Manama: 2002), pp. 72-78.

19 'Billion dollar sukuk portfolio for Bahrain', Islamic Banking Hub Quarterly Newsletter

(Manama: Islamic Banking and Takaful Taskforce, October 2003), p. 1.

25 'Capital market news', TradeArabia, (Manama: 12 April 2004).

26 Cole, Margaret, and Mohammed Al-Sheikh, 'The Growth of Sukuk in the Global Capital Markets', AsiaLaw (Singapore: 2 February 2004).

Services (Volume 3, Number 1, 2001), pp. 1–18.

6 Muhammad al-Amine, Muhammad al-Bashir, 'The Islamic bonds market: possibilities and challenges', *International Journal of Islamic Financial Services* (Volume 3, Number 1, 2001), pp. 1–18.

1 The Holy Qur'an, text, translation and commentary by Abdullah Yusuf Ali (Kuwait: Tha' Es-Salesil Printing and Publishing, reprint in 1988 of 1934 1st edition).

3 Usmani, Muhammad Taqi, *An Introduction to Islamic Finance* (The Hague: Kluwer Law International, 2002), pp. xiv–xvii.

11 Usmani, Muhammad Taqi, *An Introduction to Islamic Finance* (The Hague: Kluwer Law International, 2002), pp. 80–81.

4 Vogel, Frank, and Samuel Hayes, *Islamic Law and Finance: Religion, Risk and Return* (The Hague: Kluwer Law International, 1998), p. 77.

9 Vogel, Frank, and Samuel Hayes, *Islamic Law and Finance: Religion, Risk and Return* (The Hague: Kluwer Law International, 1998), p. 146.

17 www.cagamas.com.my, accessed 20 April 2004.

23 Wilson, Rodney, *Economic Development in Saudi Arabia* (London: RoutledgeCurzon, 2004), p. 70.

14 Yasseri, Ali, 'The experiences of the Islamic Republic of Iran in musharakah financing', *Arab Law Quarterly* (1999), pp. 231–244.



گواهی های
مضاربه برای اولین بار
در پاکستان و در سال ۱۹۸۰
توسط شرکت هایی منتشر
شد که سرمایه پرداخت شده
آن ها حداقل ۵ میلیون روپیه
پاکستان بود

Instruments for Public Resource Mobilisation, Ahmad, Ausaf, and Tariqullah Khan (eds) (Jeddah: Islamic Research and Training Institute, Islamic Development Bank, Seminar Proceedings Number 39, 1997), p. 293.

10 Kafi, Monzer, 'The use of ijara bonds for bridging the budget gap', *Islamic Financial Instruments for Public Resource Mobilisation*, Ahmad, Ausaf, and Tariqullah Khan (eds) (Jeddah: Islamic Research and Training Institute, Islamic Development Bank, Seminar Proceedings Number 39, 1997), p. 291.

12 Muhammad al-Amine, Muhammad al-Bashir, 'The Islamic bonds market: possibilities and challenges', *International Journal of Islamic Financial*

20 Documented on the published terms of the Qatar Global Sukuk, QSC, circular of 8 October 2003.

21 Data supplied by the Saudi Arabian Monetary Agency (Riyadh, December 2003).

22 Dew, Philip, *Saudi Arabia: Restructuring for Growth* (London: Euromoney Books, 2003), pp. 71–72.

5 Elgari, Mohammad Ali, 'A short term financial instrument based on the salam contract', *Islamic Financial Instruments for Public Resource Mobilisation*, Ahmad, Ausaf, and Tariqullah Khan (eds) (Jeddah: Islamic Research and Training Institute, Islamic Development Bank, Seminar Proceedings Number 39, 1997), p. 252.

7 For a discussion of the thinking and rulings of Ibn Taimiyah on prices and markets see Islahi, Abdul Azim, *Economic Concepts of Ibn Taimiyah* (Leicester: The Islamic Foundation, 1988), pp. 75–102.

13 Gieraths, Christine, 'Pakistan: main participants and financial products of the Islamisation process', *Islamic Financial Markets*, Wilson, Rodney (ed.) (London: Routledge, 1990), pp. 171–195.

8 Homoudi, Sami, 'Islamic financial instruments based on intermediary contracts', *Islamic Financial Instruments for Public Resource Mobilisation*, Ahmad, Ausaf, and Tariqullah Khan (eds) (Jeddah: Islamic Research and Training Institute, Islamic Development Bank, Seminar Proceedings Number 39, 1997), p. 223.

24 Information provided by Trevor Norman of Volaw Limited, a contributor to *Islamic Asset Management: Forming the Future for Shari'a-Compliant Investment Strategies* (London: Euromoney Books, 2004).

2 Kafi, Monzer, 'The use of ijara bonds for bridging the budget gap', *Islamic Financial*