

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ  
وَصَلَّى اللَّهُ عَلَى مُحَمَّدٍ وَآلِهِ الطَّاهِرِينَ

تقدیم به:

پدر و مادر عزیزم، به خاطر زحمات بی دریغشان  
و همسر مهربانم به خاطر همدلی و همیاری شان



تقدیر و تشکر از:

مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی  
سازمان بورس و اوراق بهادار

# مدیریت ریسک اعتباری در اوراق بهادار اسلامی (صکوک)

تألیف:

محمد توحیدی

عضو هیئت علمی دانشگاه امام صادق (علیه السلام)



انتشارات  
دانشگاه امام صادق علیه السلام

عنوان: مدیریت ریسک اعتباری در اوراق بهادار اسلامی

مؤلف: دکتر محمد توحیدی

ناشر: دانشگاه امام صادق علیه السلام

طراح جلد و مشاور هنری: رسول خسروبیگی

نمایه‌ساز و ناظر نسخه‌پردازی و چاپ: رضا دیبا

چاپ و صحافی: چاپ سپیدان

چاپ اول: ۱۴۰۱

قیمت: ۹۰۰/۰۰۰ ریال

شمارگان: ۱۰۰۰ نسخه

شابک: ۹۷۸-۶۰۰-۲۱۴-۹۹۶-۱

«این کتاب با کاغذ یارانه‌ای منتشر شده است»

فروشگاه مرکزی: تهران: خیابان انقلاب، بین خیابان فخرزایی و خیابان دانشگاه، مجتمع پارسا، همکف، واحد ۳ و ۲

تلفن: ۶۶۹۵۴۶۰۳. تلفن مرکز پخش: ۰۹۱۰۶۰۶۷۴۱۱

فروشگاه کتاب صادق: تهران: بزرگراه شهید چمران، پل مدیریت، ضلع شمالی دانشگاه

صندوق پستی ۱۵۹-۱۴۶۵۵ • کد پستی: ۱۴۶۵۹۴۳۶۸۱ • تلفکس: ۸۸۳۷۰۱۴۲

فروشگاه اینترنتی: <https://press.isu.ac.ir> • [E-mail: pub@isu.ac.ir](mailto:pub@isu.ac.ir)

سرشناسه: توحیدی، محمد، ۱۳۶۳-

عنوان و نام پدیدآور: مدیریت ریسک اعتباری در اوراق بهادار اسلامی / محمد توحیدی.

مشخصات نشر: تهران: دانشگاه امام صادق (علیه السلام)، ۱۴۰۱.

مشخصات ظاهری: ۲۳۸ ص.

شابک: ۹۷۸-۶۰۰-۲۱۴-۹۹۶-۱

موضوع: اوراق بهادار اسلامی

موضوع: بازار سرمایه -- کشورهای اسلامی

موضوع: مدیریت ریسک مالی

شناسه افزوده: دانشگاه امام صادق (علیه السلام)

رده‌بندی کنگره: II G 5718

رده‌بندی دیویی: ۳۳۲/۰۴۱۵۷۶۷

شماره کتابشناسی ملی: ۸۸۷۴۴۷۰

تمام حقوق محفوظ است، هیچ بخشی از این کتاب بدون اجازه مکتوب ناشر قابل تکثیر یا تولید مجدد به هیچ شکلی از جمله چاپ،

فتوکپی، انتشار الکترونیکی، فیلم و صدا و انتقال در فضای مجازی نمی‌باشد.  
این اثر تحت پوشش قانون حمایت از حقوق مؤلفان و مصنفان ایران قرار دارد.

## فهرست اجمالی

سخن ناشر .....	۱۵
پیشگفتار .....	۱۷
فصل اول: آشنایی با اوراق بهادار اسلامی (صکوک) .....	۲۱
فصل دوم: ریسک اعتباری در اوراق بهادار اسلامی .....	۴۱
فصل سوم: اوراق بهادار اسلامی با پشتوانه دارایی و مبتنی بر دارایی .....	۵۳
فصل چهارم: رتبه بندی اعتباری در اوراق بهادار اسلامی .....	۶۵
فصل پنجم: کاربرد اعتبارافزاها در اوراق بهادار اسلامی (رویکرد پیشینی) .....	۹۵
فصل ششم: کاربرد اعتبارافزای ساختاری چندطبقه کردن (ترنجینگ) در اوراق بهادار اسلامی .....	۱۰۷
فصل هفتم: کاربرد ضمانت در اوراق بهادار اسلامی .....	۱۳۵
فصل هشتم: صندوق ضمانت اوراق بهادار اسلامی .....	۱۴۹
فصل نهم: تجدید ساختار اوراق بهادار اسلامی (رویکرد پسینی) .....	۱۶۹
پیوست: پیش نویس پیشنهادی صندوق ضمانت اوراق بهادار اسلامی .....	۲۰۷
نمایه .....	۲۲۵



## فهرست تفصیلی

سخن ناشر.....	۱۵
پیشگفتار.....	۱۷
فصل اول: آشنایی با اوراق بهادار اسلامی (صکوک).....	۲۱
مقدمه .....	۲۱
۱. تعریف اوراق بهادار اسلامی (صکوک).....	۲۲
۲. ویژگی ها و مشخصه های اوراق بهادار اسلامی.....	۲۴
۳. انواع اوراق بهادار اسلامی .....	۲۶
۳-۱. اوراق وقف.....	۲۷
۳-۲. اوراق قرض الحسنه .....	۲۸
۳-۳. اوراق اجاره .....	۲۸
۳-۴. اوراق مرابحه.....	۲۸
۳-۵. اوراق سفارش ساخت .....	۲۸
۳-۶. اوراق منفعت .....	۲۹
۳-۷. اوراق خرید دین.....	۲۹
۳-۸. اوراق رهنی.....	۲۹
۳-۹. اوراق جعاله .....	۲۹

۳۰	۱۰-۳. گواهی سلف استاندارد .....
۳۰	۱۱-۳. اوراق مشارکت .....
۳۰	۱۲-۳. اوراق مضاربه .....
۳۱	۱۳-۳. اوراق وکالت .....
۳۱	۱۴-۳. اوراق مزارعه .....
۳۱	۱۵-۳. اوراق مساقات .....
۳۱	۴. ارکان انتشار اوراق بهادار اسلامی در ایران .....
۳۲	۱-۴. بانی .....
۳۳	۲-۴. نهاد واسط (ناشر) .....
۳۳	۳-۴. ضامن یا رتبه بندی اعتباری .....
۳۴	۴-۴. دارنده اوراق .....
۳۴	۵-۴. عامل فروش .....
۳۵	۶-۴. عامل پرداخت .....
۳۵	۷-۴. متعهد پذیره نویس .....
۳۵	۸-۴. بازارگردان .....
۳۶	۵. فرایند و مراحل انتشار اوراق بهادار اسلامی در ایران .....
۳۷	۶. وضعیت انتشار اوراق بهادار اسلامی در ایران .....
۴۱	<b>فصل دوم: ریسک اعتباری در اوراق بهادار اسلامی</b> .....
۴۱	مقدمه .....
۴۱	۱. تعریف ریسک .....
۴۲	۲. انواع ریسک .....
۴۳	۳. ریسک اعتباری .....
۴۴	۱-۳. انواع ریسک اعتباری .....
۴۵	۲-۳. تبیین مفاهیم مشابه ریسک نکول .....
۴۸	۴. نکول در ساختار صکوک .....
۴۸	۱-۴. دلایل نکول صکوک .....



۵۰.....	۲-۴. حجم صکوک نکول شده .....
۵۳.....	فصل سوم: اوراق بهادار اسلامی با پشتوانه دارایی و مبتنی بر دارایی .....
۵۳.....	مقدمه .....
۵۴.....	۱. معرفی و مقایسه صکوک با پشتوانه دارایی و مبتنی بر دارایی .....
۵۸.....	۲. مزایا و معایب ساختار صکوک با پشتوانه دارایی و صکوک مبتنی بر دارایی .....
۵۹.....	۳. دلایل توسعه صکوک مبتنی بر دارایی .....
۵۹.....	۳-۱. دلایل شرعی .....
۶۰.....	۳-۲. چهارچوب قانونی .....
۶۰.....	۳-۳. تقاضای بازار .....
۶۱.....	۴. ارزیابی صکوک مبتنی بر دارایی و با پشتوانه دارایی از منظر نکول .....
۶۳.....	خلاصه فصل .....
۶۵.....	فصل چهارم: رتبه بندی اعتباری در اوراق بهادار اسلامی .....
۶۵.....	مقدمه .....
۶۶.....	۱. تعریف رتبه بندی .....
۶۷.....	۲. روش شناسی رتبه بندی .....
۶۹.....	۳. رتبه بندی صکوک .....
۶۹.....	۳-۱. خدمات رتبه بندی RAM برهاد .....
۷۷.....	۳-۲. شرکت رتبه بندی برهاد مالزی .....
۸۰.....	۳-۳. استاندارد اند پورز (S&P) .....
۸۲.....	۳-۴. رتبه بندی فیتچ .....
۸۳.....	۳-۵. خدمات سرمایه گذاران مودیز .....
۸۴.....	۳-۶. آژانس بین المللی رتبه بندی اسلامی .....
۸۶.....	۴. رتبه بندی اوراق بهادار اسلامی (صکوک) در ایران .....
۸۷.....	۴-۱. شرکت رتبه بندی برهان .....
۸۹.....	۴-۲. شرکت رتبه بندی پایا .....
۹۰.....	۴-۳. شرکت رتبه بندی پارس کیان .....

.....	خلاصه فصل	۹۱
.....	فصل پنجم: کاربرد اعتبارافزاها در اوراق بهادار اسلامی (رویکرد پیشینی)	۹۵
.....	مقدمه	۹۵
.....	۱. معرفی سازوکارهای اعتبارافزا	۹۶
.....	۲. انواع سازوکارهای اعتبارافزا	۹۷
.....	۱-۲. سازوکارهای اعتبارافزای فراهم شده توسط بانی	۹۷
.....	۲-۲. سازوکار اعتبارافزای ساختاری	۱۰۰
.....	۳-۲. سازوکارهای اعتبارافزای فراهم شده توسط نهاد ثالث	۱۰۱
.....	۳. کاربرد سازوکارهای اعتبارافزا در اوراق بهادار اسلامی	۱۰۳
.....	۱-۳. صکوک با سازوکارهای اعتبارافزای کامل	۱۰۴
.....	۲-۳. صکوک بدون سازوکارهای اعتبارافزا	۱۰۴
.....	۳-۳. صکوک با سازوکارهای اعتبارافزای ناقص	۱۰۴
.....	خلاصه فصل	۱۰۴
.....	فصل ششم: کاربرد اعتبارافزای ساختاری چندطبقه کردن (ترنجینگ) در اوراق بهادار اسلامی	۱۰۷
.....	مقدمه	۱۰۷
.....	۱. تعریف سازوکار چندطبقه اوراق بهادار (ترنجینگ)	۱۰۸
.....	۲. انواع اوراق بهادار چندطبقه	۱۰۸
.....	۱-۲. اوراق بهادار چندطبقه زمانی	۱۰۸
.....	۲-۲. اوراق بهادار چندطبقه بر اساس تمایز رتبه اعتباری	۱۰۸
.....	۳. کاربرد سازوکار اعتبارافزای ساختاری در صکوک	۱۱۲
.....	۱-۳. طبقه بندی در صکوک مبتنی بر دارایی: مالزی	۱۱۳
.....	۲-۳. طبقه بندی در صکوک با پشتوانه دارایی	۱۱۴
.....	۴. چندطبقه کردن (ترنجینگ) اوراق اجاره و مرابحه	۱۱۶
.....	۱-۴. اوراق اجاره چندطبقه (ترنج شده)	۱۱۶
.....	۲-۴. اوراق مرابحه چندطبقه (ترنج شده)	۱۱۹

۱۲۰.....	۵. بررسی سازگاری اوراق بهادار چندطبقه با موازین فقه امامیه .....
۱۲۱.....	۵-۱. راه حل فقهی اول: عقد ضمان .....
۱۲۴.....	۵-۲. راه حل فقهی دوم: قرارداد بیمه .....
۱۲۷.....	۵-۳. راه حل فقهی سوم: قرارداد صلح .....
۱۲۷.....	۵-۴. راه حل فقهی چهارم: اسقاط حق .....
۱۳۳.....	خلاصه فصل .....
۱۳۵.....	<b>فصل هفتم: کاربرد ضمانت در اعتبارافزایی اوراق بهادار اسلامی .....</b>
۱۳۵.....	مقدمه .....
۱۳۵.....	۱. اهمیت و نقش ضامن در ارتقای کیفیت اعتباری اوراق بهادار اسلامی .....
۱۳۶.....	۲. شرایط ضامن و ضمانت در اوراق بهادار اسلامی .....
۱۳۸.....	۳. چالش های مربوط به رکن ضامن .....
۱۴۰.....	۴. راهکارها برای رفع چالش های مربوط به رکن ضامن .....
۱۴۹.....	<b>فصل هشتم: صندوق ضمانت اوراق بهادار اسلامی .....</b>
۱۴۹.....	مقدمه .....
۱۵۰.....	۱. تعریف صندوق ضمانت .....
۱۵۰.....	۲. مزایای ضمانت از طریق صندوق .....
۱۵۲.....	۳. سازوکار و کارکرد صندوق ضمانت .....
۱۵۲.....	۴. مؤلفه های کلیدی در طراحی صندوق ضمانت صکوک .....
۱۵۳.....	۴-۱. مالکیت و مدیریت صندوق .....
۱۶۱.....	۴-۲. تجهیز منابع صندوق .....
۱۶۴.....	۴-۳. سرمایه گذاری منابع صندوق .....
۱۶۵.....	۴-۴. نحوه ایفای تعهدات صندوق در صورت نکول بانیان .....
۱۶۶.....	خلاصه فصل .....
۱۶۹.....	<b>فصل نهم: تجدید ساختار اوراق بهادار اسلامی (رویکرد پسینی) .....</b>
۱۶۹.....	مقدمه .....
۱۷۰.....	۱. تجدید ساختار و برنامه ریزی مجدد .....

۱۷۱	۲. تجدید ساختار صکوک
۱۷۲	۳. سازوکارهای ممکن برای تجدید ساختار
۱۷۲	۳-۱. تمدید سررسید
۱۷۳	۳-۲. کاهش ارزش دارایی
۱۷۶	۳-۳. تجدید قرارداد
۱۷۷	۳-۴. تبدیل قرارداد
۱۸۰	۳-۵. سوآپ تبدیل بدهی به سهام
۱۸۰	۳-۶. افزایش نرخ اوراق
۱۸۴	۴. موردکاوی تجدید ساختار صکوک
۱۸۵	۴-۱. تجدید ساختار صکوک اجاره
۱۸۸	۴-۲. تجدید ساختار صکوک مضاربه
۱۹۱	۵. فرایند تجدید ساختار صکوک
۱۹۳	۶. مراحل ساختاری در تجدید ساختار صکوک
۱۹۶	خلاصه فصل
۱۹۹	منابع و مأخذ
	پیوست: پیش نویس پیشنهادی اساسنامه صندوق ضمانت اوراق بهادار اسلامی
۲۰۷	
۲۲۵	نمایه

### فهرست جداول

جدول ۱. موارد مهم نکول در ساختار صکوک .....	۵۱
جدول ۲. حجم کل صکوک منتشره و نکول شده .....	۵۲
جدول ۳. مقایسه ویژگی های صکوک با پشتوانه دارایی و صکوک مبتنی بر دارایی .....	۵۸
جدول ۴. تفاوت ساختار صکوک با پشتوانه دارایی و مبتنی بر دارایی از منظر ریسک نکول ..	۶۳
جدول ۵. مقایسه روش های مختلف رتبه بندی مؤسسه های رتبه بندی اعتباری مختلف .....	۹۲
جدول ۶. سازوکار طبقه بندی در صکوک مبتنی بر دارایی .....	۱۱۳
جدول ۷. سازوکار طبقه بندی در صکوک با پشتوانه دارایی .....	۱۱۵
جدول ۸. طبقه بندی زمانی در صکوک Musharakah One .....	۱۱۶
جدول ۹. ضرایب و حد جبران وثایق پشتوانه انتشار اوراق بهادار اسلامی .....	۱۴۱
جدول ۱۰. کاهش درصدی از کل وثایق مورد نیاز (شامل اصل و فرع اوراق) .....	۱۴۵
جدول ۱۱. اصلاحیه وثایق سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران .....	۱۴۷
جدول ۱۲. جمع بندی راجع به الگوی صندوق ضمانت صکوک .....	۱۶۸
جدول ۱۳. راهکارهای تجدید ساختار متناسب با هر نوع صکوک .....	۱۸۳
جدول ۱۴. رویکردهای تجدید ساختار در چند نمونه صکوک نکول شده .....	۱۸۵

### فهرست نمودارها

نمودار ۱. طبقه بندی اوراق بهادار اسلامی (صکوک) .....	۲۷
نمودار ۲. ارکان انتشار اوراق بهادار اسلامی (صکوک) .....	۳۲
نمودار ۳. فرایند انتشار اوراق بهادار اسلامی (صکوک) .....	۳۷
نمودار ۴. وضعیت انتشار اوراق بهادار اسلامی (صکوک) در ایران .....	۳۸
نمودار ۵. آمار انتشار اوراق بهادار اسلامی (صکوک) در ایران .....	۳۹
نمودار ۶. فرایند کلی رتبه بندی در مؤسسه های رتبه بندی اعتباری .....	۶۶
نمودار ۷. طبقه بندی سازوکارهای اعتبارافزا .....	۹۷
نمودار ۸. فرایند انتشار اوراق بهادار چند طبقه .....	۱۱۱
نمودار ۹. ساختار اولویت بندی اوراق در دریافت سود، تحمل زیان و سطح ریسک .....	۱۱۲
نمودار ۱۰. فرایند انتشار اوراق اجاره ترنج شده (چند طبقه) .....	۱۱۸

- نمودار ۱۱. فرایند انتشار اوراق مرابحه ترنج شده (چند طبقه) ..... ۱۲۰
- نمودار ۱۲. بررسی فقهی چند طبقه کردن (ترنجینگ) ..... ۱۲۱
- نمودار ۱۳. مؤلفه های مهم در طراحی صندوق ضمانت ..... ۱۵۳
- نمودار ۱۴. سازوکار عملیاتی صندوق ضمانت متشکل از بانیان ..... ۱۵۵
- نمودار ۱۵. سازوکار عملیاتی صندوق ضمانت متشکل از سرمایه گذاران نهادی ..... ۱۶۰
- نمودار ۱۶. منابع صندوق ضمانت صکوک ..... ۱۶۳
- نمودار ۱۷. تجهیز منابع صندوق ضمانت صکوک ..... ۱۶۴
- نمودار ۱۸. ساختار معاملاتی صکوک اجاره Ingress ..... ۱۸۶
- نمودار ۱۹. ساختار معاملاتی صکوک مضاربه ..... ۱۸۹
- نمودار ۲۰. فرایند پیشنهادی تجدید ساختار در نکول صکوک ..... ۱۹۲
- نمودار ۲۱. مراحل ساختاری پیشنهادی در تجدید ساختار صکوک اجاره ..... ۱۹۴

«بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ»  
وَلَقَدْ آتَيْنَا دَاوُودَ وَسُلَيْمَانَ عِلْمًا وَقَالَا الْحَمْدُ لِلَّهِ الَّذِي  
فَضَّلَنَا عَلَى كَثِيرٍ مِّنْ عِبَادِهِ الْمُؤْمِنِينَ  
(قرآن کریم، سوره مبارکه النمل / آیه شریفه ۱۵)

### سخن ناشر

رسالت و مأموریت دانشگاه امام صادق (علیه السلام) «تولید علوم انسانی اسلامی» و «تربیت نیروی درجه یک برای نظام» (که در راهبردهای ابلاغی مقام معظم رهبری مدظله تعیین شده) است. اثرپذیری علوم انسانی از مبانی معرفتی و نقش معارف اسلامی در تحول علوم انسانی، دانشگاه را بر آن داشت که به طراحی نو و بازمهندسی نظام آموزشی و پژوهشی جهت پاسخ‌گویی به نیازهای نوظهور انقلاب، نظام اسلامی و تربیت اسلامی به عنوان یک اصل محوری برای تحقق مأموریت خویش بپردازد و بر این باور است که علم توأم با تزکیه نفس می‌تواند هویت جامعه را متأثر در مسیر تعالی و رشد قرار دهد.

از این حیث «تربیت» را می‌توان مقوله‌ای محوری یاد نمود که وظایف و کارویژه‌های دانشگاه، در چهارچوب آن معنا می‌یابد؛ زیرا که «علم» بدون «تزکیه» بیش از آنکه ابزاری در مسیر تعالی و اصلاح امور جامعه باشد، عاملی مشکل‌ساز خواهد بود که سازمان و هویت جامعه را متأثر و دگرگون می‌سازد.

از سوی دیگر «سیاست‌ها» تابع اصول و مبادی علمی هستند و نمی‌توان منکر این تجربه تاریخی شد که استواری و کارآمدی سیاست‌ها در گرو انجام پژوهش‌های علمی و بهره‌مندی از نتایج آنهاست. از این منظر پیشگامان عرصه علم و پژوهش، راهبران اصلی جریان‌های فکری و اجرایی به حساب می‌آیند و

نمی‌توان آینده درخشانی را بدون توانایی‌های علمی - پژوهشی رقم زد و سخن از «مرجعیت علمی» در واقع پاسخ‌گویی به این نیاز بنیادین است.

**دانشگاه امام صادق (علیه السلام)** در واقع یک الگوی عملی برای تحقق ایده دانشگاه اسلامی در شرایط جهان معاصر است. الگویی که هم‌اکنون ثمرات نیکوی آن در فضای ملی و بین‌المللی قابل مشاهده است. طبعاً آنچه حاصل آمده محصول نیت خالصانه و جهاد علمی مستمر مجموعه بنیان‌گذاران و دانش‌آموختگان این نهاد است که امید می‌رود با اتکاء به تأییدات الهی و تلاش همه‌جانبه اساتید، دانشجویان و مدیران دانشگاه، بتواند به مرجعی تمام‌عیار در گستره جهانی تبدیل گردد.

**معاونت پژوهشی دانشگاه امام صادق (علیه السلام)** با توجه به شرایط، امکانات و نیازمندی جامعه در مقطع کنونی با طرحی جامع نسبت به معرفی دستاوردهای پژوهشی دانشگاه، ارزیابی سازمانی - کارکردی آنها و بالاخره تحلیل شرایط آتی اقدام نموده که نتایج این پژوهش‌ها در قالب کتاب، گزارش، نشریات علمی و... تقدیم علاقه‌مندان می‌گردد. هدف از این اقدام - ضمن قدردانی از تلاش خالصانه تمام کسانی که با آرمان و اندیشه‌ای بزرگ و ادعایی اندک در این راه گام نهادند - درک کاستی‌ها و اصلاح آنها است تا از این طریق زمینه پرورش نسل جوان و علاقه‌مند به طی این طریق نیز فراهم گردد؛ هدفی بزرگ که در نهایت مرجعیت **مکتب علمی امام صادق (علیه السلام)** را در گستره بین‌المللی به همراه خواهد داشت. (ان شاء الله)

ولله الحمد

معاونت پژوهشی دانشگاه



### پیشگفتار

با توجه به ماهیت ربوی انواع اوراق قرضه متعارف و ممنوعیت شرعی استفاده از آن‌ها، ایده استفاده از اوراق بهادار اسلامی (صکوک) - به عنوان جایگزینی برای اوراق قرضه متعارف - در کشورهای اسلامی مطرح شد. تاکنون انواعی از اوراق بهادار اسلامی در کشورهای اسلامی و غیراسلامی منتشر شده و با توجه به ویژگی‌های منحصر به فرد خود، مورد استقبال ناشران و سرمایه‌گذاران مسلمان و غیرمسلمان قرار گرفته است. بدون شک، طراحی و انتشار اوراق بهادار اسلامی بر اساس احکام مقدس شریعت اسلام یکی از مهم‌ترین دستاوردهای اندیشمندان اسلامی در راستای توسعه و اعتلای نظام مالی و اقتصادی اسلام بوده است.

صکوک نیز مشابه اوراق قرضه متعارف، مستعد ریسک نکول است. ریسک نکول عبارت است از ریسکی که یک بانی ممکن است نتواند اصل و سود اوراق را طبق زمان بندی مشخص پرداخت کند. با توجه به قراردادهای ساختارهای متنوعی که برای صکوک مورد استفاده قرار می‌گیرد، نکول انواع مختلف صکوک ممکن است متفاوت باشد؛ به عنوان نمونه، سناریوی نکول در صکوک مرابحه ممکن است مشابه نکول در ساختارهای صکوک مبتنی بر مشارکت نباشد.

در این کتاب مبنای تحلیل ریسک نکول، طبقه بندی صکوک به صکوک با پشتوانه دارایی و صکوک مبتنی بر دارایی بوده و نوع مواجهه با ریسک نکول در این دو نوع ساختار متفاوت است. صکوک با پشتوانه دارایی منعکس کننده

همان عملیات تبدیل دارایی به اوراق بهادار<sup>۱</sup> متعارف است که به موجب آن دارندگان صکوک مالکان دارایی محسوب می‌شوند و 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. از سوی دیگر، صکوک مبتنی بر دارایی منعکس‌کننده همان انتشار اوراق قرضه متعارف است و دارندگان اوراق از بانی طلبکار هستند و در صورت نکول حق رجوع<sup>۲</sup> به بانی یا ضامن را دارند. در این اوراق 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. عوامل متعددی می‌تواند منجر به نکول در ساختار صکوک شود. شرایط بد مالی بانی در سطح خرد و یا عملکرد بد دارایی پایه می‌تواند منجر به نکول بانی انتشار اوراق شود. همچنین شرایط ناخوشایند مالی و اقتصادی در سطح کلان مهم‌ترین علت نکول بسیاری از صکوک‌هایی بود که در سال ۲۰۰۷ تا ۲۰۰۹ مقارن با بحران مالی اخیر آمریکا اتفاق افتاد.

در مدیریت و کنترل ریسک نکول برخی راهکارها پیشگیرانه بوده که قبل از انتشار صکوک و در ساختار انتشار صکوک باید در نظر گرفته شوند. این راهکارهای پیشگیرانه شامل استفاده از انواع اعتبارافزاهای ساختار صکوک است. این سازوکارها در رتبه‌بندی اعتباری صکوک نقشی مهم ایفا می‌کنند و سبب افزایش کیفیت اعتباری و کاهش ریسک نکول اوراق خواهند شد. از سوی دیگر، برخی راهکارها پسینی بوده و مربوط به زمانی است که ابزار مالی با نکول مواجه شده و یا احتمال وقوع نکول نزدیک است. در این شرایط، یکی از اقدامات اصلاحی برای جلوگیری از انحلال یا نکول، تجدید ساختار تعهدات مالی فرد یا شرکت است.

ساختار این کتاب مشتمل بر سه فصل است. فصل اول کتاب به معرفی انواع اوراق بهادار اسلامی و ارکان و فرایند انتشار آن اختصاص می‌یابد. در فصل دوم،

ریسک اعتباری، انواع و کاربرد آن در اوراق بهادار اسلامی تبیین شده است. در فصل سوم طبقه‌بندی اوراق بهادار اسلامی به دو دسته اوراق با پشتوانه دارایی و مبتنی بر دارایی و دلالت‌های هر یک در نکول اوراق تشریح می‌گردد. با توجه به اینکه رتبه اعتباری بانیان انتشار اوراق نشان‌دهنده کیفیت اعتباری آنان است، بنابراین فصل چهارم رویکردهای گوناگون رتبه‌بندی در ساختارهای مختلف صکوک را مورد بررسی و تحلیل قرار می‌دهد. در ادامه در فصل پنجم نظر به اهمیت کاربرد اعتبارافزاها در رتبه‌بندی بهتر اوراق و کاهش ریسک اعتباری، انواع اعتبارافزاهای درونی و بیرونی تشریح می‌شوند. کاربرد این اعتبارافزاها در پیشگیری از نکول حائز اهمیت بوده و به‌عنوان رویکرد پیشینی در مدیریت ریسک نکول شناخته می‌شوند. در فصول ششم، هفتم و هشتم کاربرد مهم‌ترین اعتبارافزاها شامل ترنچینگ (چندطبقه کردن اوراق) و ضمانت شخص ثالث در ساختار صکوک تجزیه و تحلیل می‌شود. در این بخش ضمن بیان چالش‌های ضمانت صکوک در ایران - به‌عنوان یک اعتبارافزای بیرونی و فراهم شده توسط شخص ثالث - ایده صندوق ضمانت صکوک به‌عنوان جایگزین یا مکمل ضمانت بانکی ارائه شده و از جنبه‌های مختلف مورد تجزیه و تحلیل قرار می‌گیرد. در نهایت در فصل نهم راهکاری پسینی - در مواقعی که نکول محقق شده یا در شرف تحقق است - برای جلوگیری از وقوع نکول معرفی می‌شود که تجدید ساختار نام دارد. در این فصل ضمن تعریف تجدید ساختار، فرایند پیاده‌سازی و تجربه کشورهای اسلامی در این زمینه، کاربرد انواع روش‌های تجدید ساختار در ساختارهای مختلف صکوک مورد تجزیه و تحلیل قرار می‌گیرد.

مخاطبان این کتاب اساتید دانشگاه، دانشجویان رشته‌های مالی، اقتصاد و حسابداری و مسئولان، خبرگان و فعالان بازار سرمایه به‌خصوص مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار با درآمد ثابت، شرکت‌های تأمین سرمایه و مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری است. امید است این کتاب بتواند نقشی هرچند کوچک در اعتلای دانش مالی اسلامی و به‌طور خاص بازار سرمایه

اسلامی کشور عزیزمان ایران ایفا نماید. در پایان ضمن تشکر از همکاری مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار، این کتاب را تقدیم می‌کنم به روح ملکوتی استاد گران قدر جناب حجت الاسلام والمسلمین دکتر سید عباس موسویان که عمر پربرکت خویش را صرف اعتلای نظام مالی اسلامی نمودند.

## فصل اول:

### آشنایی با اوراق بهادار اسلامی (صکوک)

---

#### 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 به طور عمده برای تأمین مالی دولت، سازمان‌های وابسته به دولت و بنگاه‌های اقتصادی منتشر می‌شوند بر اساس عقود اسلامی طراحی شده‌اند و جایگزین مناسبی برای اوراق بهادار ربوی به ویژه اوراق قرضه شمرده می‌شوند.

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 بستانکارانی هستند که بهره دریافت می‌کنند، درحالی‌که ابزارهای مالی اسلامی مبتنی بر انواع عقود اسلامی مبادله‌ای و مشارکتی طراحی شده‌اند که سود آن‌ها از نظر شرعی حلال بوده و ارتباط این ابزارها با اقتصاد واقعی شامل کالاها، خدمات، منافع، طرح‌های اقتصادی و ... برقرار است (توحیدی و یارمحمدی، ۱۳۹۸: ۴۲). هرچند اولین تجربه کشور ایران در طراحی و انتشار صکوک به سال ۱۳۷۳ و انتشار صکوک مشارکت (اوراق مشارکت) طرح نواب برمی‌گردد، اما توسعه جدی

بازار اوراق بهادار اسلامی در ایران با تصویب قانون بازار اوراق بهادار در آذرماه ۱۳۸۴ و قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی در سال ۱۳۸۸ صورت پذیرفت و زمینه طراحی و انتشار انواع اوراق بهادار اسلامی در بازار سرمایه ایران فراهم شد. در سال ۱۳۸۹ دومین ساختار صکوک با نام اوراق اجاره جهت تأمین نقدینگی شرکت ماهان منتشر گردید و از سال ۱۳۸۹ تاکنون ساختارهای متنوعی از صکوک شامل اوراق مرابحه، منفعت، سفارش ساخت، رهنی، سلف و ... در بازار سرمایه ایران طراحی و منتشر شده است. این فصل به معرفی انواع اوراق بهادار اسلامی و ارکان و فرایند انتشار آن در ایران می‌پردازد.

#### ۱. تعریف اوراق بهادار اسلامی (صکوک)

طبق ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، اوراق بهادار، هر نوع ورقه یا مستندی است که متضمن حقوق مالی قابل نقل و انتقال برای مالک عین و یا منفعت آن باشد. در استاندارد حسابداری ۳۶ ایران نیز ابزار مالی قراردادی است که برای یک واحد تجاری، دارایی مالی<sup>۱</sup> و برای واحد تجاری دیگر، بدهی مالی<sup>۲</sup> یا ابزار مالکانه<sup>۳</sup> ایجاد می‌کند.

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 حواله‌ها، تعهدات و اسناد مالی به کار می‌برند (نجفی، ۱۳۸۵). به صورت تخصصی صکوک به گواهی‌هایی اطلاق می‌شود که

۱. دارایی مالی شامل وجه نقد، ابزار مالکانه واحد تجاری دیگر، حق قراردادی و یا قراردادی است که از طریق ابزارهای مالکانه خود واحد تجاری، قابل تسویه است و یا تسویه خواهد شد.
۲. بدهی مالی شامل: الف) تعهد قراردادی برای تحویل نقد یا دارایی مالی دیگر به واحد تجاری دیگر، همچنین مبادله دارایی‌های مالی یا بدهی‌های مالی با واحد تجاری دیگر است. ب) تعهد قراردادی برای قراردادی که از طریق ابزارهای مالکانه خود واحد تجاری قابل تسویه است و یا تسویه خواهد شد.
۳. ابزار مالکانه قراردادی است که نشان‌دهنده منافع باقیمانده در دارایی‌های واحد تجاری پس از کسر تمام بدهی‌های آن است.

نمایانگر تعهدات مالی ناشی از تجارت و یا هرگونه فعالیت تجاری و سرمایه‌گذاری دیگر است (Kamil, 2008؛ توحیدی و یارمحمدی، ۱۳۹۸: ۴۳).

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» (AAOIFI, 2008: 468؛ توحیدی و یارمحمدی، ۱۳۹۸: ۴۴).

همچنین کمیته خدمات مالی اسلامی نیز در سال ۲۰۰۵ صکوک را این‌گونه تعریف نموده است: «گواهی‌هایی که نشان‌دهنده مالکیت مشاع دارندگان اوراق در بخش تقسیم‌نشده دارایی پایه‌ای است که تمام حقوق و تعهدات به آن دارایی پایه مرتبط می‌گردد» (IFSB, 2005: 3؛ توحیدی و یارمحمدی، ۱۳۹۸: ۴۴).

بر اساس تعاریف بالا، اگرچه صکوک گاهی به صورت اوراق قرضه اسلامی ترجمه می‌گردد، اما تعریف دقیق‌تر صکوک نشان می‌دهد که این اوراق نمایانگر مالکیت یک دارایی و یا یک سرمایه‌گذاری است، درحالی‌که اوراق قرضه برای اثبات بدهی به کار می‌رود و برخلاف صکوک نمایانگر مالکیت دارندگان اوراق در فعالیت‌های صنعتی یا تجاری که بدان منظور این اوراق منتشر گردیده‌اند، 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 (Usmani, 2007)؛ بنابراین اوراق قرضه به عنوان ابزارهای بدهی با بهره ثابت ساختاردهی می‌شوند و مقدار بهره اوراق قرضه به عنوان درصدی از سرمایه و نه درصدی از سود واقعی تعیین می‌گردد. در اوراق قرضه صرف نظر از اینکه سرمایه‌گذاری سودآور هست یا نه، پرداخت بهره اوراق تضمین می‌گردد. از طرف دیگر، به علت 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 می‌شود و بهره‌ای که در صکوک پرداخت می‌گردد واقعاً ناشی از سود واقعی است که از دارایی و یا سرمایه‌گذاری حاصل می‌گردد (توحیدی و یارمحمدی، ۱۳۹۸: ۴۴).

با توجه به تعاریف ذکر شده، چه بسا بتوان تعریف زیر را برای اوراق بهادار اسلامی عنوان کرد:

«اوراق بهادار اسلامی اوراق با نام و قابل نقل و انتقالی است که بر اساس عقود اسلامی طراحی شده و بسته به نوع اوراق، نشان‌دهنده مالکیت مشاع دارنده آن بر عین معین، عین کلی (کلی فی الذمه)، دین، منفعت، خدمات و حقوق قابل واگذاری است.»

## ۲. ویژگی‌ها و مشخصه‌های اوراق بهادار اسلامی

در ادامه برخی ویژگی‌های کلیدی اوراق بهادار اسلامی اشاره شده است.

**الف. مبتنی بر قراردادهای شرعی:** درحالی‌که همه انواع اوراق قرضه مبتنی بر قرض با بهره است و ربا محسوب می‌شود، اوراق بهادار اسلامی به عنوان جایگزین اوراق قرضه، مبتنی بر انواع عقود شرعی انتفاعی (مشارکتی و مبادله‌ای) و غیرانتفاعی طراحی شده است که کسب بازدهی حلال را برای سرمایه‌گذاران ممکن می‌سازد. در اوراق قرضه رابطه بین بانی و دارندگان اوراق، رابطه بدهکار-بستانکار بوده، درحالی‌که در اوراق بهادار اسلامی رابطه بین بانی و دارندگان اوراق بستگی به نوع قرارداد فی مابین آن‌ها دارد. به عنوان نمونه در اوراق مشارکت، رابطه بین بانی و دارندگان اوراق رابطه شریک-شریک، در اوراق مضاربه رابطه عامل-صاحب سرمایه، در اوراق اجاره رابطه مستأجر-موجر و در اوراق مرابحه رابطه بدهکار-بستانکار است.

**ب. بیانگر مالکیت مشاع دارایی‌های پایه:** درحالی‌که ماهیت اوراق قرضه بدهی محسوب می‌شود، ساختار اوراق بهادار اسلامی نشان‌دهنده مالکیت مشاع دارندگان آن در طیف وسیعی از دارایی‌های پایه هستند که این



دارایی‌ها شامل دارایی‌های مشهود، منافع، خدمات، دارایی‌های نامشهود، کالاها، دارایی‌های پروژه‌های خاص، فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و حتی دارایی‌های دینی می‌شود.

**ج. ارتباط و پیوند با فعالیت‌های واقعی بخش اقتصاد:** به‌طورکلی یکی از تفاوت‌های مهم صنعت مالی اسلامی با صنعت مالی متعارف، ارتباط بخش مالی با بخش واقعی اقتصاد است. براساس این اصل، تمام روابط، قراردادهای و معاملاتی که در چهارچوب مالی اسلامی بین ذینفعان منعقد می‌شود، لازم است با بخش واقعی اقتصاد در ارتباط باشد. این ارتباط سبب می‌شود که هر نوع جابجایی وجوه در بازارهای مالی، متناظر و متناسب با تولید یا جابجایی دارایی، خدمت یا منفعتی در بخش واقعی اقتصاد گردد (موسویان و میثمی، ۱۳۹۳: ۳۹). اوراق بهادار اسلامی نیز از این قاعده مستثنی نیست؛ به‌عنوان نمونه طبق دستورالعمل انتشار اوراق بهادار اسلامی، دارایی‌پشتوانه اوراق اجاره، زمین، ساختمان و تأسیسات، ماشین‌آلات و تجهیزات، وسایل حمل‌ونقل و سهام شرکت‌هاست. اوراق مرابحه علاوه بر تأمین دارایی‌های ذکرشده، برای تأمین مواد و کالا نیز کاربرد دارد. اوراق منفعت برای واگذاری منافع آتی حاصل از به‌کارگیری دارایی‌ها یا ارائه خدمات معین و هرگونه حقوق معین قابل نقل و انتقال مورد استفاده قرار می‌گیرد. در اوراق سفارش ساخت، دارایی مورد نظر بانی ساخته و تحویل می‌شود. اوراق مضاربه برای انجام عملیات بازرگانی و اوراق مشارکت برای ایجاد، تکمیل و توسعه طرح‌های سودآور منتشر می‌شود. در اوراق رهنی و خرید دین نیز، شرط اساسی صحت شرعی خرید و فروش دین این است که دین ایجادشده صوری نباشد و نتیجه یک معامله واقعی باشد.

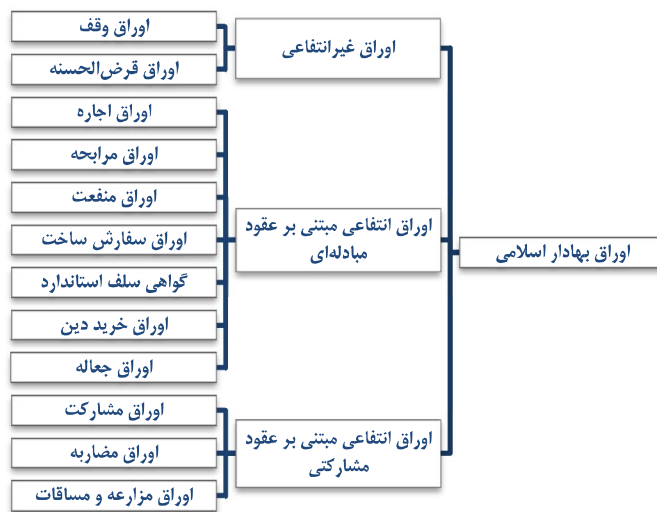
**د. امکان انتشار در سررسیدهای مختلف:** اوراق بهادار اسلامی را می‌توان در سررسیدهای مختلف کوتاه‌مدت، میان‌مدت، بلندمدت و حتی بدون سررسید منتشر نمود، هرچند که در کشورهای مختلف، انتشار اوراق بهادار

اسلامی با سررسیدهای میان مدت تا بلندمدت رایج تر است. ه. پرداخت مبالغ دوره‌ای به دارندگان اوراق: در اوراق قرضه متعارف در طول دوره تا سررسید، پرداخت‌های منظم بهره در قالب کوپن پرداخت شده و اصل مبلغ در سررسید پرداخت می‌شود. در صکوک نیز زمان بندی پرداخت شبیه اوراق قرضه متعارف است؛ با این تفاوت که در طول دوره به جای کوپن که ماهیت بهره دارد، سود دوره‌ای پرداخت می‌شود که برگرفته از قراردادهای مشروعی است که ساختار صکوک مبتنی بر آن قرار گرفته است؛ به عنوان نمونه در اوراق اجاره، سود دوره‌ای ماهیت اجاره بها، در اوراق مرابحه ماهیت اقساط و در اوراق مشارکت ماهیت سود مشارکت را دارد. در سررسید صکوک نیز اصل مبلغ، بازپرداخت خواهد شد. و. امکان معامله در بازار ثانوی: همه اوراق مبتنی بر عقود انتفاعی قابلیت معامله در بازار ثانوی را دارند که بسته به نوع اوراق ماهیت فقهی بازار ثانوی آن‌ها می‌تواند بیع عین یا بیع دین باشد؛ به عنوان نمونه ماهیت فقهی بازار ثانوی اوراق اجاره و مرابحه منتشره در ایران به ترتیب بیع عین و بیع دین است؛ اما در مورد اوراق مبتنی بر عقود غیرانتفاعی مانند اوراق قرض الحسنه و وقف، با توجه به اینکه هدف سرمایه‌گذاران خیرخواهانه و بدون کسب سود مادی است، بنابراین چه بسا بازار ثانوی آن‌ها توجیه اقتصادی نداشته باشد.

### ۳. انواع اوراق بهادار اسلامی

در یک تقسیم بندی کلی اوراق بهادار اسلامی را می‌توان به دو دسته انتفاعی و غیرانتفاعی طبقه بندی نمود. اوراق غیرانتفاعی اوراقی هستند که مبتنی بر عقود غیرانتفاعی و با اهداف خیرخواهانه منتشر شده و سودی به دارندگان اوراق تعلق نمی‌گیرد که اوراق وقف و قرض الحسنه در این دسته قرار می‌گیرند. اوراق انتفاعی، اوراقی هستند که با هدف سودآوری طراحی و منتشر شده و به دارندگان اوراق بازدهی تعلق می‌گیرد. بسته به نوع قرارداد پایه، اوراق انتفاعی را

می‌توان به دو دسته اوراق انتفاعی مبتنی بر عقود مبادله‌ای<sup>۱</sup> و اوراق انتفاعی مبتنی بر عقود مشارکتی<sup>۲</sup> طبقه‌بندی نمود. در نمودار ۱ انواع اوراق بهادار اسلامی معرفی شده است.



نمودار ۱. طبقه‌بندی اوراق بهادار اسلامی (صکوک) (مأخذ: نگارنده)

در ادامه تعاریف هر یک از انواع اوراق بهادار اسلامی به اختصار ذکر شده است:

### ۳-۱. اوراق وقف

اوراق بهادار غیرانتفاعی بانامی است که مبتنی بر قرارداد صلح و به منظور وقف شرعی منتشر می‌گردد. دارنده این اوراق (مصالح) بخشی از اموال خود را بر

۱. قراردادهای انتفاعی مبادله‌ای، قراردادهایی هستند که طرفین قرارداد، اموال و منافع را در برابر پول یا مال دیگری مبادله می‌کنند. عقدهایی چون بیع (فروش نقد، نسیه، اقساطی و سلف، خرید دین)، اجاره، اجاره به شرط تملیک و جعاله از این گروه شمرده می‌شوند. این قراردادها در مبادلات تجاری کاربرد داشته و در نهایت با نقل و انتقال مالکیت همراه هستند.

۲. قراردادهای انتفاعی مشارکتی، قراردادهایی هستند که بر مبنای مشارکت و به قصد انتفاع صورت می‌پذیرد و بازده حاصل از آن، طبق توافق طرفین و بر اساس نسبت‌های مورد توافق، تقسیم می‌شود. عقدهایی چون مشارکت مدنی، مشارکت حقوقی، مضاربه، مزارعه و مساقات از این نوع هستند.

اساس قرارداد صلح در اختیار بانی (متصلح) قرار می‌دهد تا وی همراه سایر اموال صلحی، طرح عام‌المنفعه‌ای را احداث کرده سپس از طرف صاحبان اوراق، وقف شرعی نماید (کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۹۲: جلسه شماره ۸۶).

### ۲-۳. اوراق قرض الحسنه

اوراق بهادار بانام قابل نقل و انتقالی است که نشان‌دهنده میزان بدهی بانی به دارندگان اوراق است که باید در سررسید یا سررسیدهای معین پرداخت گردد (دستورالعمل انتشار اوراق قرض الحسنه، ۱۳۹۰: ماده ۱).

### ۳-۳. اوراق اجاره

اوراق بهادار بانام قابل نقل و انتقالی است که نشان‌دهنده مالکیت مشاع دارنده آن در دارایی مبنای انتشار اوراق اجاره است. با انتشار اوراق اجاره، رابطه وکیل و موکل میان ناشر و خریداران اوراق اجاره برقرار می‌گردد. ناشر به وکالت از طرف خریداران ملزم به مصرف وجوه حاصل از فروش اوراق اجاره جهت خرید دارایی موضوع انتشار و اجاره آن به بانی است (دستورالعمل انتشار اوراق اجاره، ۱۳۹۰: ماده ۱ و ۱۳).

### ۴-۳. اوراق مرابحه

اوراق بهادار بانام قابل نقل و انتقالی است که نشان‌دهنده مالکیت مشاع دارنده آن در دارایی مالی (طلب) است که بر اساس قرارداد مرابحه حاصل شده است. در این اوراق بانی از طرف ناشر وکالت دارد تا نسبت به خرید دارایی موضوع انتشار به صورت نقد و فروش اقساطی آن به بانی اقدام نماید (دستورالعمل انتشار اوراق مرابحه، ۱۳۹۰: ماده ۱ و ۱۲).

### ۵-۳. اوراق سفارش ساخت

اوراق بهادار بانامی است که ناشر بر اساس قرارداد سفارش ساخت منتشر می‌کند. این اوراق قابل معامله در بورس‌ها یا بازارهای خارج از بورس هستند.

ناشر به وکالت از طرف خریداران اوراق نسبت به انعقاد قرارداد سفارش ساخت با بانی اقدام نموده و بانی ملزم به اتخاذ تمهیدات و پیگیری لازم جهت ساخت دارایی موضوع انتشار و تحویل آن به نهاد واسط است. نهاد واسط بعد از تحویل گرفتن دارایی، می‌تواند آن را در قالب عقد قرارداد دیگری مانند اجاره، مرابحه و ... تا پایان عمر اوراق در اختیار بانی قرار دهد (دستورالعمل انتشار اوراق سفارش ساخت، ۱۳۹۲: ماده ۱ و ۱۱).

### ۳-۶. اوراق منفعت

اوراق بهادار بانامی است که نشان‌دهنده مالکیت مشاع دارنده آن بر مقدار معینی از منافع آتی حاصل از به‌کارگیری دارایی‌ها یا ارائه خدمات معین و هرگونه حقوق معین قابل نقل و انتقال برای یک دوره زمانی مشخص است. این اوراق قابل معامله در بورس‌ها یا بازارهای خارج از بورس هستند (دستورالعمل انتشار اوراق منفعت، ۱۳۹۶: ماده ۱).

### ۳-۷. اوراق خرید دین

اوراق بهادار بانامی است که به منظور خرید مطالبات مدت‌دار اشخاص حقوقی به استثنای مطالبات ناشی از عقد سلف منتشر می‌شود. این اوراق در بورس‌ها یا بازارهای خارج از بورس قابل معامله هستند (دستورالعمل انتشار اوراق خرید دین، ۱۳۹۶، ماده ۱).

### ۳-۸. اوراق رهنی

اوراق بهادار بانامی است که به منظور خرید مطالبات رهنی توسط ناشر منتشر می‌شود. این اوراق در بورس‌ها یا بازارهای خارج از بورس قابل معامله هستند (دستورالعمل انتشار اوراق رهنی، ۱۳۹۴: ماده ۱).

### ۳-۹. اوراق جعاله

اوراق بهادار بانامی است که نشان‌دهنده مالکیت مشاع دارندگان آن در کلیه حقوق حاصل از قرارداد جعاله برای نهاد واسط (به وکالت از صاحبان اوراق)

است. این اوراق قابل معامله در بورس‌ها یا بازارهای خارج از بورس هستند. در این اوراق نهاد واسط به وکالت از طرف خریداران اوراق نسبت به انعقاد قرارداد جعاله با بانی و شرکت طرف قرارداد اقدام می‌نماید. بانی ملزم به اتخاذ تمهیدات و پیگیری لازم جهت احداث، تکمیل یا تعمیر طرح موضوع انتشار است. شرکت طرف قرارداد بعد از احداث، تکمیل و یا تعمیر طرح، آن را به بانی تحویل می‌دهد (دستورالعمل انتشار اوراق جعاله، ۱۳۹۷: ماده ۱ و ۱۳).

### ۱۰-۳. گواهی سلف استاندارد

قراردادی است که بر اساس آن عرضه‌کننده مقدار معینی از دارایی پایه را مطابق مشخصات قرارداد سلف استاندارد در ازای بهای نقد به فروش می‌رساند تا در دوره تحویل به خریدار تسلیم نماید. خریدار می‌تواند معادل دارایی پایه خریداری شده را طی قرارداد سلف موازی استاندارد به فروش رساند (دستورالعمل اجرایی معاملات سلف استاندارد در بورس کالای ایران، ۱۳۹۲: ماده ۱).

### ۱۱-۳. اوراق مشارکت

اوراق بهادار بانام یا بی‌نامی است که به موجب این قانون به قیمت اسمی مشخص برای مدت معین منتشر می‌شود و به سرمایه‌گذارانی که قصد مشارکت در اجرای طرح‌های عمرانی انتفاعی دولت مندرج در قوانین بودجه سالانه کل کشور و طرح‌های سودآور تولیدی و ساختمانی و خدماتی را دارند واگذار می‌گردد. دارندگان این اوراق به نسبت قیمت اسمی و مدت زمان مشارکت، در سود حاصل از اجرای طرح مربوط شریک خواهند بود. خرید و فروش این اوراق مستقیماً و یا از طریق بورس اوراق بهادار مجاز است (قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت، ۱۳۷۶: ماده ۱ و ۲).

### ۱۲-۳. اوراق مضاربه

اوراق بهادار بانام قابل نقل و انتقالی است که نشان‌دهنده مالکیت مشاع دارنده آن در دارایی موضوع عملیات بازرگانی (خرید و فروش کالا) است که بر اساس

قرارداد مضاربه در مدت معین حاصل شده است (دستورالعمل انتشار اوراق مضاربه، ۱۳۹۷: ماده ۱).

### ۳-۱۳. اوراق وکالت

اوراق بهادار بانام قابل نقل و انتقالی است که نشان دهنده مالکیت مشاع دارنده آن در دارایی‌ها، کالاها، خدمات، پروژه معین یا حقوق و منافع ناشی از انجام فعالیت‌های اقتصادی مشخص است و بر مبنای قرارداد وکالت منتشر می‌شود. این اوراق قابل معامله در بورس‌ها یا بازارهای خارج از بورس هستند (دستورالعمل انتشار اوراق وکالت، ۱۳۹۸: ماده ۱).

### ۳-۱۴. اوراق مزارعه

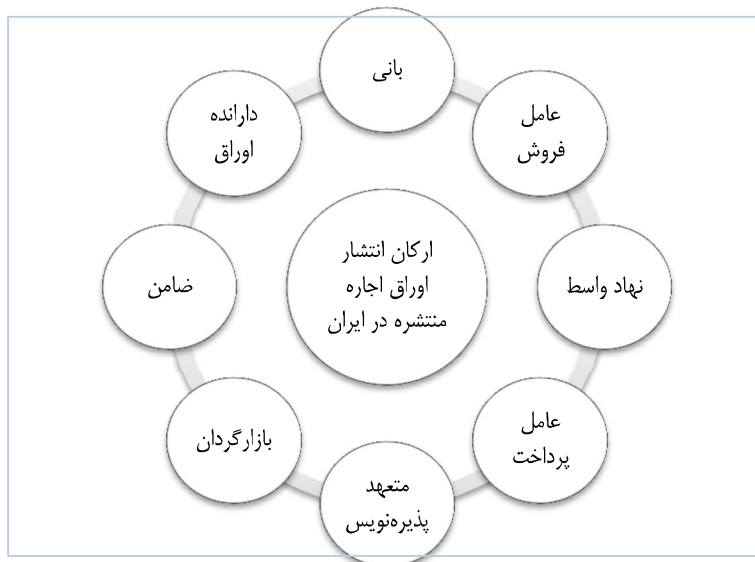
سند مالکیت مشاع دارندگان اوراق بر زمین یا زمین‌های زراعی یا دیگر نهاده‌های تولیدی زراعی معین است که به قرارداد مزارعه برای کشت و زرع در اختیار عامل مزارعه گذاشته می‌شود (کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۸۹: جلسه شماره ۴۸).

### ۳-۱۵. اوراق مساقات

سند مالکیت مشاع دارندگان اوراق بر باغ یا باغ‌های مثمر یا دیگر نهاده‌های تولیدی باغی معین است که به قرارداد مساقات برای باغداری در اختیار عامل قرارداد مساقات گذاشته شده است (کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۸۹: جلسه شماره ۴۸).

## ۴. ارکان انتشار اوراق بهادار اسلامی در ایران

همان‌طور که در نمودار نمایان است، ارکان مختلفی در ساختار انتشار صکوک در ایران مشارکت دارند. این ارکان در بیشتر اوراق بهادار اسلامی (صکوک) منتشره در ایران وجود دارد، هرچند در برخی اوراق مانند اوراق سلف یا مشارکت، برخی از این ارکان چون نهاد واسط مورد استفاده قرار نمی‌گیرد.



نمودار ۲. ارکان انتشار اوراق بهادار اسلامی (صکوک) (مأخذ: نگارنده)

#### ۱-۴. بانی

شخص حقوقی است که نهاد واسط برای تأمین مالی وی در قالب عقود اسلامی، اقدام به انتشار اوراق بهادار اسلامی می‌نماید. بانی می‌تواند شخص حقوقی غیردولتی (شامل شرکت‌های سهامی، شرکت‌های تعاونی و ...) و یا شخص حقوقی عمومی یا دولتی باشد (دستورالعمل انتشار اوراق اجاره، ۱۳۹۰، ماده ۲، بند الف و ب). نقش حقوقی و ماهیت قراردادی بانی اوراق بهادار اسلامی به تناسب نوع اوراق بهادار متفاوت است؛ به عنوان مثال بانی در اوراق بهادار اجاره نقش مستأجر، در اوراق مضاربه نقش مضارب یا عامل و در اوراق مرابحه نقش خریدار اقساطی را ایفا می‌نماید.



#### ۲-۴. نهاد واسط (ناشر)

نهاد واسط طبق تعریف بند (د) ماده یک قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید، «یکی از نهادهای مالی موضوع قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران است که می‌تواند با انجام معاملات موضوع عقود اسلامی نسبت به تأمین مالی از طریق انتشار اوراق بهادار اقدام نماید». این تعریف در بردارنده موضوع نهاد واسط است که در اساسنامه این نهاد بیان گردیده است. شخص بانی که قصد دارد به منظور تأمین مالی خویش اوراق بهادار منتشر نماید، باید تنها از طریق نهاد واسط به امر انتشار اوراق اقدام نماید.

نهاد واسط بر اساس الگویی که به موجب مقررات تنظیم یافته است، نقش وکالتی دو جانبه ایفا می‌نماید. از یک سو نسبت به برخی امور وکیل بانی است و در انجام پاره‌ای امور دیگر وکیل دارندگان اوراق است.

#### ۳-۴. ضامن یا رتبه‌بندی اعتباری

یکی از ارکان اوراق بهادار اسلامی (صکوک) ضامن است. ضامن به عنوان عامل تضمین‌کننده سرمایه و سود دارندگان اوراق بهادار عمل می‌نماید (دستورالعمل انتشار اوراق اجاره، ۱۳۸۹، بند و ماده یک). رتبه‌بندی اعتباری عامل تعیین‌کننده وجود یا عدم وجود ضامن است. در صورتی که شرکتی رتبه اعتباری داشته باشد، مطابق دستورالعمل انتشار اوراق، وجود ضامن الزامی نخواهد بود.<sup>۱</sup> بر اساس ماده واحده مصوب هیئت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار در خصوص اعلام رتبه‌بندی اعتباری مناسب جهت انتشار اوراق بهادار بدهی بدون استفاده از رکن ضامن، این اجازه صرفاً به ناشران پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران یا فرابورس ایران داده شده است که در صورت اخذ رتبه اعتباری BBB به بالا اوراق بهادار بدهی بدون ضامن منتشر کنند.

۱. عدم الزام ضامن در صورت وجود رتبه اعتباری، در تمامی دستورالعمل‌های انتشار اوراق بهادار اسلامی (صکوک) ذکر شده است.

ضامن باید مستقل از بانی باشد و ملائت لازم برای امر ضمانت را داشته باشد (دستورالعمل انتشار اوراق بهادار اجاره، ماده ۵، تبصره ۱). ضامن توسط بانی و با تأیید سازمان بورس و اوراق بهادار صرفاً از میان بانک‌ها، مؤسسات مالی و اعتباری تحت نظارت بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، بیمه‌های تحت نظارت بیمه مرکزی جمهوری اسلامی ایران، شرکت‌های تأمین سرمایه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، نهادهای عمومی و شرکت‌ها و مؤسسات دولتی انتخاب می‌شود (دستورالعمل انتشار اوراق اجاره، ۱۳۹۰: ماده ۵).

#### ۴-۴. دارنده اوراق

حق عمده‌ای که در اوراق بهادار اسلامی برای دارنده اوراق فراهم می‌آید، حق دریافت سود و اصل اوراق در سررسیدهای تعیین شده است. برای تضمین این حق، نهاد واسطه‌هایی چون تعیین ضامن و بیمه‌داری را در نظر گرفته و با انعقاد قرارداد ضمانت و الزام به بیمه‌داری از سوی بانی، این حق را تضمین می‌نماید.

#### ۴-۵. عامل فروش

عامل فروش در اوراق بهادار اسلامی شخص حقوقی است که نسبت به عرضه اوراق از طرف ناشر برای فروش اقدام می‌نماید و واسطه بین ناشر اوراق یعنی نهاد واسطه و خریداران اوراق یعنی سرمایه‌گذاران است (دستورالعمل انتشار اوراق اجاره، بند (ز) ماده یک). این رکن از بین بانک‌ها یا مؤسسات مالی و اعتباری تحت نظارت بانک مرکزی و شرکت‌های تأمین سرمایه، شرکت‌های کارگزاری بورس اوراق بهادار تهران یا فرابورس ایران تعیین می‌گردد (دستورالعمل انتشار اوراق اجاره، ۱۳۹۰: ماده ۷).

مطابق بند ۲۷ ماده یک قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، عامل فروش زمانی در واگذاری اوراق دخالت می‌کند که انتشار اوراق به صورت عرضه عمومی باشد.

از لحاظ حقوقی نهاد واسط واسط امر فروش اوراق بهادار را به صورت توکیل در وکالت به عامل فروش واگذار می‌کند. اگرچه قرارداد عاملیت فروش بین نهاد واسط و عامل فروش منعقد می‌شود، اما بانی وظیفه پرداخت حق الزحمه عامل فروش را برعهده داشته و این امر حضور بانی را در این قرارداد توجیه می‌نماید.

#### ۴-۶. عامل پرداخت

شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه، عامل پرداخت در اوراق بهادار اسلامی است. این نهاد برای پرداخت سود و اصل اوراق بهادار، قراردادی تحت عنوان «قرارداد عاملیت پرداخت» با نهاد واسط منعقد می‌کند.

#### ۴-۷. متعهد پذیرهنویس

پذیره‌نویسی، فرایند خرید اوراق بهادار از ناشر و یا نماینده قانونی آن و تعهد پرداخت وجه کامل آن طبق قرارداد است (قانون بازار اوراق بهادار، بند ۲۸، ماده یک) و تعهد پذیرهنویسی تعهد شخص ثالث برای خرید اوراق بهاداری است که ظرف مهلت «پذیره‌نویسی» به فروش نرسد.

متعهد پذیرهنویس توسط بانی معرفی و در صورت کفایت سرمایه با تأیید سازمان انتخاب می‌گردد (دستورالعمل انتشار اوراق اجاره، ۱۳۹۰: ماده ۹). یکی از کسانی که می‌تواند به عنوان متعهد پذیرهنویسی انجام وظیفه کند شرکت تأمین سرمایه است که قانون‌گذار در بند ۱۸ ماده یک قانون بازار اوراق بهادار به این وظیفه شرکت تأمین سرمایه اشاره می‌کند.

#### ۴-۸. بازارگردان

یکی دیگر از ارکان اوراق بهادار اسلامی بازارگردان است. بازارگردان، کارگزار معامله‌گر یا شرکت تأمین سرمایه‌ای است که با اخذ مجوز لازم با تعهد به افزایش نقدشوندگی و تنظیم عرضه و تقاضای اوراق و تحدید دامنه نوسان قیمت آن، به دادوستد آن اوراق می‌پردازد. بازارگردان اوراق توسط بانی معرفی و در صورت