



سازمان بورس و اوراق بهادار
Securities & Exchange Organization

مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

تحلیلی بر

صکوک با پشتوانه دارایی و صکوک مبتنی بر دارایی

محمد توحیدی

آبان ۱۳۹۶



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

عنوان: تحلیلی بر صکوک با پشتوانه دارایی و صکوک مبتنی بر دارایی

تهیه کننده: محمد توحیدی

کد گزارش: ۹۶-۱۷-۲۰۱۷

تاریخ گزارش: آبان ۹۶

این گزارش در گروه بازارها و ابزارهای 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

۱	مقدمه	۵
۲	تعریف ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)	۵
۳	کارکردهای ابزارهای مالی اسلامی	۷
۴	تقسیم بندی انواع صکوک	۸
۵	مزایا و معایب ساختار صکوک با پشتوانه دارایی و صکوک مبتنی بر دارایی	۱۴
۶	دلایل توسعه صکوک مبتنی بر دارایی	۱۵
۶,۱	دلایل شرعی	۱۵
۶,۱,۱	محدودیت طبقات دارایی مناسب برای اوراق بهادار سازی	۱۵
۶,۱,۲	تأیید شرعی مالکیت منفعتی توسط برخی اندیشمندان اسلامی	۱۵
۶,۲	چارچوب قانونی	۱۶
۶,۳	تقاضای بازار	۱۶
۷	جمع بندی و نتیجه گیری	۱۷
۸	منابع و مأخذ	۱۸
۸,۱	منابع فارسی	۱۸
۸,۲	منابع انگلیسی	۱۸

تحلیل بر صکوک با پشتوانه دارایی و صکوک مبتنی بر دارایی

محمد توحیدی^۱

چکیده

صکوک را می توان به طرق مختلفی دسته بندی نمود. تقسیم بندی صکوک می تواند بر مبنای قراردادهای و عقود باشد که اوراق بر مبنای آن منتشر می شود یا بر مبنای ماهیت و نوع دارایی های موضوع انتشار صکوک و یا ویژگی های فنی و تجاری خود اوراق باشد.

پس از بحران مالی ۲۰۰۸ آمریکا، به دلیل نکول برخی از انواع صکوک، تقسیم بندی جدیدی از ساختار صکوک ارائه گردید که عبارتست از صکوک مبتنی بر دارایی و صکوک با پشتوانه دارایی. بعد از بحران مالی اخیر تفاوت های این دو نوع صکوک و تأثیر این تفاوت ها روی حمایت از سرمایه گذار بیش از پیش روشن شده است. در بحران مالی اخیر اکثر قریب به اتفاق نکول ها در بازار صکوک مربوط به صکوک مبتنی بر دارایی بوده و این سؤال برای سرمایه گذاران مطرح است که چرا فقط این نوع صکوک نکول کرده است. در این گزارش، ماهیت، ویژگی ها و مشخصات صکوک مبتنی بر دارایی و با پشتوانه دارایی به تفصیل تبیین خواهد شد.

کلمات کلیدی: طبقه بندی صکوک، صکوک با پشتوانه دارایی، صکوک مبتنی بر دارایی، ریسک نکول.

^۱ - پژوهشگر مالی اسلامی گروه بازارها و ابزارهای مالی - مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

۱ مقدمه

یکی از نوآوری‌های دهه اخیر در عرصه بحث‌های پولی و مالی اسلامی، انتشار انواع اوراق بهادار اسلامی به نام صکوک است، این اوراق که به‌طور عمده برای تامین مالی دولت، سازمان‌های وابسته به دولت و بنگاه‌های اقتصادی منتشر می‌شوند براساس عقود اسلامی طراحی شده‌اند و جایگزین مناسبی برای اوراق بهادار ربوی به‌ویژه اوراق قرضه شمرده می‌شوند. انتشار اوراق بهادار (صکوک) براساس احکام مقدس شریعت اسلامی یکی از مهم‌ترین دستاوردهای بانکداری و مالی اسلامی و از جمله برجسته‌ترین ابزارهای توسعه اقتصادی اسلامی است، مشروط بر این‌که در سازوکارهای آن تمام اصول بنیادی که اقتصاد اسلامی را از دیگر اقتصادها متمایز می‌سازد، رعایت شود.

در نظام سرمایه‌داری که امروزه در جهان متداول است برای پروژه‌های بزرگی که نیاز به سرمایه کلان دارند و سود یا درآمد هنگفتی نیز در پی دارند، به صدور اسناد بر پایه اوراق قرض با بهره اقدام می‌کنند و صاحبان این اسناد چیزی جز بستن کارانی براساس بهره از صاحبان این پروژه‌ها نیستند و در مالکیت پروژه‌ها یا در سود یا درآمد حاصل از آنها، هیچ گونه سهمی ندارند و فقط بهره‌هایی را که متناسب با بهره بازار پول است، به دست می‌آورند، در حالی که ابزارهای مالی اسلامی به گونه‌ای طراحی شده‌اند که دارندگان اوراق به صورت مشاع در فعالیت‌های واقعی اقتصاد حضور دارند و سود این فعالیت‌ها پس از کسر هزینه‌های عملیاتی بین دارندگان اوراق توزیع می‌گردد. آنچه در این گزارش حائز اهمیت است نوع دسته‌بندی صکوک می‌باشد که طبقه‌بندی‌های متنوعی از انواع صکوک ارائه گردیده است که در این گزارش یکی از این تقسیم‌بندی‌ها مورد توجه خاص قرار گرفته است.

۲ تعریف ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)

واژه صکوک برای نخستین بار در سال ۲۰۰۲ در جلسه فقهی بانک توسعه اسلامی جهت ابزارهای مالی اسلامی پیشنهاد شد. صکوک جمع صک به معنای سند و سفته است و معرب واژه چک در فارسی است. عرب‌ها این واژه را توسعه داده‌اند و برای کلیه انواع حوالجات، تعهدات و اسناد مالی بکار می‌برند (نجفی، ۱۳۸۵). بصورت تخصصی

صکوک به گواهی‌هایی اطلاق می‌شود که نمایانگر تعهدات مالی ناشی از تجارت و یا هرگونه فعالیت تجاری و سرمایه‌گذاری دیگر است (کمیل، ۲۰۰۸).

استاندارد شرعی شماره ۱۷ سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی، صکوک را این‌گونه تعریف می‌کند: «صکوک گواهی‌هایی با ارزش اسمی یکسان است که پس از اتمام عملیات پذیرهنویسی، بیانگر پرداخت مبلغ اسمی مندرج در آن توسط خریدار به ناشر است و دارنده آن مالک یک یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها، منافع حاصل از دارایی و یا ذینفع یک پروژه یا یک فعالیت سرمایه‌گذاری خاص می‌شود».

همچنین کمیته خدمات مالی اسلامی نیز در سال ۲۰۰۵ صکوک را این‌گونه تعریف نموده است: «گواهی‌هایی که نشان‌دهنده مالکیت مشاع دارندگان اوراق در بخش تقسیم نشده دارایی پایه‌ای است که تمام حقوق و تعهدات به آن دارایی پایه مرتبط می‌گردد».

بر اساس تعاریف بالا اگر چه صکوک گاهی بصورت اوراق قرضه اسلامی ترجمه می‌گردد، اما تعریف دقیق‌تر صکوک نشان می‌دهد که این اوراق نمایانگر مالکیت یک دارایی و یا یک سرمایه‌گذاری می‌باشد، در حالی که اوراق قرضه برای اثبات بدهی به کار می‌رود و بر خلاف صکوک نمایانگر مالکیت دارندگان اوراق در فعالیت‌های صنعتی یا تجاری که بدان منظور این اوراق منتشر گردیده نیست. در عوض، با انتشار اوراق قرضه، ناشر اوراق که مالک واقعی دارایی یا سرمایه‌گذاری است به دارندگان اوراق بدهکار شده و لازم است اصل و بهره پول دارندگان اوراق را بازگرداند (عثمانی، ۲۰۰۷)؛ بنابراین اوراق قرضه به عنوان ابزارهای بدهی با بهره ثابت ساختاردهی می‌شوند و مقدار بهره اوراق قرضه بعنوان درصدی از سرمایه و نه درصدی از سود واقعی تعیین می‌گردد. در اوراق قرضه صرف‌نظر از این که سرمایه‌گذاری سودآور هست یا نه، پرداخت بهره اوراق تضمین می‌گردد. از طرف دیگر، بعلت ممنوعیت ربا در شریعت اسلام، صکوک نمی‌تواند همانند اوراق قرضه ساختاردهی شود؛ بنابراین در ساختار صکوک از دارایی‌ها و قراردادهای

شرعی گوناگون برای طراحی ابزار جایگزین اوراق قرضه استفاده می‌گردد و بهره‌ای که در صکوک پرداخت می‌گردد واقعا ناشی سود واقعی است که از دارایی و یا سرمایه‌گذاری حاصل می‌گردد (مختار و همکاران، ۲۰۰۹).

۳ کارکردهای ابزارهای مالی اسلامی

۱. بهترین شیوه تأمین سرمایه پروژه‌ها و فعالیت‌های اقتصادی بزرگ است که خارج از توان مالی یک فرد یا یک شرکت خصوصی و حتی یک دولت است.
۲. راهکار بسیار خوبی برای سرمایه‌گذاری است که در پی سرمایه‌گذاری مازاد منابع مالی خویش هستند و در عین حال مایلند منابع خود را در صورت نیاز، به آسانی باز پس گیرند؛ زیرا به طور طبیعی چنین اوراقی، بازارهای ثانوی برای دادوستد دارند و هر زمان که سرمایه‌گذار (صاحب اوراق بهادار) به همه اموال سرمایه‌گذاری خود یا بخشی از آن نیاز داشت، می‌تواند به فروش تمام یا قسمتی از آن‌ها اقدام کند و بهای آن را شامل اصل و سود در صورتی که طرح سود داشته باشد به دست آورد.
۳. شیوه بسیار خوبی برای مدیریت نقدینگی است. بانک‌ها و مؤسسه‌های مالی اسلامی می‌توانند با یاری گرفتن از آن، نقدینگی خود را مدیریت کنند، به این صورت که اگر نقدینگی مازادی داشته باشند به خرید اوراق، و چنان‌که نیاز به نقدینگی داشتند، به فروش آن‌ها در بازارهای ثانوی اقدام می‌کنند و از این راه کسری یا مازاد منابع نقدی خود را مدیریت می‌کنند.
۴. ابزار بسیار مناسبی برای مدیریت ریسک و نا اطمینانی است. فعالان اقتصادی در مسیر سرمایه‌گذاری با انواعی از موقعیت‌های بازده و ریسک مواجه هستند. تنوع ابزارهای مالی اسلامی از جهت بازده و ریسک به آنان این امکان را می‌دهد تا متناسب با شرایط سرمایه‌گذاری و متناسب با سلیقه‌های سرمایه‌گذاران مالی اقدام به انتشار اوراق بهادار کرده و ریسک خود را مدیریت کنند.

۵. وسیله بسیار مناسبی برای توزیع عادلانه ثروت‌ها و درآمدهاست. سرمایه‌گذاری از طریق این ابزارها موجب می‌شود ثروت و درآمد در گستره وسیع‌تری و بدون آن‌که فقط در اختیار شمار معدودی از ثروتمندان باشد، جریان یابد و این از جمله بزرگ‌ترین اهدافی است که اقتصاد اسلامی همواره در پی آن است (تسخیری، ۱۳۸۶).

۴ تقسیم بندی انواع صکوک

صکوک را می‌توان به طرق مختلفی دسته بندی نمود. تقسیم بندی صکوک می‌تواند بر مبنای قراردادها و عقود باشد که اوراق بر مبنای آن منتشر می‌شود یا بر مبنای ماهیت و نوع دارایی‌های موضوع انتشار صکوک و یا ویژگی‌های فنی و تجاری خود اوراق باشد.

اگر روش تقسیم بندی صکوک بر اساس قراردادها و عقود پایه‌ای این اوراق باشد، آن‌گاه با توجه به تعدد عقود اسلامی می‌توان انواع متنوعی از صکوک طراحی نمود.^۱ بر این اساس، سازمان حسابرسی و حسابداری نهادهای مالی اسلامی^۲ ۱۴ نوع صکوک را بشرح زیر معرفی نموده است.

۱. صکوک اجاره
۲. صکوک استصناع
۳. صکوک مشارکت
۴. صکوک مرابحه
۵. صکوک سلم (سلف)
۶. صکوک مضاربه
۷. صکوک مزارعه
۸. صکوک مساقات

^۱ - از جمله عقود اسلامی می‌توان به مرابحه، اجاره، سلم، استصناع، مشارکت، مضاربه، وکالت و ... اشاره نمود.

^۲ - AAOIFA: Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions.

۹. صکوک مغارسه

۱۰. صکوک حق الامتياز

۱۱. صکوک نماينده سرمايه گذاري

۱۲. صکوک مالکيت دارايي (هايي) که در آينده ساخته می شود.

۱۳. صکوک مالکيت منافع دارايي (هاي) موجود.

۱۴. صکوک مالکيت منافع دارايي (هايي) که در آينده ساخته می شود.

در یک دسته بندی دیگر می توان صکوک را به دو دسته مبتنی بر تجارت و مشارکت تقسیم نمود که بستگی به این امر دارد که هدف تأمین مالی تجارت است و یا سرمايه گذاري. همچنین بخاطر نکول های برخی از انواع صکوک پس از بحران مالی اخير، یک تقسیم بندی جديد از ساختار صکوک ارائه گردیده است که عبارتست از صکوک مبتنی بر دارايي و صکوک با پشتوانه دارايي. بعد از بحران مالی اخير تفاوت های این دو نوع صکوک و تأثیر این تفاوت ها روی حمايت از سرمايه گذار بیش از پیش روشن گردیده است. در بحران مالی اخير اکثر قریب به اتفاق نکول ها در بازار صکوک مربوط به صکوک مبتنی بر دارايي بوده و این سؤال برای سرمايه گذاران مطرح است که چرا فقط این نوع صکوک نکول کرده است.

همچنین کمیته خدمات مالی اسلامی^۱ نیز در دستورالعمل های شماره ۲ که در سال ۲۰۰۵ منتشر گردید، این دو دسته صکوک یعنی اوراق مبتنی بر دارايي و اوراق مبتنی بر مشارکت را معرفی نمود. صکوک مبتنی بر دارايي، اوراقی است که در آن دارايي پایه بازدهی های قابل پیش بینی را به دارندگان اوراق پرداخت می کند (مانند صکوک سلم، استصناع و اجاره). از طرفی دیگر صکوک مبتنی بر مشارکت، اوراقی است که در آن بازدهی ها بر مبنای مشارکت در سود و زیان سرمايه گذاري پایه تعریف می گردد که در آن بازدهی های معین وجود ندارد (مانند مشارکت و مضاربه).

^۱ Islamic Financial Services Board

این دستورالعمل بطور واضح مشخص می‌کند که صکوک نمایانگر مالکیت دارایی پایه است و این که دارندگان اوراق

این گونه تصور می‌کنند که تمام حقوق و تعهدات، مرتبط با همان دارایی است.

با این حال در واقعیت امر، صکوک نتوانست معیارهای موجود در دستورالعمل شماره ۲ IFSB را برآورده کند. در

حقیقت اکثر ساختارهای صکوک موجود در بازار مالکیت واقعی دارندگان صکوک بر دارایی پایه را منعکس نمی‌کردند؛

بنابراین در سال ۲۰۰۹، یک استاندارد جدید IFSB7 مربوط به الزامات کفایت سرمایه برای صکوک، تبدیل به اوراق

بهادار سازی دارایی‌ها و سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات امتت شمر گردید. این استاندارد، الزامات کفایت سرمایه برای

ساختارهای صکوک غیر از اوراق با پشتوانه دارایی^۱ را مورد بحث قرار داده و یک دستورالعمل واضح در مورد این اوراق

ارائه نمود (محمد مختار، ۲۰۰۸).

IFS7 سه نوع ساختار صکوک را متمایز نموده که عبارتند از ساختارهای با پشتوانه دارایی^۲ و دو ساختار مبتنی بر

دارایی^۳ (pay-through and pass-through structures). بر طبق IFSB7، صکوک با پشتوانه دارایی ساختارهایی هستند

که الزامات یک ساختار با پشتوانه دارایی را رعایت می‌کنند، بطوری که توسط یک نهاد رتبه‌بندی بیرونی ارزیابی می‌گردند.

در این دستورالعمل اضافه گردیده است که در صکوک با پشتوانه دارایی، دارندگان صکوک متحمل زیان‌های ناشی از

معیوب شدن دارایی‌ها خواهند شد. به عبارت دیگر، در این نوع صکوک، دارندگان اوراق حق مراجعه به خود دارایی را

دارند و نه بانی را و هر نوع نقص و عملکرد ضعیف در دارایی پایه بطور مستقیم در ارزش صکوکی که سرمایه گذاران

نگه داری می‌کنند، منعکس خواهد شد.

^۱- Capital Adequacy Requirement for Sukuk, Securitisations and Real Estate Investment

^۲- Non-Asset Backed Securities.

^۳ Asset-backed structure

^۴- Asset-based structures

از سوی دیگر IFSB دو نوع صکوک مبتنی بر دارایی را تبیین نموده است. اول، صکوکی که شامل تعهد خرید از سوی بانی می‌شود^۱ و دوم، صکوکی که شامل تضمین از سوی ناشر در صورت نکول بانی می‌شود^۲. بر اساس تعریف IFSB، واضح است که صکوک مبتنی بر دارایی به این نکته اشاره دارد که دارندگان صکوک حق مراجعه به بانی (در مورد تعهد خرید بانی) و یا ناشر (در مورد قبول ضمانت از سوی ناشر) را دارند. بعبارت دیگر، صکوک با پشتوانه دارایی شامل انتقال کامل مالکیت حقوقی دارایی پایه می‌شود در حالی که صکوک مبتنی بر دارایی شامل حق مراجعه به بانی یا ناشر (و نه دارایی پایه) می‌گردد.

بطور واضح تعریف IFSB از صکوک با پشتوانه دارایی بسیار متأثر از تعریفی است که توسط مؤسسات رتبه‌بندی فراهم گردیده است. برای مثال، مودیز^۳ یکی از مؤسسات بین‌المللی رتبه‌بندی، تمایز بین صکوک با پشتوانه دارایی و صکوک مبتنی بر دارایی را تشریح نموده است. بر طبق تعریف مودیز، صکوک با پشتوانه دارایی آن‌هایی هستند که دارندگان اوراق در صورت نکول و یا ورشکستگی ناشر، توانایی احیای موقعیتشان را از طریق در اختیار گرفتن دارایی و تبدیل به وجه نقد کردن آن دارند (لاتر و همکاران، ۲۰۰۷).

از طرف دیگر، صکوک مبتنی بر دارایی، اوراقی هستند که بانی متعهد می‌گردد که در سررسید و یا تاریخی از پیش تعیین شده، دارایی‌ها را از ناشر به ازای بازپرداخت اصل قیمت دارایی بازخرید نماید. در چنان تعهد بازخریدی، ارزش بازاری واقعی دارایی پایه غیر مرتبط با دارندگان صکوک است. زیرا مقدار بازپرداخت به صاحبان اوراق، معادل ارزش اسمی اوراق و نه ارزش بازاری دارایی پایه است. در این مورد، دارندگان اوراق حقی روی دارایی‌ها نداشته و تنها بر

^۱- pay-through SUKUK

^۲- pass-through SUKUK

^۳- Moody's

^۴- Lotter, Philipp; Howladar, Khalid, 2007

توانایی بانی جهت بازپرداخت مبلغ یا از منابع درونی و یا از منابع بیرونی تکیه می‌کنند؛ بنابراین اگر بانی نتواند به تعهدش برای بازخرید دارایی عمل نماید، آن‌گاه دارندگان اوراق هیچ ترجیحی بر دیگر طلبکاران ندارند (همان).

علاوه بر مودیز، مؤسسه رتبه‌بندی مالزی^۱ نیز تعریف مشابهی از صکوک با پشتوانه دارایی و مبتنی بر دارایی ارائه نموده است. بر طبق تعریف RAM، صکوک با پشتوانه دارایی، اوراق بدون حق رجوعی هستند که شامل دارایی‌های پایه‌ای می‌باشند که تنها منبع پرداخت اصل و سود سرمایه‌گذاری هستند (مهد نور، ۲۰۰۸)؛ ریسک اعتباری صکوک با پشتوانه دارایی صرفاً بر اساس عملکرد و کیفیت اعتباری دارایی پایه تعیین می‌شود. یعنی کیفیت جریان نقدی دارایی پایه و در موقعیت‌های خاص، ارزش مورد انتظار در سررسید. RAM تصریح می‌کند که دارندگان صکوک با پشتوانه دارایی مستقل از بانی بوده و دسترسی و حق رجوع به مالک دارایی یعنی بانی ندارند (همان).

بنابراین در صکوک با پشتوانه دارایی، دارندگان صکوک مالکان دارایی بوده و بازدهی دارندگان صکوک بر اساس عملکرد واقعی دارایی پایه تعیین خواهد گردید. اگر عملکرد دارایی پایه خوب ولی بانی در حال ورشکستگی باشد، آن‌گاه پرداخت به دارندگان صکوک متوقف نخواهد شد. اما اگر دارایی پایه خوب عمل نکرده و معیوب گردد، آن‌گاه دارندگان صکوک متضرر خواهند شد؛ زیرا آن‌ها مالکان واقعی دارایی هستند. بعبارت دیگر مالکان دارایی (دارندگان صکوک)، در معرض ریسک بازار و همچنین ریسک اعتباری دارایی هستند. در مقابل، دارایی‌ای که مبنای انتشار صکوک مبتنی بر دارایی قرار می‌گیرد، صرفاً برای هدف سازگاری با شریعت بوده و منبعی برای پرداخت سرمایه و سود فراهم نمی‌آورد. از این رو، ارزیابی ریسک اعتباری معطوف به شخصی است که تعهد به بازخرید صکوک دارد. معمولاً این شخص، ناشر اوراق خواهد بود. با این وجود، در برخی موارد تعهد خرید ممکن است برعهده بانی، مستأجر یا ضامن قرار گیرد. در این شرایط تحلیل دارایی بی‌اهمیت و نامربوط خواهد بود و در عوض کیفیت اعتباری متعهد عامل کلیدی است که کیفیت و رتبه اعتباری صکوک را تحت تأثیر قرار می‌دهد (همان).

^۱ Rating Agency Malaysia (RAM)

^۲ Mohd Noor, 2008

جمع‌بندی این‌که، صکوک را می‌توان به دو دسته صکوک با پشتوانه دارایی و صکوک مبتنی بر دارایی تقسیم‌بندی نمود. صکوک با پشتوانه دارایی منعکس‌کننده همان عملیات تبدیل به اوراق بهادار سازی^۱ متعارف است که به موجب آن دارندگان صکوک مالکان دارایی محسوب می‌گردند و عملکرد دارایی، محرک اصلی پرداخت به دارندگان صکوک است.

از سوی دیگر، صکوک مبتنی بر دارایی منعکس‌کننده همان انتشار اوراق قرضه متعارف است. دارندگان اوراق قرضه از ناشر اوراق طلبکار هستند. دارندگان صکوک مبتنی بر دارایی بدون وثیقه، هیچ‌گونه وثیقه‌ای ندارند که در صورت نکول ناشر اوراق بتوانند بدان رجوع کنند. در حالی که دارندگان صکوک مبتنی بر دارایی با وثیقه، در صورت نکول ناشر می‌توانند به وثیقه رجوع کنند.

صرف‌نظر از این حقیقت که صکوک با پشتوانه دارایی در مقایسه با صکوک مبتنی بر دارایی به اصول و روح شریعت اسلام نزدیک‌تر است اما تعداد انتشار این نوع صکوک در مقایسه با صکوک مبتنی بر دارایی بسیار کمتر است (وجدی دوسوکی و مختار، ۲۰۱۰)^۲ و بیش از ۹۰ درصد انتشار صکوک در جهان از نوع مبتنی بر دارایی می‌باشد. در جدول شماره ۱ ویژگی‌های صکوک با پشتوانه دارایی و مبتنی بر دارایی مقایسه گردیده است.

جدول شماره ۱- مقایسه ویژگی‌های صکوک با پشتوانه دارایی و صکوک مبتنی بر دارایی

معیار / نوع	صکوک با پشتوانه دارایی	صکوک مبتنی بر دارایی
از منظر حسابداری	می‌تواند جزء اقلام داخل ترازنامه یا خارج ترازنامه (برای بانی / متعهد) محسوب شود (شبیه فروش واقعی که ضوابط خارج ترازنامه ای و قانونی دارد).	معمولاً بعنوان اقلام داخل ترازنامه (برای بانی / متعهد) طراحی می‌شود (شبیه یک بدهی)

^۱- Securitization

^۲- Dusuki, A.W. & Mokhtar, S, 2010

مالکیت	انتقال کامل مالکیت قانونی دارایی پایه	انتقال صرفاً مالکیت منفعتی دارایی پایه (دارندگان صکوک تنها مالکیت منفعتی دارایی را دریافت می کنند)
منبع درآمد برای دارندگان صکوک	منبع اصلی پرداخت، درآمد حاصل از دارایی (های) پایه صکوک	منبع اصلی پرداخت، معمولاً از جریان وجه نقد ناشر (متعهد)
حق رجوع به دارایی پایه	دارندگان اوراق حق رجوع به دارایی پایه را دارند و دارایی پایه نقشی عینی در نکول ایفا می کند.	دارندگان اوراق حق رجوع به دارایی پایه را ندارند و رجوع تنها به ناشر یا ضامن آن صورت می پذیرد.
ریسک نوسان ارزش دارایی پایه	دارندگان صکوک در معرض نوسانات ارزش دارایی پایه هستند.	دارندگان صکوک عموماً در معرض نوسانات ارزش دارایی پایه نیستند.
رتبه بندی صکوک	بسته به قدرت جریان نقد ناشی از دارایی پایه	بسته به رتبه بندی شرکتی ناشر صکوک

۵ مزایا و معایب ساختار صکوک با پشتوانه دارایی و صکوک مبتنی بر دارایی

ساختار صکوک با پشتوانه دارایی علاوه بر سازگاری بیشتر و بهتر با اصول شریعت، مزیت هایی برای ناشر و دارنده اوراق ایجاد می کند که از جمله آنها عبارتند از:

- **برای بانی (ناشر):** این ساختار یک منبع جدید تأمین مالی برای نهادهای مالی و شرکت های دیگر فراهم می کند. ساختار با پشتوانه دارایی عدم تطابق دارایی و بدهی را کاهش می دهد، زیرا این ساختار دارایی های غیر نقد شونده را به پول نقد تبدیل می کند. این ساختار همچنین ریسک های دارایی را به شخص ثالث منتقل می کند، زیرا دارایی از حساب دفتری بانی جدا می شود.
- **برای دارندگان صکوک:** این ساختار می تواند برای تنوع سازی سرمایه گذاری ها و به تبع کاهش ریسک های سرمایه گذاریشان مورد استفاده قرار گیرد. همچنین دارندگان صکوک در معرض و متأثر از ریسک ورشکستگی

بانی نبوده و آن ها می توانند بر روی دارایی پایه ادعا داشته باشند.

۶ دلایل توسعه صکوک مبتنی بر دارایی

با کمال تعجب و با صرف نظر از مسائل شرعی و مزایایی که برای صکوک با پشتوانه دارایی ذکر شد، امروزه ساختار صکوک مبتنی بر دارایی هنوز رایج ترین شکل صکوک منتشره در بازار جهانی است. برخی دلایل ممکن در مورد چنین اقبالی می تواند بشرح ذیل باشد:

۶,۱ دلایل شرعی

۶,۱,۱ محدودیت طبقات دارایی مناسب برای اوراق بهادار سازی

یکی از الزامات صکوک با پشتوانه دارایی، دسترسی به دارایی های پایه برای یک فروش واقعی است. دارایی های پایه مدنظر باید با ضوابط شرعی و برخی الزامات اضافی دیگر مطابقت داشته باشد تا شرایط لازم برای استفاده در فرایند اوراق بهادار سازی را داشته باشند. برای مثال وام ها و اسناد دریافتی در برخی مکاتب فقهی گزینه های مناسبی برای این کار نیستند زیرا امکان تنزیل آنها به کمتر از قیمت اسمی وجود ندارد. این محدودیت های شرعی سبب می شود این ساختار قابل ترجیح نباشد.^۱

۶,۱,۲ تأیید شرعی مالکیت منفعتی توسط برخی اندیشمندان اسلامی

دلیل شرعی دیگر بحثی است که توسط برخی عالمان شرعی درباره مالکیت منفعتی شده و آن را از نظر شرعی مجاز دانسته اند و این تأیید شرعی مبنایی برای تصویب و اجازه انتشار ساختار صکوک مبتنی بر دارایی شده است، هر چند که این مسئله دارای مخالفان جدی است.

^۱ - بر اساس نظر مشهور فقهای شیعه مانند آیات عظام سید کاظم یزدی، سیستانی، تبریزی، خویی، مکارم شیرازی، صافی گلپایگانی و همچنین بسیاری از فقیهان پیشین بیع دین مطلقاً صحیح است.

۶,۲ چارچوب قانونی

هر چند ساختار صکوک سازگار با شریعت اسلام است، اما در عمل انتشار صکوک بر اساس قانون متعارف (کامن لا) صورت می‌پذیرد. در نتیجه این اقدام، انتشار صکوک باید با استانداردهای حسابداری، مالیاتی و قانونی مورد استفاده برای اوراق قرضه متعارف مطابقت داشته باشد. در مقایسه دو نوع ساختار صکوک اشاره شده، صکوک مبتنی بر دارایی مناسب‌ترین نوع صکوک برای انتشار به جهت تشابه ساختار آن با اوراق قرضه متعارف است و گاهی اوقات بجای کلمه صکوک از لفظ اوراق قرضه اسلامی استفاده می‌شود.

۶,۳ تقاضای بازار

- ساختار صکوک با پشتوانه دارایی در مقایسه با صکوک مبتنی بر دارایی ساختار پیچیده‌تری دارد و این سبب می‌شود سرمایه‌گذاران بالقوه آشنایی کمتری با این ساختار داشته باشند و در نتیجه گران‌تر از صکوک مبتنی بر دارایی قیمت‌گذاری شود.
- علاوه بر این، فقدان پرسنل آموزش دیده و ماهر در مدیریت و تحلیل سبدهای دارایی و ساختار صکوک با پشتوانه دارایی، سبب می‌شود این افراد صکوک مبتنی بر دارایی را برای مشتریان انتخاب کنند.
- بسیاری از دارندگان بالقوه صکوک به مسائل شرعی آگاه نبوده و حتی ممکن است مسلمان نباشند و یا نگرانی و دغدغه جدی نسبت به مسائل شرعی نداشته باشند و بنابراین ساختار صکوک مبتنی بر دارایی را بخاطر تضمین اصل و سودشان ترجیح دهند.
- افزون بر این، بیشتر ناشران صکوک تمایل دارند بدون این که از نظر قانونی مجبور باشند دارایی‌هایشان را بفروشند، سرمایه فراهم کنند، بعبارت دیگر، اوراق بهاداری را ترجیح می‌دهد که با محیط اعتباری متناسب است.

بر اساس توضیحات بالا، یک تناقض میان ملاحظات شرعی، چارچوب قانونی و تقاضای بازار وجود دارد. از یک طرف برخی ملاحظات شرعی در مورد ساختار صکوک مبتنی بر دارایی وجود دارد که توسط بسیاری از عالمان شرعی

عنوان شده است و ساختار صکوک مبتنی بر دارایی را از نظر شرعی زیر سؤال می برد. با این حال، چارچوب قانونی مورد استفاده برای ساختار صکوک همان چارچوب قانونی رایج بوده که با ساختار صکوک مبتنی بر دارایی سازگارتر است. علاوه بر این، بازار نیز همان طور که دلایل آن ذکر شد، ساختار صکوک مبتنی بر دارایی را ترجیح می دهد.

۷ جمع بندی و نتیجه گیری

همان طور که اشاره شد هر چند صکوک با پشتوانه دارایی به اصول شریعت اسلام نزدیک تر است، اما ساختار آن برای ناشران به اندازه کافی مطلوب نیست که دلیل آن هزینه های معاملاتی بالا، چالش های قانونی و مقرراتی، فقدان طبقات دارایی مناسب و همچنین فقدان پرسنل آموزش دیده و ماهر در ساختار بندی صکوک با پشتوانه دارایی است. در برخی کشورها، محدودیت هایی در مالکیت خارجی روی دارایی های خاصی وجود دارد که امکان انتقال دارایی پایه به SPV فراساحل و سرمایه گذار خارجی را دشوار می کند. بنابراین، صکوک مبتنی بر دارایی _ هر چند که برخی مسائل و چالش های شرعی را ایجاد می کند _ بخاطر آشنایی سرمایه گذاران با ساختار آن و سادگی، بیشتر مورد توجه ناشران است. علاوه بر این، پرسنل مالی دانش بیشتری در مورد این نوع ساختار صکوک دارند که به آن ها در ایجاد محصولات و نوآوری های بیشتر کمک می کند. آن چه دارای اهمیت است این که لازم است شرایط لازم برای توسعه ساختار صکوک با پشتوانه دارایی فراهم شده و چالش های مرتبط با آن رفع گردد تا ناشران انگیزه بیشتری برای استفاده از این ساختار داشته باشند و لازم است در تعامل با قانون گذاران، چارچوب قانونی متناسب برای ساختار صکوک با پشتوانه دارایی فراهم شود.

۸ منابع و مآخذ

۸,۱ منابع فارسی

۱. تسخیری، محمدعلی، مبانی شرعی اوراق بهادار اسلامی (صکوک)، فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، شماره ۲۷، ص ۹.
۲. سروش، ابوزر، (۱۳۸۶ش)، بررسی صکوک اجاره، ماهنامه بورس، تهران، شماره ۶۵، ص ۱۵.
۳. نجفی، مهدی، (۱۳۸۵ش)، بررسی فرایند تأمین مالی از طریق اوراق صکوک، تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد دانشکده معارف اسلامی و مدیریت دانشگاه امام صادق (ع).

۸,۲ منابع انگلیسی

۱. AAOIFI. (2008). *Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions's Shari'a Standards*. Bahrain: AAOIFI.
۲. IFSB. (2005). *Islamic Financial Services Board (IFSB)'s Capital Adequacy Standard for Institutions (Other than Insurance Institutions) Offering Only Islamic Financial Services*. Kuala Lumpur: IFSB.
۳. Kamil, W. A. (2008). Introduction to Sukuk. In R. Ratings, *Malaysian Sukuk Market Handbook - Your Guide to the Malaysian Islamic Capital Market*, (pp. 21-49). Kuala Lumpur: RAM Rating.
۴. Lotter, Philipp; Howladar, Khalid; . (2007). *Understanding Moody's Approach to Unsecured Corporate Sukuk*. Dubai: Moody's Investors Service.
۵. Mohamad Mokhtar, S., Rahman, S., Kamal, H., & Thomas, A. (2009). Sukuk and the Capital Markets. In S. C. Malaysia, *Sukuk: Islamic Capital Market Series* (pp.17-38). Kuala Lumpur: Sweet & Maxwell Asia.
۶. Mohd Noor, L. (2008). Sukuk Rating - General Approach, Criteria and Methodology. In R. Ratings, *Malaysian Sukuk Market Handbook - Your Guide to the Malaysian Islamic Capital Market* (pp. ۱۶۱-۱۴۷). Kuala Lumpur: RAM Ratings.
۷. Wajdi Dusuki, A; Mokhtar, S; . (2010). Critical Appraisal of Shariah Issues on Ownership in Asset-Based Sukuk as Implemented in the Islamic Debt Market, Research Paper, International Shari'ah Research Academy for Islamic Finance (ISRA).