



سازمان بورس و اوراق بهادار
Securities & Exchange Organization

مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

مروری بر صکوک:
وضعیت فعلی و چشم‌انداز آتی

مجتبی کاوند

اردیبهشت ۹۶



سازمان بورس و اوراق بهادار
مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی
گروه بازارها و ابزارهای مالی

عنوان: مروری بر صکوک: وضعیت فعلی و چشم‌انداز آتی

تهیه‌کننده: مجتبی کاوند

کد گزارش: ۹۶-۲-۲۰۱۷

تاریخ گزارش: اردیبهشت ۹۶

این اثر در گروه ابزارها و نهادهای مالی مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار تهیه گردیده و مباحث و نظرات ارائه شده در آن صرفاً نظرات و بررسی‌های صورت گرفته توسط کارشناسان و پژوهشگران این گروه می‌باشد نه نظرات رسمی سازمان بورس و اوراق بهادار.

فهرست مطالب

۴	چکیده.....
۵	مقدمه.....
۵	اوراق بهادار اسلامی (صکوک).....
۶	تاریخچه و توسعه صکوک.....
۶	ریشه‌های صکوک.....
۷	انواع اوراق بهادار اسلامی (صکوک).....
۸	توسعه صکوک به عنوان ابزارهای مالی مدرن.....
۱۰	بازار صکوک امروز.....
۱۱	آینده بازار صکوک.....
۱۲	چالش‌های توسعه بازار صکوک.....
۱۴	وضعیت انتشار صکوک دولتی در بازارهای داخلی کشورها.....
۲۰	منابع:.....

مروری بر صکوک: وضعیت فعلی و چشم انداز آتی

مجتبی کاوند

چکیده

یکی از نوآوری‌های چند دهه اخیر در مالی اسلامی، اوراق بهادار اسلامی یا صکوک است. امروزه صکوک نه تنها در کشورهای اسلامی نظیر مالزی، قطر، امارات، بحرین و... به دفعات توسط برای تأمین مالی دولت‌ها و شرکت‌ها منتشر می‌شود بلکه در کشورهای غیراسلامی نیز نظیر انگلیس، هنگ کنگ، ژاپن و... نیز دولت‌ها و شرکت‌ها از این اوراق برای تأمین مالی استفاده می‌کنند به طوری که حتی در قوانین و مقررات این کشورها مثل قوانین مالیاتی فصلی مربوط به صکوک وجود دارد. بحران مالی جهانی و برخی شبهات شرعی مطرح شده در مورد صکوک در اواخر سال ۲۰۰۷ موجب شد تا روند رشد این اوراق کند شود ولی پس از آن با رفع ابهامات شرعی توسط نهادهای مالی اسلامی بین‌المللی مانند سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی مجدداً روند رشد صکوک شتاب گرفت و هر روز بر سرعت آن افزوده می‌شود. با این حال هنوز برخی چالش‌های جدی بر سر راه توسعه صکوک وجود دارد.

در این گزارش پس از معرفی صکوک، تاریخچه و ریشه‌های آن، وضعیت فعلی و چشم‌انداز آتی آن در دنیا مورد بررسی قرار گرفته است و مروری بر آمارهای انتشار انواع آن صورت گرفته است.

کلمات کلیدی: صکوک، توسعه صکوک، دارایی پایه، واسطه، بانی، سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی

مقدمه

تأمین مالی اسلامی با هدف ارایه الگویی جدید برای جانشینی نظام‌های مالی سنتی و متعارف و فراهم آوردن امکانات و فرصت‌های مالی، بازرگانی و سرمایه‌گذاری منطبق با اصول شریعت در ادبیات مالی جهان ظهور نموده است. این نظام در سیر تطوری خود توانسته ابعاد متمایز خود را شناسایی کند. به دلیل مزایا و امتیازات خاص تأمین مالی اسلامی، اکنون مبحث تأمین مالی اسلامی در فضای بین‌المللی اهمیت بسیار بالایی یافته است. در این جهت نهادها و ابزارهای مالی متنوعی ابداع و به کار گرفته شده‌اند. امروزه مزایای تأمین مالی اسلامی در فضای بین‌المللی اهمیت بسیار بالایی یافته است. در این جهت نهادها و ابزارهای مالی متنوعی ابداع و به کار گرفته شده‌اند. امروزه مزایای تأمین مالی اسلامی عامل گسترش و اهمیت روزافزون آن شده است؛ به طوری که طیف وسیعی از نهادهای مالی اسلامی در کشورهای اسلامی و حتی برخی کشورهای غربی فعال هستند. علاوه بر این، تعداد و حوزه فعالیت‌های نهادهای مالی و بانک‌های ارائه‌دهنده خدمات مالی اسلامی رو به افزایش است. یکی از ابزارهای تأمین مالی اسلامی، که طی چند دهه اخیر رشد قابل توجهی داشته است، اوراق بهادار اسلامی یا صکوک است. صکوک ابزار ضروری برای تجهیز منابع، خواه در بخش خصوصی یا دولتی، محسوب می‌شود. همچنین، این ابزار به واسطه وجود مهندسی مالی مطابق با شریعت می‌تواند از رقابت‌پذیری بالایی در بازار برخوردار شده و برای عموم افراد، به عنوان یک فرصت سرمایه‌گذاری قابل دسترس باشد. در صورت نبود چنین ابزار با درآمد ثابتی که راهکاری منطبق با شرع برای سرمایه‌گذاری است، افراد از یک طرف انگیزه‌ای برای پس‌انداز نداشته و از سوی دیگر، امکان سرمایه‌گذاری برای آن‌ها وجود نخواهد داشت. صکوک برای نهادهای اسلامی، امکان افزایش نقدینگی را فراهم می‌کند. همچنین برای سرمایه‌گذاران بازارهای متعارف، گواهی‌های صکوک راه دیگری برای استفاده از مزایای متنوع‌سازی دارایی‌ها در سطح جهان و بازیابی وجوه و دارایی‌هایی که پیش از این بدون استفاده بودند، به حساب می‌آیند. در این گزارش وضعیت فعلی، چشم‌انداز آتی، چالش‌های توسعه و آمارهای مربوط به انواع مختلف صکوک در دنیا مورد بررسی قرار گرفته است.

اوراق بهادار اسلامی (صکوک)

صکوک جمع «صک» است. «صک» به معنای گواهی، اسناد حقوقی، سند رسمی یا چک و در حقیقت معادل عربی کلمه «چک» است (ISRA, 2015, p. 412). کلمه «چک» در حقیقت فارسی بوده و به همین صورت به زبان انگلیسی و با اندکی تغییر به زبان عربی رفته است. صکوک در معنای تخصصی خود عموماً به ابزارهای مالی اسلامی گفته می‌شود که مبتنی بر یک دارایی فیزیکی (عینی)^۱ یا غیرفیزیکی (دینی) منتشر می‌شوند. بنابراین دارندگان اوراق، در حقیقت مالکان دارایی محسوب می‌شوند. طراحی اوراق مبتنی بر یک دارایی غیرفیزیکی تحت تأثیر ممنوعیت خرید و فروش دین در فقه اهل سنت است. با توجه به این که بزرگان فقه شیعه، خرید و فروش دین را صحیح می‌دانند بنابراین از این دیدگاه می‌توان اوراق بهادار اسلامی (صکوک) را نه تنها مبتنی بر دارایی فیزیکی بلکه مبتنی بر دارایی غیرفیزیکی (دین) نیز طراحی نمود.

^۱ عین در مقابل دین قرار دارد. عین هرگونه دارایی فیزیکی محسوب می‌شود در حالی که منظور از دین، مالی است که بر عهده فرد دیگر قرار دارد و وی متعهد است که آن را بپردازد.

تاریخچه و توسعه صکوک

توسعه محصولات مالی مدرن منطبق با شرع نسبتاً جدید است و تاریخچه آن به اوایل دهه ۱۹۷۰ میلادی و ظهور اولین بانک‌های اسلامی باز می‌گردد. در سالیان اخیر، علمای شرع و فعالان بازار برای ابداع محصولات منطبق با شرع فعالیت گسترده‌ای کرده‌اند. این محصولات بسیاری از مزیت‌های محصولات مالی متعارف را دارد و در عین حال به جنبه‌های شرعی نیز وفادار است. این فرآیند توسعه در حال انجام به‌عنوان بازار مالی اسلامی، به‌طور مستمر در حال گسترش است. ارزش بازار جهانی مالی اسلامی میلیاردها دلار تخمین زده می‌شود و بسیاری از نهادهای مالی دنیا از برخی جهات به ویژه مدیریت، ترتیبات قراردادی^۱ یا معاملات صکوک، درگیر تأمین مالی اسلامی هستند.

سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی^۲ (AAOIFI) صکوک را این‌گونه تعریف کرده است: «گواهی‌هایی با ارزش برابر که نشان‌دهنده سهم تقسیم نشده در مالکیت دارایی‌های مشهود، حقوق^۳ و خدمات یا (در مالکیت) دارایی‌های پروژه‌های خاص یا فعالیت سرمایه‌گذاری ویژه است». بر این اساس، صکوک (در حالی که گاهی اوراق قرضه اسلامی خوانده می‌شود به دلیل شباهت‌های آن به اوراق قرضه از قبیل قابلیت معامله و این که به راحتی رتبه‌بندی می‌شود) را می‌توان گواهی تراست سرمایه‌گذاری اسلامی^۴ نیز نامید و به نظر این نامگذاری صحیح‌تر است. در حالی که اوراق قرضه نشان‌دهنده بدهی خود ناشر به دارندگان اوراق قرضه می‌باشد، گواهی صکوک نشان‌دهنده مالکیت سرمایه‌گذاران در دارایی پایه صکوک^۵، کسب‌وکار، شرکت یا پروژه است که دارندگان صکوک را برای دریافت سهمی از درآمد ایجاد شده در نتیجه آن محق می‌کند.

بازار صکوک به سرعت و به‌طور گسترده در طول دهه گذشته رشد کرده است؛ زیرا تقاضا برای خدمات و محصولات مالی اسلامی افزایش یافته است. بر این اساس، *استاندارد/اندپورز*^۶ در سال ۲۰۱۴، تقریباً ۱۱۶/۴ میلیارد دلار صکوک منتشره توسط شرکت‌ها، نهادهای حاکمیتی^۷ و نهادهای دولتی^۸ رتبه‌بندی کرده است. با محدودیت‌های نقدینگی که در بخش بانکداری باقی مانده است، بازار صکوک احتمالاً منبع تأمین مالی کلیدی برای بسیاری از شرکت‌ها از جمله شرکت‌های ایرانی، برای سال‌های آینده خواهد بود.

ریشه‌های صکوک

ریشه‌های صکوک به دوره اسلامی کلاسیک (۷۰۰-۱۳۰۰ بعد از میلاد مسیح) بر می‌گردد. نوشته‌های آن دوران نشان می‌دهد تعهدات مالی ناشی از تجارت و فعالیت‌های بازرگانی دیگر در انطباق با آیه ۲۸۲ سوره بقره است که کتابت قرارداد را توصیه و تشویق می‌نماید:

«ای کسانی که ایمان آورده‌اید، هنگامی که دینی را تا مدت معینی (به خاطر گرفتن وام یا داد و ستد) به یکدیگر بدهکار شدید آن را بنویسید، و باید نویسنده‌ای (سند آن را) در میان خودتان به عدالت بنگارد، و هرگز نباید نویسنده از نوشتن آن - همان‌گونه که خدا به وی

^۱ Arrangement

^۲ The Accounting and Auditing Organisation for Islamic Financial Institutions (AAOIFI)

^۳ Usufruct

^۴ Islamic Investment Trust Certificates

^۵ به طور کلی دارایی را در ادبیات فقهی می‌توان از یک جنبه به عین و دین تقسیم کرد و از جنبه دیگر به عین، منفعت و حق دسته‌بندی کرد. دارایی پایه انتشار صکوک می‌تواند هر یک از این موارد یا سبدی از این موارد باشد.

^۶ Standard and Poor's,

^۷ Sovereign Entities

^۸ Government-Related Entities (Gres)

آموخته - امتناع ورزد، او باید بنویسد و کسی که حق به گردن اوست (بدهکار) املا کند، و از خداوند که پروردگار اوست پروا نماید و از حق چیزی را کم نگذارد، و اگر کسی که حق به گردن اوست سفيه یا ناتوان (به لحاظ سنی) باشد یا (به خاطر آفت زبان) نتواند املا کند، ولی او به عدالت املا نماید. و دو گواه از مردانتان (مردان مسلمان) را به شهادت بطلبید، و اگر دو مرد نباشد، یک مرد و دو زن را از میان گواهانی که (از دینشان) رضایت دارید گواه بگیرید، تا اگر یکی از آن دو زن فراموش نمود آن دیگری او را یادآوری نماید. و چون گواهان (برای تحمل شهادت یا اداء آن) دعوت شوند خودداری نکنند. و از نوشتن بدهی‌ای که تا مدتی معین مهلت دارد، کوچک باشد یا بزرگ، ملول نشوید. این کار در نزد خدا عادلانه تر و برای گواهی استوارتر و به اینکه شک نکنید (و نزاعی برنخیزد) نزدیکتر است، مگر آنکه داد و ستدی نقدی باشد که در میان خود تبادل می‌کنید، که بر شما گناهی نیست که آن را ننویسید. و (بهرتر است که) هر زمان داد و ستد کنید شاهد بگیرید، و نباید نویسنده و گواه (به واسطه زیاد و کم کردن، به صاحب حق) ضرر بزنند و نباید به نویسنده و شاهد به سبب ندادن حقتان ضرر برسد، و اگر چنین کنید برای شما فسق و گناه است. و از خدا پروا کنید، و خدا به شما می‌آموزد و خدا به همه چیز داناست» (قرآن کریم، سوره بقره، آیه ۲۸۲، ترجمه آیت‌الله مشکینی).

در طول دوره اسلامی کلاسیک، صک (مفرد صکوک و از نظر لفظی به معنای سند یا ابزار) برای توصیف هرگونه سندی که نشان‌دهنده بدهی مالی است، استفاده می‌شد.

انواع اوراق بهادار اسلامی (صکوک)

ارسلان طریق ایده استفاده از ابزارهای مالی اسلامی را به قحف (Kahf, 1997)، الگاری (Elgari, 1997)، زرقا (Zarqa, 1997) و حق و عباس (Haque & Abbas, 1999)، نسبت می‌دهد. این در حالی است که یک شرکت مالزیایی به نام Shell MDS Sdn Bhd در سال ۱۹۹۰ میلادی ۱۲۵ میلیون رینگیت مالزی صکوک بیع به ثمن آجل^۱ منتشر کرد.^۲ جمهوری اسلامی ایران نیز در سال ۱۹۹۴ مقررات ناظر بر انتشار اوراق مشارکت را تهیه کرد و شهرداری تهران به‌عنوان ناشر، اولین اوراق مشارکت را منتشر نمود. بنابراین مالزی اولین کشوری است که اقدام به طراحی و انتشار چنین ابزارهایی نمود و توسعه این ابزارهای مالی و طراحی انواع مختلف آن توسط سایر کشورهای اسلامی به‌ویژه کشورهای عربی و مالزی ادامه یافت. با ایجاد تحول بنیادین در بازار سرمایه ایران و تصویب قانون اوراق بهادار در سال ۱۳۸۴، سازمان بورس و اوراق بهادار به‌عنوان نهاد نظارتی بازار سرمایه تشکیل و با ایجاد کمیته فقهی زمینه توسعه ابزارها و نهادهای مالی نوین با رویکرد اسلامی را فراهم نمود. سپس با تصویب قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی در سال ۱۳۸۸ این فرآیند تکمیل شد. پس از آن تلاش‌ها برای انتشار ابزارها و نهادهای مالی نوین ادامه یافت تا این که پس از انتشار اوراق اجاره در سال ۱۳۸۹، دومین نوع از صکوک یعنی اوراق مرابحه در سال ۱۳۹۱ در بازار سرمایه ایران توسط شرکت بوتان منتشر گردید.

اوراق بهادار اسلامی یا صکوک را می‌توان به صورت‌های مختلف دسته‌بندی کرد. براساس تقسیم‌بندی مبتنی بر هدف سرمایه‌گذار از سرمایه‌گذاری در اوراق، انواع اوراق بهادار اسلامی عبارتند از:

۱. اوراق بهادار غیرانتفاعی مانند اوراق قرض الحسنه
۲. اوراق بهادار انتفاعی به‌منظور تامین مالی شامل:

^۱ Bai Bithaman Ajil Sukuk

^۲ منظور از صکوک بیع به ثمن آجل همان صکوک مرابحه است که در آن بهای معاملع به صورت نسیه و در آینده پرداخت می‌شود شبیه اوراق مرابحه منتشر شده در بازار سرمایه ایران.

- الف. اوراق تأمین مالی با درآمد ثابت مانند اوراق مرابحه
- ب. اوراق تأمین مالی با درآمد متغیر مانند اوراق مضاربه
- ج. اوراق تأمین مالی قابل تبدیل مانند اوراق مشارکت قابل تبدیل به سهام
۳. اوراق بهادار انتفاعی به منظور تأمین نقدینگی مانند اوراق اجاره.
۴. اوراق بهادار انتفاعی به منظور تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار مانند اوراق رهنی.

توسعهٔ صکوک به عنوان ابزارهای مالی مدرن

آکادمی فقه اسلامی سازمان بین‌المللی کنفرانس اسلامی^۱ (آکادمی فقه)، که یک آکادمی برای مطالعات پیشرفتهٔ اسلامی در جده واقع در کشور عربستان سعودی است، مبنایی برای توسعهٔ بازار صکوک از طریق انتشار بیانیه‌ای در سال ۱۹۸۸ طرح‌ریزی کرده است. در این بیانیه آمده است:

«هرگونه ترکیب دارایی‌ها (یا حقوق این دارایی‌ها) می‌تواند به شکل ابزارهای مالی باشد که این ابزارها می‌توانند به قیمت بازار فروخته شوند. البته باید توجه داشت که ترکیب دارایی‌هایی که مبنای صکوک هستند باید به گونه‌ای باشد که اکثر این دارایی‌ها از نوع مشهود باشند».

تصمیمات آکادمی فقه تأثیر زیادی روی بیشتر نهادهای مالی منطبق با شرع و کمیته‌های شرعی آنان دارد. این بیانیه که به‌طور خاص تأیید معاملات صکوک بوده است، نشانهٔ انقلابی در مالی اسلامی و زمینه‌ساز هموار کردن راه برای معرفی و ورود صکوک به عنوان ابزار بازارهای سرمایه بوده است. سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی (AAOIFI) که در سال ۱۹۹۱ تأسیس شده است نیز نقش مهمی در هنجارسازی استانداردهای شرعی مرتبط با مالی اسلامی داشته است. کمیته شرعی سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی (AAOIFI) متشکل از علمایی به نمایندگی از کشورهای مختلف اسلامی است و لذا این کمیته به عنوان متخصصان مالی نمایندهٔ صنعت شناخته می‌شود.

بعد از این که آکادمی فقه بیانیه اشاره شده در فوق را منتشر کرد، انتشار اولین صکوک در فاصله کوتاهی پیگیری شد. یک شرکت مالزیایی به نام Shell MDS Sdn Bhd در سال ۱۹۹۰ میلادی ۱۲۵ میلیون رینگیت مالزی صکوک بیع به ثمن آجل^۲ منتشر کرد.^۳ ۱۱ سال بعد از انتشار این صکوک، اولین صکوک بین‌المللی به دلار آمریکا منتشر شد. این صکوک توسط یک شرکت کشت و زرع مالزیایی به نام Kumpulan Guthrie Bhd's به ارزش ۱۵۰ میلیون دلار در سال ۲۰۰۱ منتشر شد. نهاد ناظر بر بازار پول بحرین^۴ (که در حال حاضر بانک مرکزی بحرین می‌باشد) نخستین نهاد دولتی برای انتشار صکوک در سال ۲۰۰۱ بود. چندین صکوک حاکمیتی^۵ نیز در کشورهای مالزی، قطر، جمهوری پاکستان و امارات منتشر شد که توجه بین‌المللی را به صکوک جلب کرد و گامی برای رشد بین‌المللی بی سابقهٔ این ابزار مالی فراهم نمود. برای مثال، در کشورهای عضو همکاری خلیج فارس^۶ بین سال‌های ۲۰۰۵ تا ۲۰۰۷ صکوک منتشره تقریباً^۲ برابر شد و از ۲۵/۵ میلیارد دلار به ۴۸/۲ میلیارد دلار رسید.

^۱ The Organisation of the Islamic Conference International Islamic Fiqh Academy

^۲ Bai Bithaman Ajil Sukuk

^۳ منظور از صکوک بیع به ثمن آجل همان صکوک مرابحه است که در آن بهای معاملع به صورت نسیه و در آینده پرداخت می‌شود شبیه اوراق مرابحه منتشر شده در بازار سرمایه ایران.

^۴ The Bahrain Monetary Authority

^۵ Sovereign Sukuk

^۶ The Gulf Cooperation Council Countries (Gcc)

بازار صکوک در اواخر سال ۲۰۰۷ و اوایل سال ۲۰۰۹ نوسان داشت که عمدتاً ناشی از دو اتفاق متمایز و مجزای از هم بود: ۱- بحث پیرامون انطباق با شرع برخی از ساختارهای صکوک و ۲- بحران اعتباری جهانی. بحران مالی جهانی به دلیل افزایش هزینه‌های استقراض، عدم ایفای تعهدات سرمایه‌گذاران^۱ و عدم اعتماد به اوراق بهادار بازار سرمایه ایجاد شد.

در اواخر سال ۲۰۰۷، شیخ محمد تقی عثمانی، رئیس سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی (AAOIFI) بیانیه‌ای تفرقه‌انگیز منتشر و در آن سؤال نمود که آیا اکثر صکوک‌های موجود در بازار واقعاً منطبق با اصول شرعی هستند یا خیر؟ به دنبال عدم اطمینان بازار که ناشی از بیانیه شیخ عثمانی بود، فقهای سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی (AAOIFI) نشستی در اوایل سال ۲۰۰۸ برگزار نمودند. پس از آن سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی (AAOIFI) بیانیه‌ای رسمی منتشر نمود که در آن برخی رهنمودها در مورد ساختارهای صکوک اشاره شده بود.

تعدادی از صکوک‌های منتشره به ویژه آن‌هایی که از ساختارهای مشارکت و مرابحه استفاده کرده‌اند (در زیر به آن‌ها اشاره خواهد شد) برای ناشر^۲ (شرکت واسطه^۳) تعهد خرید^۴ را از بانی/سازنده^۵ دارایی^۵ گرفته‌اند که به موجب آن در سررسید یا در صورت نکول، سازنده^۵ دارایی/بانی دارایی پایه^۶ را از ناشر به قیمت اسمی^۷ صکوک بازخرید خواهد کرد. از این‌رو، بیانیه سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی (AAOIFI) در دیدگاه خود روشن کرد که این ساختار به لحاظ شرعی مجاز نیست و به لحاظ شرعی این تعهد باید این‌گونه باشد که بانی/سازنده^۵ دارایی فقط ملزم به خرید دارایی‌های پایه بر اساس ارزش دارایی خالص^۸، ارزش بازار^۹، ارزش معادل پول نقد^{۱۰} یا هر قیمت توافقی در زمان خرید^{۱۱} باشد.

هدف و روح نهفته در بیانیه سازمان حسابرسی و حسابداری نهادهای مالی اسلامی (AAOIFI) اطمینان از این بود که صکوک‌های آینده بیشتر با رهنمودهای سازمان هماهنگ شوند و خود را با استانداردهای سازمان منطبق نمایند. اگر چه این بیانیه در مورد صکوک‌های منشره در گذشته سکوت اختیار کرده است اما بسیاری از فعالان بازار مالی اسلامی معتقدند که این سازمان با نگاه به گذشته و تجربه حاصل از آن، قصد بازنگری در مورد صکوک‌های منتشره پیش از بیانیه سازمان را ندارد. از این‌رو، انتشار بیانیه سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی (AAOIFI) هم زمان با شروع بحران مالی جهانی و سقوط سریع یا ناگهانی تعداد صکوک‌های منتشره بود. در نتیجه، انتشار صکوک شرکتی در کشورهای عضو شورای همکاری خلیج فارس از ۱۳/۵ میلیارد دلار در سال ۲۰۰۷ به ۵/۵ میلیارد دلار در سال ۲۰۰۸ رسید.

اگر چه تعیین دلیل کاهش انتشار صکوک مشکل به نظر می‌رسد و مشخص نیست که بحران اعتباری جهانی دلیل آن بوده یا عدم اطمینان ناشی از بیانیه سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی (AAOIFI)، ولی واقعیت این است که بیانیه سازمان اگرچه الزام‌آور نبود ولی بازار را برای دوره‌ای تحت تأثیر قرار داد. همچنین، بیانیه سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی (AAOIFI) موجب شد بسیاری از متخصصان مجدداً ساختارهای صکوک را بازبینی نمایند و آن‌ها را با

¹ A Lack of Investor Commitment

² The Issuer

³ A Special Purpose Vehicle (SPV)

⁴ A Purchase Undertaking

⁵ The Asset Originator/Obligor

⁶ The Underlying Assets

⁷ The Face Value

⁸ Net Asset Value

⁹ Market Value

¹⁰ Cash Equivalent Value

¹¹ Any Price Agreed Upon at The Time of Purchase

اصول سازمان که در بیانیه آن آمده است، هماهنگ نمایند و در عین حال اطمینان دهند که آن صکوک ویژگی‌های اقتصادی معادل با اوراق قرضه متعارف را دارا می‌باشد.

در نتیجه بیانیه سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی (AAOIFI)، بازار صکوک به شدت در سه نوع از ساختارهای صکوک استاندارد شد: صکوک اجاره، صکوک مباحه و صکوک ترکیبی مضاربه-وکالت^۱. با این حال، این استانداردسازی کاملاً عنصر عدم اطمینان را در ارتباط با ساختار بندی منطبق با شرع از این صکوک‌ها حذف نکرده است.

وضعیت فعلی بازار صکوک

بازار صکوک جهانی به سرعت بعد از بحران مالی جهانی بهبود یافته و ترمیم شده است؛ به گونه‌ای که انتشار صکوک در سطح جهانی در سال ۲۰۱۵ به ۶۳/۵ میلیارد دلار رسیده است. در حال حاضر، بازار صکوک منبع مهم سرمایه برای بسیاری از شرکت‌ها، حکومت‌ها و نهادهای وابسته به دولت‌ها در جنوب شرقی آسیا، غرب آسیا و شمال آفریقا محسوب می‌شود. این نواحی هر یک محافل جمعیتی از مسلمانان می‌باشند که به سرعت در حال رشد هستند. در حال حاضر، مالزی به دنبال چیره شدن بر بازار انتشار صکوک است. پس از آن اندونزی و عربستان نیز در پی این هدف هستند.

در گذشته، به دلیل مشکلات طراحی معاملات صکوک و مشکل در انتشار آن، بسیاری از نهادها برای تأمین مالی از بازار اوراق قرضه یا وام‌های بانک‌های متعارف در اروپا و آمریکا استفاده می‌کردند. همچنین، قیمت‌گذاری صکوک معمولاً نسبت به وام متعارف و بازارهای اوراق قرضه که در دسترس بودند، طرفداران کمتری داشت. در نتیجه بحران مالی در اروپا و آمریکا و نیز بحران منطقه اروپا^۲، چشم‌انداز تغییر کرد و سبب شد بسیاری از شرکت‌ها به‌طور فزاینده‌ای به بازار صکوک نقدشونده تمایل پیدا کنند.

در سال‌های اخیر، امارات متحده عربی و به‌طور خاص دبی به شدت به تأمین مالی بین‌المللی تکیه کرده‌اند. تخمین زده می‌شود که دبی برای جاده‌ها، فرودگاه‌ها، هتل‌ها و جهت گسترش شبکه ریلی به‌منظور آماده‌سازی نمایشگاه جهانی ۲۰۲۰، ۸/۱ میلیارد دلار سرمایه‌گذاری نیاز خواهد داشت؛ بنابراین ممکن است شاهد موجی از انتشارهای صکوک در امارات باشیم. حتی کشورهایی مانند قطر، که به‌لحاظ تاریخی بیشتر رشد خود را از درآمدهای گازی تأمین مالی کرده‌اند، پیش‌بینی می‌شود منابع خارجی قابل توجهی را برای تأمین مالی ورزشگاه‌های دارای سیستم تهویه و زیرساخت‌های مربوط به آن برای جام جهانی فوتبال ۲۰۲۲ جذب نماید. عدم تمایل بانک‌های اروپایی و آمریکایی برای تأمین مالی قطر، شکاف تأمین مالی قابل توجهی را در توسعه اقتصاد منطقه ایجاد خواهد کرد.

به دلیل انقباض بازارهای وام‌دهی اروپا و آمریکا، شرکت‌ها در غرب آسیا^۳ بیشتر روی نقدینگی قابل ملاحظه در این منطقه متمرکز شدند که حداقل تا اواخر سال ۲۰۱۴، به دلیل قیمت بالای نفت و رشد اقتصادی منطقه‌ای بالا بوده است. در سال ۲۰۱۵، اقتصاد عربستان سعودی و امارات عربی متحده به ترتیب ۳/۴ درصد و ۳-۳/۵ درصد رشد اقتصادی داشتند. در نتیجه رشد اقتصادی مستمر منطقه‌ای، بانک‌ها و نهادهای مالی در این منطقه به دنبال سرمایه‌گذاری در بازار صکوک در حال رشد در غرب آسیا بودند. همچنین، تعداد قابل توجهی از شرکت‌های خانوادگی در غرب آسیا، پس از تحمل زیان‌های قابل توجه در

¹ Mudaraba-Wakala

² The Eurozone Crisis

³ Middle East

سرمایه‌گذاری‌هایشان در بازارهای اروپا و آمریکا، در حال حاضر ترجیح می‌دهند سرمایه‌گذاری‌های خود را در مناطق نزدیک به وطن خود که در این مناطق امکان سرمایه‌گذاری در ابزارهای منطبق با شرع نیز وجود دارد، انجام دهند.

نقدینگی در اختیار سرمایه‌گذاران اسلامی (به ویژه بانک‌های اسلامی) در غرب آسیا و آسیا، به احتمال زیاد محرک کلیدی انتشار صکوک در سطح جهانی است. همچنین، صکوک معمولاً توسط سرمایه‌گذارانی که قصد نگهداری آن تا سررسید را دارند، خریداری می‌شود، بنابراین، عملکرد بازار ثانوی صکوک معمولاً برخلاف عدم ثبات اقتصادی گسترده، دارای ثبات بیشتری بوده است. به‌طور عمده، از آنجایی که بازار صکوک توسعه یافته است، اکثر ناشران آینده‌نگر صکوک در مقایسه با یک انتشار معادل در بازار اوراق قرضه متعارف، قادرند به قیمت‌گذاری مطلوب‌تری در بازار صکوک دست یابند. این عوامل موجب شده تا تعدادی از فعالان بازار پیش‌بینی نمایند که انتشار جهانی صکوک تا سال ۲۰۲۰ به بیش از ۲۵۰ میلیارد دلار خواهد رسید.

از نظر ساختارهای تصویب شده برای انتشار صکوک، این بازار به دنبال احیای ساختارهای طراحی شده برای پایبندی سخت‌گیرانه‌تر به اصول و رهنمودهای سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی (AAOIFI) و حرکت به سمت ساختارهای ترکیبی به‌منظور کسب انعطاف‌پذیری بیشتر با توجه به انواع دارایی‌هایی است که می‌تواند مورد استفاده قرار گیرد.

آینده بازار صکوک

برخلاف پذیرهنویسی‌های اوراق قرضه، پذیرهنویسی‌های صکوک به ناشران اجازه می‌دهد که هم سرمایه‌گذار جوامع اسلامی در حال رشد و هم سرمایه‌گذار نهادی جوامع غربی را جذب نماید. از آنجایی که بازار صکوک رشد کرده است، علاقه زاید الوصفی را برای برخی سرمایه‌گذاران نهادی آمریکایی و اروپایی به وجود آورده است. پذیرهنویسی صکوک از سوی برخی سرمایه‌گذاران نهادی آمریکایی و اروپایی به‌عنوان یکی از بهترین راه‌ها برای تنوع‌بخشی به پرتفو در نظر گرفته می‌شود و بازدهی بالاتری برای آنان از طریق سرمایه‌گذاری در بازارهای نوظهور جنوب غرب آسیا، غرب آسیا و شمال آفریقا کسب می‌شود.

به‌لحاظ تاریخی، حکومت‌ها و نهادهای دولتی وابسته به دولت درصد بالایی از انتشار صکوک بین‌المللی را با تضمین حکومتی صریح یا ضمنی^۱ به خود اختصاص داده‌اند. از این‌رو، از آنجایی که بازار صکوک به دنبال بلوغ و توسعه است، زمینه برای ورود شرکت‌های بورسی و شرکت‌های خصوصی از طریق طیف کاملی از منحنی اعتباری برای دسترسی به بازار صکوک فراهم شده است. در اکتبر سال ۲۰۱۳، مجید الفتیم^۲، که مالک و اپراتور تعدادی از بزرگترین و موفق‌ترین مراکز خرید بزرگ دبی می‌باشد، ۴۰۰ میلیون دلار صکوک منتشر کرده است که نشان می‌دهد شرکت‌های با مالکیت خانوادگی و بدون حمایت دولت می‌توانند به طور موفقیت‌آمیزی به بازار صکوک دسترسی داشته باشند. مجید الفتیم یکی از شرکت‌های با رتبه بالا در غرب آسیا است که از سوی مؤسسه فیچ رتبه BBB را به خود اختصاص داده است. همچنین، شرکت توسعه مستغلات دارالارکان^۳ در سال ۲۰۱۰ با وجود داشتن رتبه عدم سرمایه‌گذاری موفقیت‌آمیز، اولین پذیرهنویسی صکوک با بازدهی بالا را به ارزش ۴۵۰ میلیون دلار منتشر کرد. همین شرکت به‌طور موفقیت‌آمیز در این بازار مجدداً در مه سال ۲۰۱۳، نوامبر سال ۲۰۱۳ و مه سال ۲۰۱۴ با قیمت‌گذاری بسیار کمتر وارد شد؛ زیرا سرمایه‌گذاران بین‌المللی با ساختار صکوک و اعتبار بیشتر آشنا شدند.

همچنین، وسعت و عمق در حال افزایش بازار صکوک جهانی از طریق توانایی‌اش برای فراهم آوردن تأمین مالی بلندمدت نشان داده می‌شود. صکوک سررسید ۳ تا ۵ ساله دارد ولی این بازار تمایل به سررسیدهای بلندمدت‌تر نیز نشان داده است. در آوریل

¹ An Explicit or Implicit Sovereign Guarantee

² Majid Al-Futtaim

³ Dar Al-Arkan Real Estate Development Company

سال ۲۰۱۳، شرکت برق سعودی اولین صکوک ۳۰ ساله بین‌المللی را منتشر کرد. موفقیت و حجم علاقه سرمایه‌گذاران جهانی در شروع انتشار صکوک ۳۰ ساله (که درخواست متقاضیان بیش از ۵ برابر اوراق موجود بود، با مجموع ثبت سفارش بیش از ۵ میلیارد دلار) توسعه مالی اسلامی را نشان داد و پس از آن در آوریل ۲۰۱۴ صکوک بین‌المللی موفقیت‌آمیز دیگری را با سررسید ۳۰ ساله منتشر کرد. در آوریل ۲۰۱۴، دولت دبی اولین صکوک ۱۵ ساله را منتشر نمود. این صکوک بلندمدت‌ترین سررسیدی بود که برای یک ناشر بدون رتبه تا آن تاریخ ثبت شده بود. شرکت برق سعودی همچنین سایر ناشران اخیر اوراق بلندمدت را، نظیر دولت دبی، برای ساختارهای دو ترنچه انتخاب کرد تا در یک پذیرهنویسی هم ترنچ بلندمدت منتشر کنند و هم ترنچ کوتاه‌مدت. ساختار دو ترنچه به ناشران اجازه می‌دهد تا از مزیت تقاضای منطقه‌ای قوی برای پایان کوتاه‌تر منحنی سررسید و تقاضای بین‌المللی برای اوراق بلندمدت‌تر استفاده نمایند.

انتظار می‌رود صکوک بیش‌تری از سوی شرکت‌های چندملیتی به ویژه شرکت‌هایی که عملیات‌های برجسته و مهم در دنیای اسلام دارند، منتشر شود. برای مثال، در نوامبر ۲۰۰۹، جنرال الکتریک به‌عنوان شرکتی که در میان ۱۰ شرکت برتر Fortune 500 قرار دارد، اولین شرکت بین‌المللی جهانی بود که ۵۰۰ میلیون دلار صکوک منتشر کرد و به سرمایه‌گذاران غرب آسیا، اروپا و آسیا فروخت. هدف این کار تأمین مالی از منابع جایگزین و خارج از منطقه غرب به‌منظور تنوع‌بخشی به تأمین مالی شرکت بود.

چالش‌های توسعه بازار صکوک

اگرچه بازار صکوک با سرعت خوبی در حال توسعه است ولی هنوز چالش‌های بالقوه‌ای وجود دارد که می‌تواند مانع رشد آن شود و توسعه آینده را محدود نماید. برخی از این چالش‌ها در ادامه اشاره خواهند شد:

۱. رژیم حقوقی^۱

صکوک اغلب مستلزم ایجاد نهاد واسط و انتقال دارایی‌های پایه صکوک از طریق بانی (تأمین مالی کننده) به نهاد واسط می‌باشد. این امر می‌تواند مالیات اضافی و تمبر مالیاتی را افزایش دهد و مزیت صکوک را در مقایسه با اوراق قرضه متعارف کاهش دهد. یکی از دلایلی که مالزی ۶۰ درصد از انتشار صکوک در سطح جهانی را در اختیار دارد آن است که دولت قانون مالیات ثبت و انتقال زمین را به‌گونه‌ای تصویب کرده است که انتشار صکوک در مقایسه با انتشار اوراق قرضه متعارف جریمه نمی‌شود. برخی کشورها علاقه‌مند هستند تا توسعه بازار مالی اسلامی را دنبال نمایند و مقرراتی تصویب نمایند تا راه برای انتشار صکوک هموار شود. برای مثال، قانون مالی ۲۰۰۹ انگلیس^۲ برخی محدودیت‌های مالیاتی را که موجب می‌شد محصولات مالی منطبق با شرع کارایی مالیاتی کمتری نسبت محصولات متعارف داشته باشند، حذف نمود. تصویب این قانون هدف انگلیس برای تبدیل شدن به مرکز بین‌المللی مالی اسلامی را نشان می‌داد. در جولای ۲۰۱۴، دولت انگلیس اولین صکوک دولتی اروپایی را به ارزش ۲۰۰ میلیون پوند منتشر کرد. به دنبال تغییرات قانونی در هنگ کنگ که بر اساس آن چارچوب قانونی برای انتشار صکوک در مقایسه با اوراق قرضه تعیین شد، دولت این کشور در سپتامبر ۲۰۱۴، ۱۶ میلیارد دلار صکوک منتشر کرد. ژاپن و سنگاپور نیز در کنار دیگر کشورها تغییرات مشابهی برای حذف عدم تقارن در رفتارهای مالیاتی صکوک و اوراق قرضه انجام داده‌اند تا صکوک در مقایسه با اوراق قرضه متعارف قابل رقابت باشد.

¹ Legal Regime

² The UK's Finance Act 2009

۲. استانداردسازی^۱

فتوا^۲ (یا اظهارات قانونی^۳) به عنوان بخشی از فرآیند انجام معاملات صکوک، معمولاً از سوی فقها اعلام می‌شود تا ناشران و سرمایه‌گذاران اطمینان حاصل شود که ابزار صکوک منطبق با شرع می‌باشد. از این رو، این تأییدات تفاسیر مختلفی دارد؛ و تفاوت در دیدگاه‌ها می‌تواند در بازار تلاطم ایجاد نماید. نمونه‌ای از این تلاطم در انتشار بیانیه سازمان حسابداری و حسابرس نهادهای مالی اسلامی (AAOIFI) اشاره شد. از آنجایی که ابهامات شرعی روی بازار صکوک تأثیر دارد، مجموعه رهنمودهای اصولی باید به گونه‌ای توسعه یابد تا اکثریت مشاوران شرعی با آن موافق باشند. دولت مالزی تلاش نموده تا این مشکل را در سطح ملی از طریق تأسیس کمیته نظارت شرعی مرکزی^۴ حل نماید و اطمینان یابد که هر صکوکی که در مالزی منتشر می‌شود، کاملاً با اصول شرعی پذیرفته شده ملی منطبق است. تا سال ۲۰۱۶، هنوز کشورهای عضو شورای همکاری خلیج فارس، چنین نهاد نظارتی منطقه‌ای را مشابه مالزی ایجاد نکرده‌اند یا روی مجموعه اصول شرعی به توافق نرسیده‌اند، اما مسلماً از ایجاد چنین نهادی در آینده نزدیک منتفع خواهند شد.

۳. سازوکارهای نکول

توسعه بازار بلوغ یافته مستلزم آن است که سرمایه‌گذاران صکوک در صورت نکول، حقوق خود و راه‌حل‌های اندیشیده شده برای این منظور را بدانند. بسیاری از سرمایه‌گذارانی که تازه وارد سرمایه‌گذاری در صکوک شده‌اند، آن را ابزاری مطمئن می‌دانند و این به دلیل دارایی‌های پایه صکوک است. البته به دنبال برخی نکول‌های قابل توجه، سرمایه‌گذاران آموختند که اکثر صکوک‌ها ابزارهای امن و مطمئنی نیستند. از دیدگاه شرعی، صکوک سهم تقسیم نشده در مالکیت مجموعه‌ای از دارایی‌های مشهود، حقوق و/یا خدمات است و در صورت نکول بانی، سرمایه‌گذاران بر روی آن دارایی‌ها بسته به ساختار صکوک ادعا خواهند داشت. در اکثر از انواع صکوک مالکیت دارایی پایه به نهاد واسط منتقل نمی‌شود بنابراین در صورت نکول بانی، سرمایه‌گذاران از تضمین برخوردار نیستند. در این مورد ساختار بندی صکوک شبیه اوراق قرضه تضمین نشده می‌باشد. به طور کلی ساختارهای صکوک با پشتوانه دارایی وجود دارد ولی تعداد آن‌ها اندک است.

وضعیت انتشار صکوک دولتی در بازارهای داخلی کشورها

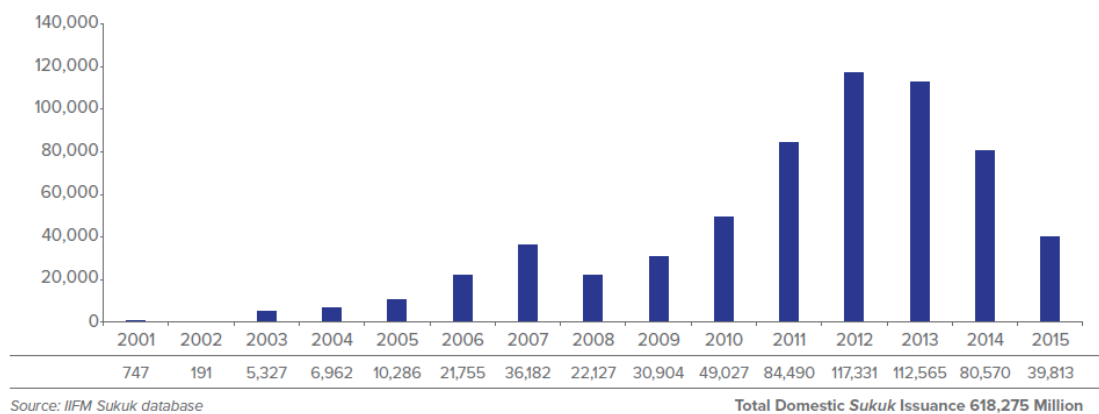
نمودار زیر نشان می‌دهد که حجم انتشار صکوک در بازارهای داخلی کشورها، در سال ۲۰۱۵ نسبت به سال ۲۰۱۴ کاهش داشته است. البته بیشترین سهم انتشار مربوط به مالزی بوده است.

¹ Standardization

² Fatwa

³ Legal Pronouncement

⁴ Shari'ah Supervisory Board

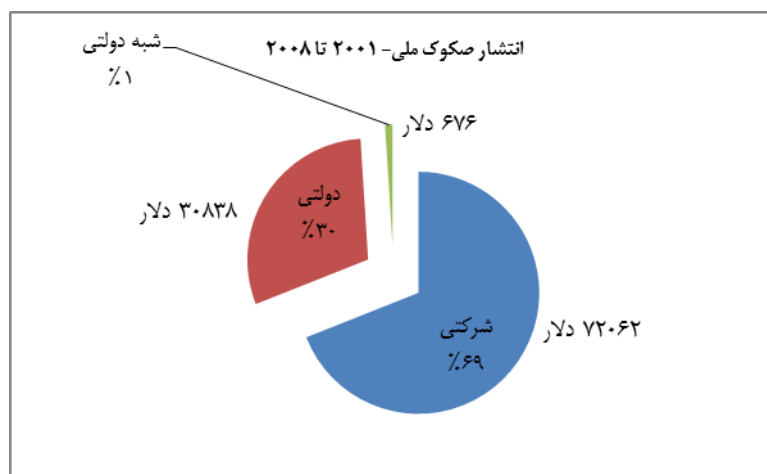


نمودار ۱- کل انتشار صکوک در بازار داخلی کشورها (ژانویه ۲۰۰۱ تا دسامبر ۲۰۱۵) - همه سررسیدها، همه ارزها، به میلیون دلار آمریکا

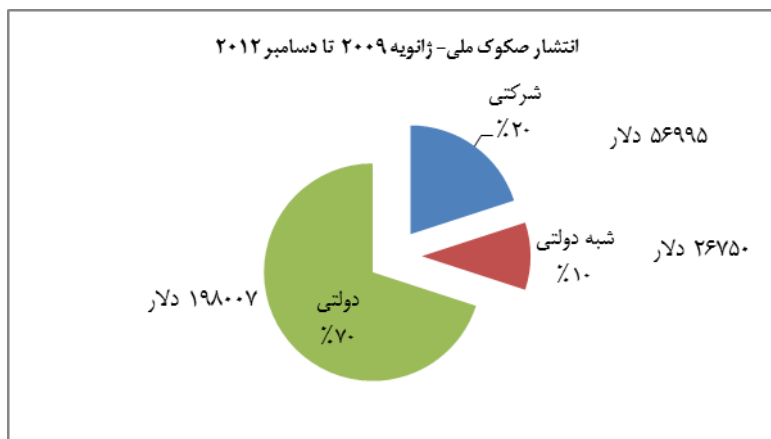
جدول ۱- انتشار صکوک با نرخ ثابت (به میلیون دلار آمریکا، سررسید بیش تر از یک سال)

سال	ناشر	نوع صکوک	نوع ارز انتشار	بین المللی یا داخلی	ساختار صکوک	میلیون دلار یا معادل آن	نرخ بازدهی	میانگین سررسید به سال
۲۰۱۵	دولت عمان	کشوری	ریال عمان	داخلی	اوراق اجاره	۶۴۷	۳/۵	۵
۲۰۱۵	دولت بحرین	کشوری	دینار بحرین	داخلی	اوراق اجاره	۵۳۰	۵	۵
۲۰۱۴	دولت سنگال	کشوری	فرانک سنگال	داخلی	اوراق اجاره	۲۰۰	۶/۲۵	۴
۲۰۱۴	دولت پاکستان	کشوری	ریال پاکستان	داخلی	اوراق اجاره	۴۷۱	۷/۹۷	۳

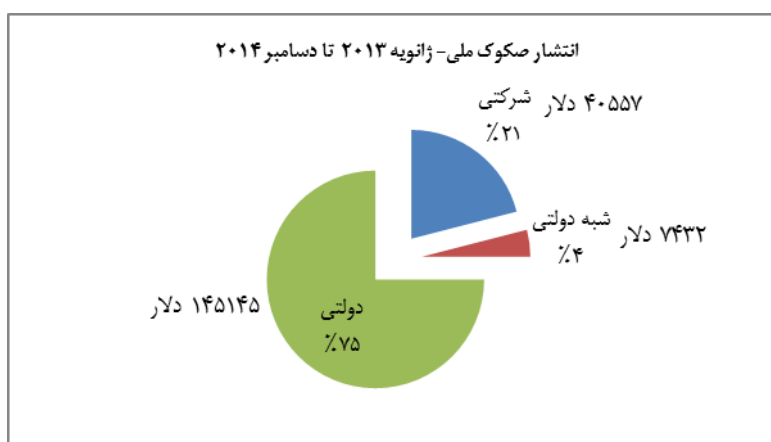
Source: IIFM Sukuk database



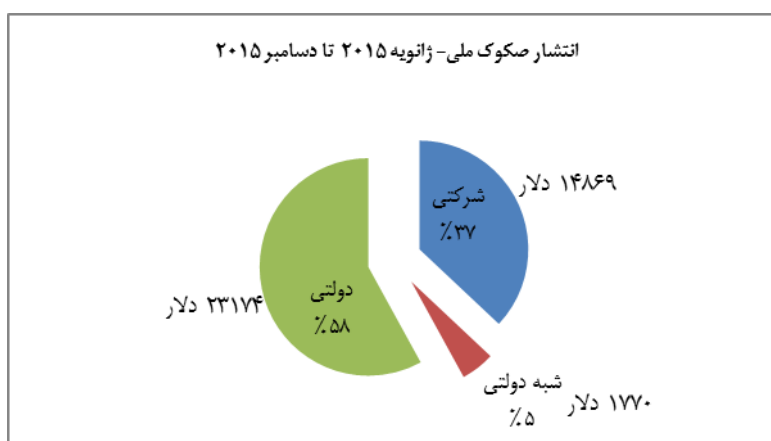
نمودار ۲- انتشار صکوک ملی بر حسب وضعیت ناشر - همه سررسیدها، همه ارزها، به میلیون دلار آمریکا



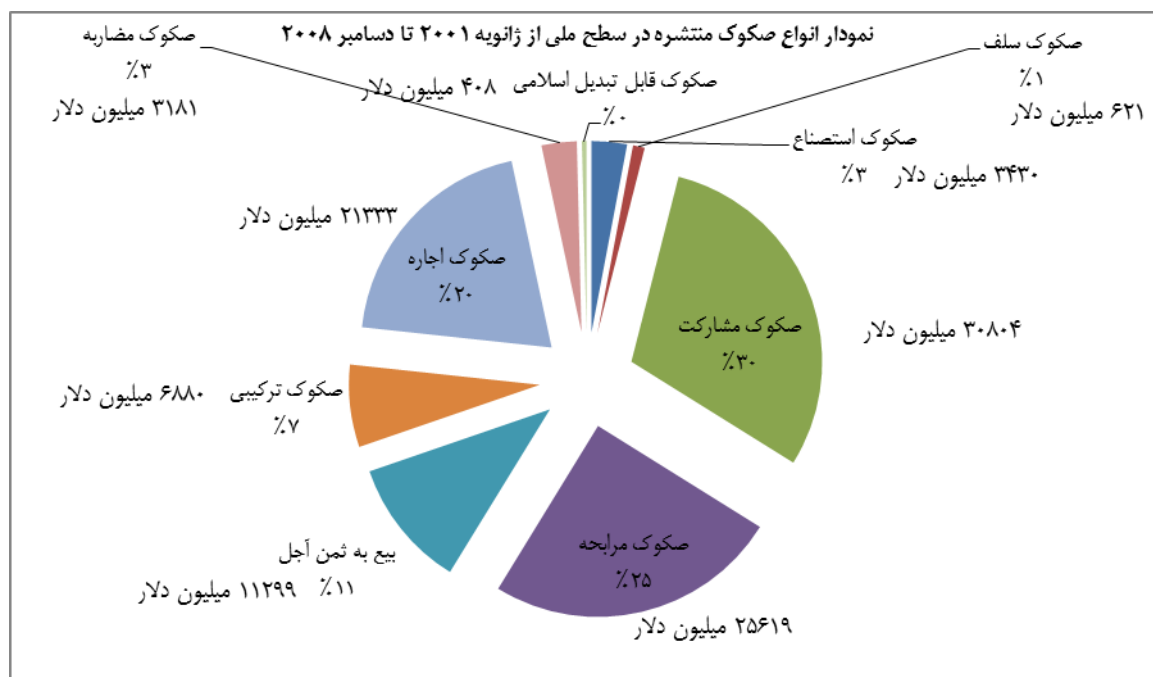
نمودار ۳- انتشار صکوک ملی بر حسب وضعیت ناشر- همه سررسیدها، همه ارزها، به میلیون دلار آمریکا



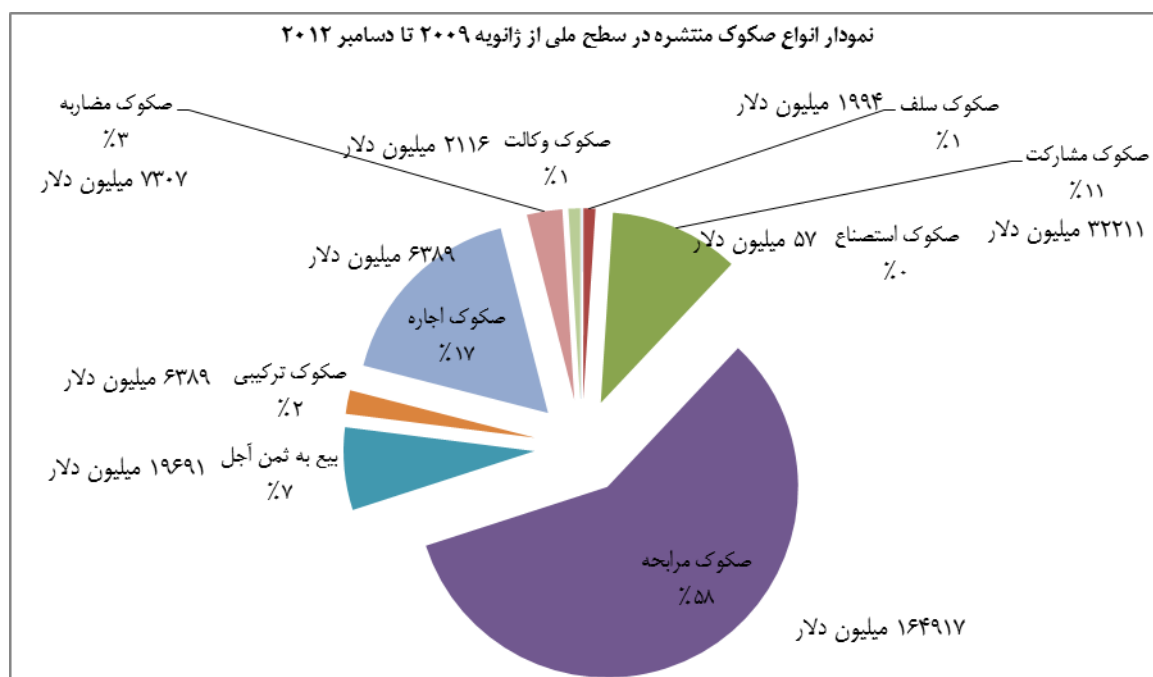
نمودار ۴- انتشار صکوک ملی بر حسب وضعیت ناشر- همه سررسیدها، همه ارزها، به میلیون دلار آمریکا



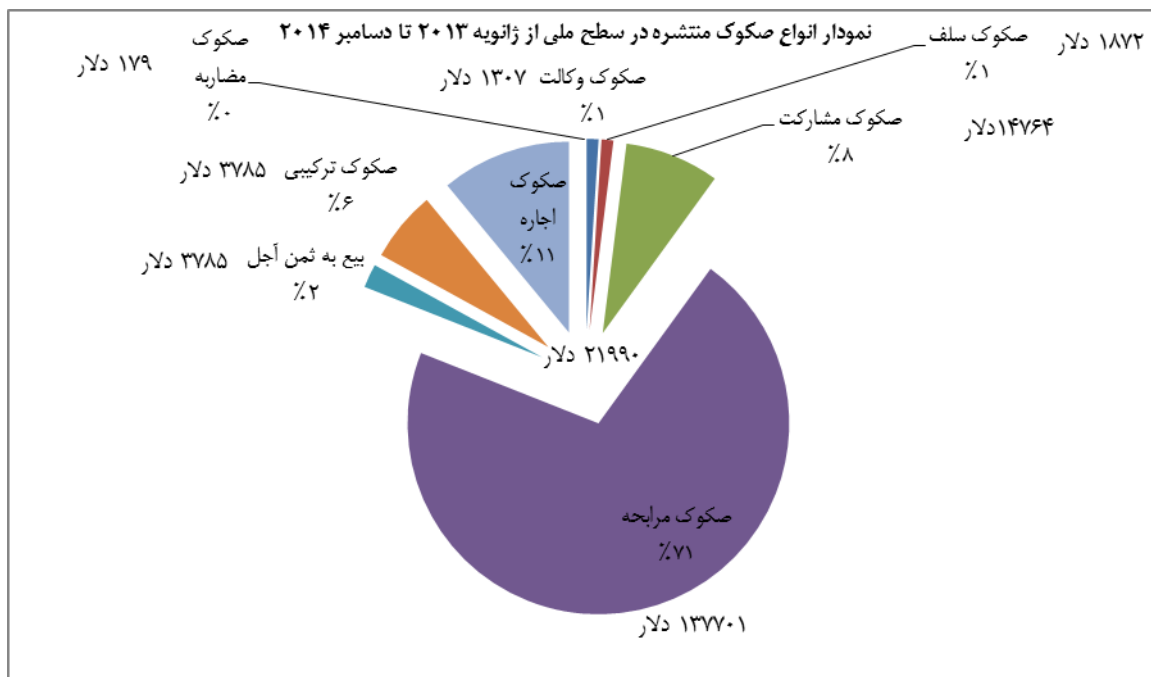
نمودار ۵- انتشار صکوک ملی بر حسب وضعیت ناشر- همه سررسیدها، همه ارزها، به میلیون دلار آمریکا



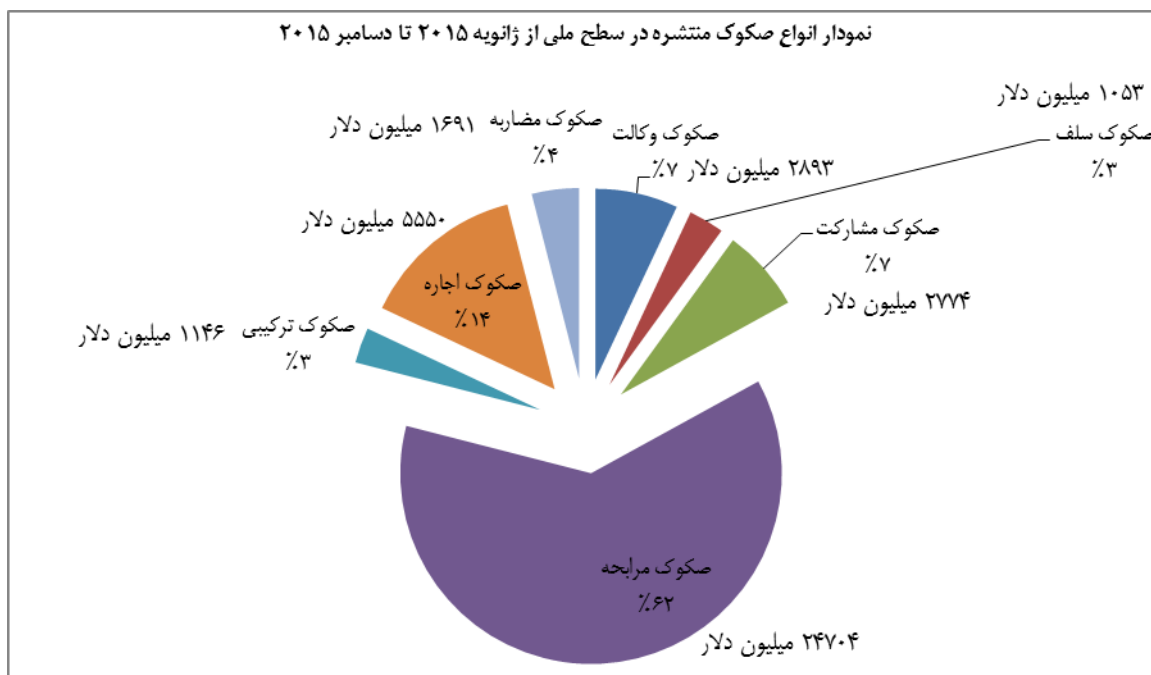
نمودار ۶- توزیع انواع صکوک منتشره در سطح ملی از ۲۰۰۱ تا دسامبر ۲۰۰۸، به میلیون دلار آمریکا



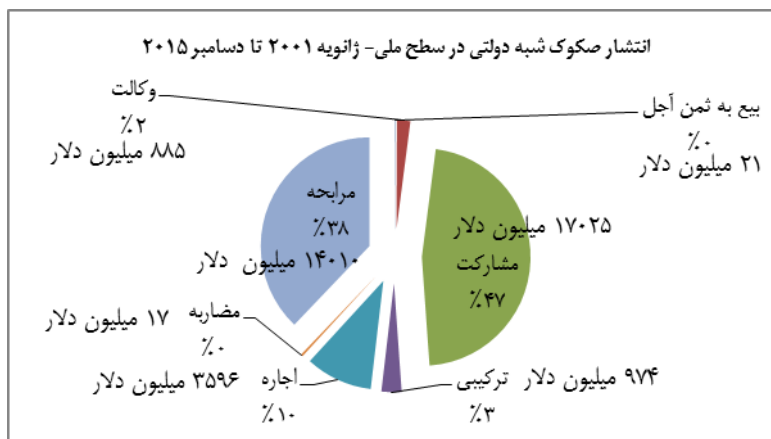
نمودار ۷- توزیع انواع صکوک منتشره در سطح ملی از ژانویه ۲۰۰۹ تا دسامبر ۲۰۱۲، به میلیون دلار آمریکا



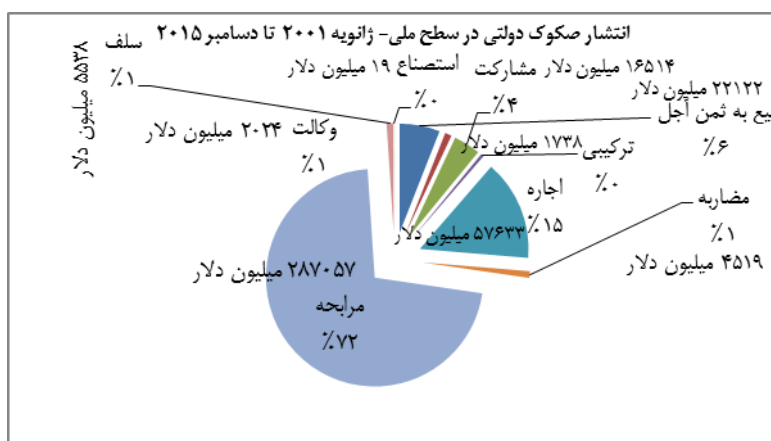
نمودار ۸- توزیع انواع صکوک منتشره در سطح ملی از ژانویه ۲۰۱۳ تا دسامبر ۲۰۱۴، به میلیون دلار آمریکا



نمودار ۹- توزیع انواع صکوک منتشره در سطح ملی از ژانویه ۲۰۱۵ تا دسامبر ۲۰۱۵، به میلیون دلار آمریکا



نمودار ۱۰- توزیع انواع صکوک منتشره بر حسب وضعیت ناشر در سطح ملی از ژانویه ۲۰۰۱ تا دسامبر ۲۰۱۵، به میلیون دلار آمریکا



نمودار ۱۰- توزیع انواع صکوک منتشره بر حسب وضعیت ناشر در سطح ملی از ژانویه ۲۰۰۱ تا دسامبر ۲۰۱۵، به میلیون دلار آمریکا

همان گونه که در نمودارهای فوق نشان داده شده است، در بازار صکوک در سطح ملی، بر اساس دوره تاریخی اوراق مربحه پرتعدادترین نوع اوراق برای ناشران دولتی بوده است. همچنین، در سطح ملی ناشران شبه دولتی و دولتی بیشتر متمایل به اوراق مشارکت و اوراق مربحه بوده‌اند.

در سال ۲۰۱۵ حدود ۱۲/۷ میلیارد دلار صکوکی که در سطح ملی منتشر شده است، سررسید شد. سال ۲۰۱۶ و ۲۰۱۷ نیز به ترتیب ۱۵/۳ میلیارد دلار و ۱۸/۶ میلیارد دلار سررسید خواهد شد. در سال ۲۰۱۵، سررسید صکوک‌ها کاملاً به‌طور مساوی بین مناطق آسیا و کشورهای عضو همکاری خلیج فارس منتشر شده است؛ برای سال‌های ۲۰۱۶ و ۲۰۱۷ به ترتیب ۶۳٪ و ۵۶٪ کل ارزش صکوک در حال سررسید مربوط به مالزی بوده است.

جدول ۲- صکوک ملی سررسید شده با مبالغ بیش‌تر از ۱۰۰ میلیون دلار

سال	بدهکار	کشور ناشر	ارز	نوع انتشار	ساختار صکوک	مبلغ (م د)	مدت اوراق	تاریخ سررسید
۲۰۱۳	دولت ترکیه	ترکیه	لیر ترکیه	کشوری	اوراق اجاره	۱۰۳۹	۲	۲۱ آگوست ۲۰۱۵
۲۰۱۳	بانک مرکزی بحرین	بحرین	دینار بحرین	کشوری	اوراق اجاره	۲۶۶	۲	۹ مه ۲۰۱۵
۲۰۱۳	معاون وزارت خزانه‌داری	ترکیه	لیر ترکیه	کشوری	اوراق اجاره	۶۸۴	۲	۲۰ فوریه ۲۰۱۵
۲۰۱۳	نخست وزیر جمهوری ترکیه	ترکیه	لیر ترکیه	کشوری	اوراق اجاره	۸۶۶	۲	۲۰ فوریه ۲۰۱۵

۲۰۱۲	دولت اندونزی	اندونزی	دینار اسلامی	کشوری	اوراق اجاره	۱۰۴	۳	۲۸ ژوئن ۲۰۱۵
۲۰۱۲	دولت پاکستان	پاکستان	روپیہ پاکستان	کشوری	اوراق اجاره	۵۱۵	۳	۲۸ ژوئن ۲۰۱۵
۲۰۱۲	دولت پاکستان	پاکستان	روپیہ پاکستان	کشوری	اوراق اجاره	۳۲۵	۳	۲۸ آوریل ۲۰۱۵
۲۰۱۲	دولت اندونزی	اندونزی	دینار اسلامی	کشوری	اوراق اجاره	۱۴۲۰	۳	۲۱ مارس ۲۰۱۵
۲۰۱۲	دولت پاکستان	پاکستان	روپیہ پاکستان	کشوری	اوراق اجاره	۴۱۸	۳	۲ مارس ۲۰۱۵
۲۰۰۸	دولت اندونزی	اندونزی	دینار اسلامی	کشوری	اوراق اجاره	۲۷۹	۷	۲۶ اگوست ۲۰۱۵

Source: IIFM Sukuk database

جدول ۳- صکوک ملی با سررسید ۲۰۱۶ و ۲۰۱۷ با مبالغ کمتر از ۱۰۰ میلیون دلار

سال	بدهکار	کشور ناشر	ارز	نوع انتشار	ساختار صکوک	مبلغ (م د)	مدت اوراق	تاریخ سررسید
۲۰۱۳	دولت پاکستان	پاکستان	روپیہ پاکستان	کشوری	اوراق اجاره	۴۳۳	۳	۲۸ مارس ۲۰۱۶
۲۰۱۳	دولت سودان	سودان	پوند سودان	کشوری	اوراق اجاره	۷۵۳	۳	۲ ژوئن ۲۰۱۶
۲۰۱۲	شرکت برق سعودی	عربستان	دلار	شبه حاکمیتی	اوراق اجاره	۵۰۰	۵	۲۸ مارس ۲۰۱۷

Source: IIFM Sukuk database

منابع:

- ۱- حسن‌زاده، علی و احمدیان، اعظم؛ پیش‌بینی ظرفیت انتشار صکوک در ایران، فصلنامه علمی پژوهشی تحقیقات مالی اسلامی، سال اول، شماره دوم (پیاپی ۲)، بهار و تابستان ۱۳۹۱، صص ۵۷-۸۷.
- ۲- ؛ سروش، ابودر، اوراق مشارکت رهنی ابزاری نوین در تامین مالی بانک‌ها، فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، سال هشتم، شماره ۳۹، بهار ۱۳۸۷.
- 3- Latham & Watkins, The Sukuk Handbook: A Guide To Structuring Sukuk, 2016, USA: Latham & Watkins LLP.
- 4- International Shariah Research Academy for Islamic Finance (ISRA), Islamic Capital Markets, 2015.
- 5- International Islamic Financial Market, SUKUK REPORT: A comprehensive study of the Global Sukuk Market, NOVEMBER 2014, 4TH EDITION.