Archive of SID

بانکداری بدون ربا

ارزیابی عملکرد بازار اوراق اسلامی صکوک در خلال بحران مالی جهانی

دکتر علی حسن‌زاده*

مسعود فوز مسلمیان**

۱. مقدمه

گسترش روزافزون بانکداری اسلامی در سیستم بانکداری دنیا و سیاست‌های پولی و مالی جهان، برای کمتر کسی قابل باور بود. امروزه، نظام اقتصادی دنیا، بانکداری اسلامی را به عنوان یک نظام مترقی و پیشرفته، پذیرفته و در بسیاری از موارد، آن را جایگزین روش‌های قبلی خود نموده است. چنین اقدامی به این وسعت، بی‌شک بدون مطالعه و بررسی علمی موشکافانه صورت نگرفته است. مطمئناً اقتصادهای توسعه‌یافته، منفعت‌محور و مشتری‌مدار کشورهای غربی، اگر در ارتباط با ویژگی، کاربرد و مترقی بودن بانکداری اسلامی به باور نمی‌رسیدند، به این وسعت آن را به اجرا در نمی‌آورند.

با توجه به بحران مالی که در سراسر جهان ایجاد شد، سال گذشته، نگرش کشورهای مختلف جهان، به ویژه کشورهای غربی، نسبت به بانکداری اسلامی تغییر کرد. سهم سرمایه بانک‌های اسلامی بزرگ از کل سرمایهٔ سیستم بانکی در کشورهای اسلامی در سال گذشته به ۲۸/۶ درصد افزایش یافته و حجم دارایی ۵۰۰ بانک اسلامی بزرگ در سال ۲۰۰۹ به ۸۲۲ میلیارد دلار رسیده است که این رقم در سال ۲۰۰۸ در حدود ۶۴۰ میلیارد دلار بود. حجم بازار صکوک اسلامی اکنون در حدود ۱۰۰ میلیارد دلار است و حجم کل بازار بانکداری اسلامی، صکوک و سایر ابزارهای آن به بیش از یک تریلیون دلار می‌رسد.

حجم دارایی ۵۰۰ بانک اسلامی بزرگ در سال ۲۰۰۹ به ۸۲۲ میلیارد دلار رسیده است. این رقم در سال ۲۰۰۸ در حدود ۶۴۰ میلیارد دلار بود

* عضو هیئت علمی و معاون اداری و مالی پژوهشکده پولی و بانکی، بانک مرکزی ج.ا.ا.

** کارشناس ارشد اقتصاد.

www.SID.ir

Archive of SID

سال ۲۰۰۸، مالزی بزرگترین مرکز تجاری برای بالا بردن ارزش صکوک به میزان ۵/۵ میلیارد دلار آمریکا همراه با ۵۴ بار انتشار صکوک بوده است

توجه شرکت‌های بزرگ جهانی مانند «جنرال الکتریک»، مؤسسات مالی بین‌المللی و دولت‌های صنعتی به بازار مالی اسلامی افزایش یافته که این امر، نشان از اهمیت اوراق صکوک در سطح جهان دارد. همچنین این احتمال وجود دارد که صکوک در بورس‌های مهم مثل بورس لندن و یورونکست[1] وارد شود. با این حال این بازار به توسعه و تحول، به ویژه در بخش‌های عملی و قوانین نیاز دارد.

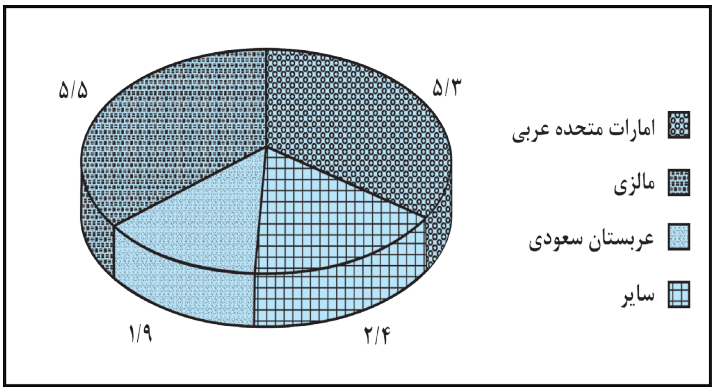
در این مقاله به بررسی وضعیت بازار صکوک برای چند کشور مهم و مشخص (شامل: مالزی، عربستان سعودی، کویت، امارات متحده عربی) پرداخته و در ادامه به راهکارهایی برای دسترسی به استانداردهای لازم جهت ورود اوراق صکوک به سطح جهانی، اشاره می‌گردد.

۲. وضعیت اوراق صکوک در کشورهای منتخب

تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها یکی از ابزارهایی است که در زمینه تأمین مالی در سال‌های اخیر مورد توجه قرار گرفته است. طبق این روش، دارایی‌هایی که به عنوان یکی از اقلام ترازنامه محسوب می‌شوند، به اوراق بهادار قابل معامله تبدیل می‌شوند. پیش‌بینی کارشناسان اقتصادی نشان می‌دهد که با تورم‌زدایی و بهبود اوضاع بازار، انتشار اوراق بهادار اسلامی یا صکوک افزایش می‌یابد. اوراق قرضه اسلامی روی کشورهای عضو شورای همکاری خلیج فارس[2] (شامل: عربستان سعودی، سلطان‌نشین عمان، بحرین، امارات متحده عربی، قطر و کویت) و همچنین مالزی متمرکز شده‌اند. ۵۵/۵ درصد این ارزش مربوط به کشورهای عضو شورای همکاری خلیج فارس و ۳۶/۳ درصد آن مربوط به کشور مالزی است. میزان انتشار صکوک مشارکتی بالغ بر ۱۳/۳ میلیارد دلار آمریکا و یا ۸۸/۵ درصد از مجموع ارزش صکوک منتشر شده می‌باشد، در صورتی که ارزش مطلق صکوک ۱/۷ میلیارد دلار آمریکا و یا ۱۱/۵ درصد در دوره مشابه بوده است. در سال ۲۰۰۸، مالزی، بزرگترین مرکز تجاری برای بالا بردن ارزش صکوک به میزان ۵/۵ میلیارد دلار آمریکا همراه با ۵۴ بار انتشار صکوک بوده است و امارات متحده عربی، دومین کشور بزرگ در زمینه گسترش بازار به میزان ۵/۳ دلار آمریکا از ۱۰ بار انتشار صکوک می‌باشد.

نمودار ۱ــ توزیع صکوک منتشر شده توسط کشورها

(میلیارد دلار)



منبع: http://www.zawya.com

www.SID.ir

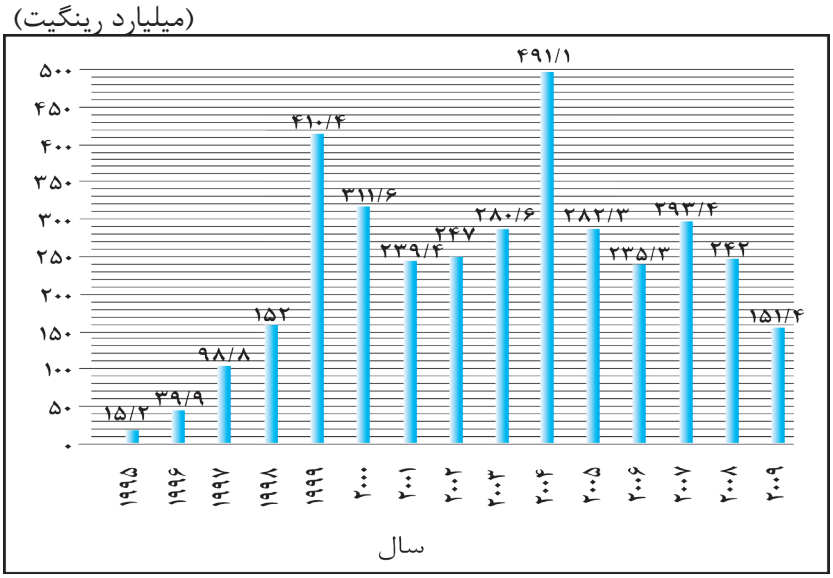
Archive of SID

در سال‌های اخیر، صنعت مالی اسلامی از نظر سوددهی محبوبیت پیدا کرده است. در حدود ۳۰۰ مؤسسه مالی بر طبق اصول اسلامی در حال کار هستند که این مؤسسات در ۷۵ کشور پراکنده شده‌اند

مالزی از بزرگترین پایه‌گذاران اوراق قرضه اسلامی در جهان می‌باشد، به طوری که با صکوک مشارکتی، به بزرگترین بازار صکوک جهان تبدیل شده است و ۶۲ درصد از کل سهم صکوک جهانی را در اختیار دارد.

نمودار ۲ نشان می‌دهد که در کشور مالزی تنها اوراق قرضه مضاربه طی سال‌های ۱۹۹۵ تا ۲۰۰۹ میلادی از حجم بسیار بالایی برخوردار بوده است؛ به طوری که در سال‌های ۱۹۹۹ و ۲۰۰۴ دارای بیشترین ارزش، به ترتیب ۴۱۰/۴ میلیارد رینگیت[۳] و ۴۹۱/۱ میلیارد رینگیت بوده است.

نمودار ۲ـ حجم سرمایه‌گذاری بین بانکی اوراق مضاربه در کشور مالزی



منبع: آمارهای نگارا بانک مالزی[۴].

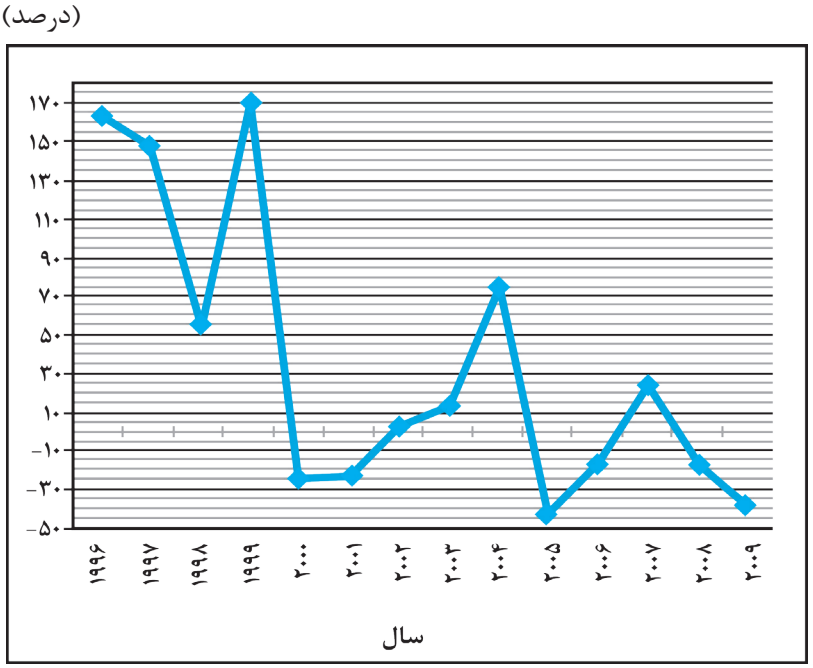
این اوراق در سال ۱۹۹۸ با رشد ۱۷۰ درصدی (که بالاترین نرخ رشد نیز بوده است) از میزان ۱۵۲ میلیارد رینگیت به ۴۱۰/۴ در سال ۱۹۹۹رسیده است. همچنین نرخ‌های رشد بالای ۱۶۲ درصد و ۱۴۷ درصد در سال‌های ۱۹۹۶ و ۱۹۹۷ وجود داشته است. این اوراق در سال‌های ۲۰۰۰ و ۲۰۰۱ نرخ رشد منفی به ترتیب (۲۴-) درصد و (۲۳-) درصد را تجربه کردند. به جز سال ۲۰۰۴ که این نرخ رشد به رقم ۷۵ درصد رسید، در سال‌های بعدی به خصوص سال‌های ۲۰۰۵ و ۲۰۰۹ میلادی، این نرخ روند منفی را نشان می‌دهد (نمودار ۳).

عمده اوراق صکوک مطلق منتشر شده، توسط کشور گامبیا که کشوری آفریقایی با درآمد سرانه پایین (۱۲۰۰ دلار) است و عمدتاً جمعیت مسلمان دارند، صورت گرفته است

www.SID.ir

Archive of SID

نمودار ۳ـ نرخ رشد اوراق مضاربه در کشور مالزی



منبع: آمارهای نگارا بانک مالزی.

سرعت بهبود بازار صکوک وابستگی زیادی به فرآیند نوسازی و اصلاح صنایع مالی جهانی دارد

در سال ۲۰۰۰ میلادی، کشور مالزی مقدار ۱۵۹میلیارد رینگیت اوراق صکوک مشارکتی منتشر نمود که از این میزان، حدود ۷۹ درصد اوراق عادی و تنها ۲۱ درصد آن اوراق اسلامی بودند. در سال ۲۰۰۱ این نسبت به ۷۳ درصد اوراق عادی و ۲۷ درصد اوراق اسلامی تغییر نمود. این روند در سال‌های بعد نیز ادامه یافت تا اینکه در سال ۲۰۰۹ از ۲۹۴ میلیارد رینگیت اوراق صادر شده توسط مالزی، سهم اوراق عادی به ۴۳ درصد و سهم اوراق اسلامی به ۵۷ درصد رسید که حکایت از افزایش چشمگیر این اوراق اسلامی و تقاضای روزافزون آن در کشور مذکور دارد (نمودار ۴).

نمودار ۴ـ سهم اوراق صکوک عادی و اسلامی در کشور مالزی طی سال‌های ۲۰۰۰ تا ۲۰۰۹ میلادی



منبع: اطلاعات بازار اوراق قرضه مالزی.

www.SID.ir

Archive of SID

۳. اوضاع جهانی صکوک

این وضعیت در دوره پس از بحران نشان‌دهنده این واقعیت است که از نفوذ و قدرت بازار صکوک کاسته شده است. میزان انتشار صکوک در سال ۲۰۰۸ برابر با ۱/۵ میلیارد دلار آمریکا (و یا ۱۰/۱ درصد از کل صکوک منتشر شده) است که با کل تسلط ۱۳/۹ میلیارد دلاری صکوک در سال ۲۰۰۷ (۴۱/۲ درصد) قابل مقایسه می‌باشد. علاوه بر این، در سال ۲۰۰۷ تعداد صکوک انتشار یافته، ۲۷ مورد بوده که در مقایسه با سال ۲۰۰۸، این مورد تنها ۵ بار مشاهده شده است. صنایع مالی اسلامی هنوز دچار نقصان در هماهنگی میان بازیگران مالی خود (مشتری‌ها و ارائه‌دهندگان صکوک) می‌باشند و عدم توافق میان مؤسسات مالی اسلامی هنوز وجود دارد. حقیقت مطلب این است که تلاش‌های صورت گرفته در زمان‌های پیشین، به طور جزئی موفق به کاهش این شکاف شده است که به رشد اخیر نیز کمک کرده، اما هنوز باید کارهای زیادی برای ایجاد هماهنگی بیشتر در صنعت انجام شود. علی‌رغم این نقصان، به دلیل تقاضاهای موجود هنوز چشم‌انداز بازار صکوک امیدوارکننده است. سرعت بهبود بازار صکوک وابستگی زیادی به فرآیند نوسازی و اصلاح صنایع مالی جهانی (خصوصاً در کشورهای عضو شورای همکاری خلیج فارس) دارد. ضمناً بسیاری از اوراق صکوک قابل انتشار، با تأخیرهای قبل از موعد، جهت انتشار به موقع مواجه می‌باشند. به علاوه بسیاری از اوراق جدید بدون اعلام تاریخ مشخص، در حال انتشار می‌باشند. اساساً، این مقدار بسیار بالای صکوک در انتظار مشخص شدن وضعیت اقتصاد جهانی هستند، به خصوص صنایع مالی به دنبال یافتن راه‌حلی برای برون رفت از وضعیت موجود می‌باشند.

۴. تنزل در اوراق و نفی در تداوم انتشار صکوک

در سال ۲۰۰۷، کویت با ۷۷/۲ درصد و سپس عربستان سعودی با ۶۷/۲ درصد، بیشترین میزان کاهش صکوک منتشر شده را به خود اختصاص داده‌اند

در سال‌های اخیر، صنعت مالی اسلامی از نظر سوددهی محبوبیت پیدا کرده است. در حدود ۳۰۰ مؤسسه مالی بر طبق اصول اسلامی در حال کار هستند که این مؤسسات در ۷۵ کشور پراکنده شده‌اند. در حال حاضر، کشورهای عضو شورای همکاری خلیج فارس و مالزی از مراکز مهم صنعت مالی اسلامی می‌باشند. صنعت مالی اسلامی به استثنای سال ۲۰۰۸، رشد مضاعف عددی بیشتری نسبت به ۱۰ سال گذشته داشته است. ارزیابی دارایی‌های مالی اسلامی نشان می‌دهد که ارزش این دارایی‌ها به میزان ۷۰۰ میلیارد دلار بوده است. بخشی از گستردگی عظیم این بازار به علت رونق شدید اقتصاد کشورهای عضو شورای همکاری خلیج فارس است. به علاوه، صنعت مورد نظر، نشان از گسترش وسیعی در پذیرش و مقبولیت این اوراق در میان مسلمانان و همین‌طور غیرمسلمانان دارد. با این وجود، در مقایسه با بخش مالی جهانی، این صنعت هنوز نوپا است. بحران اخیر در صنعت مالی بیانگر این نکته مهم است که تکیه و توجه بیشتر به اصول اسلامی در حال افزایش است و مؤسسات مالی اسلامی کمتر از مؤسسات مرسوم تحت فشار بوده‌اند. این فشار اندک نیز به علت محدودیتی است که قوانین اسلامی روی معاملات اسلامی دارند. در واقع، دارایی‌های مسمومی همچون اوراق بهادار رهنی[۵] و مبادله اعتبار پیش‌فرض[۶] می‌توانند از شریعت تأثیرپذیر باشند. پس از سال‌ها رشد گسترده و بالای اوراق صکوک، در سال ۲۰۰۸ شاهد یک نقصان در میزان انتشار صکوک بوده‌ایم؛ این میزان کاهش فزاینده ۵۴/۵ درصدی اوراق صکوک در سال ۲۰۰۸ که برابر با ۱۵/۱ میلیارد دلار می‌باشد، با سال ۲۰۰۷ میلادی که برابر با ۳۳/۱ میلیارد

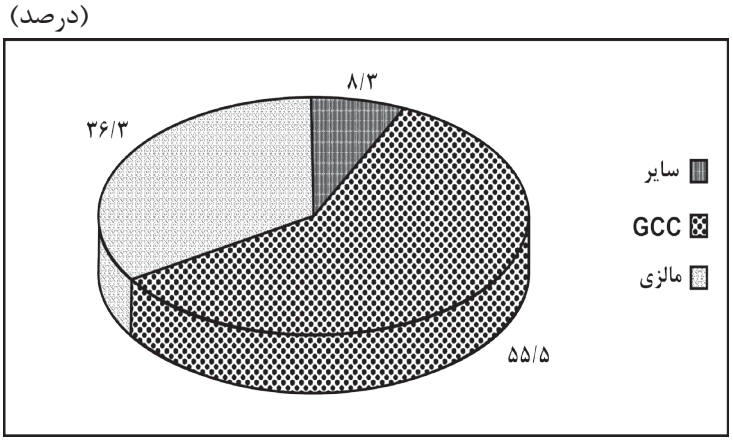
www.SID.ir

Archive of SID

دلار آمریکا است، مقایسه می‌شود؛ هر چند که میزان انتشار جهانی صکوک از تعداد ۱۲۹ مورد در سال ۲۰۰۷ به ۱۶۵ بار در سال ۲۰۰۸ افزایش یافته است.

نقصان در انتشار صکوک به علت کم شدن اعتبار، کلیه سرمایه‌گذاران (از جمله سرمایه‌گذاران اسلامی) را وادار به کناره‌گیری از بازار درآمد ثابت کرده است. بدیهی است که کاهش اعتبار روی صکوک اثرگذار است. انتشار صکوک در سه ماهه چهارم سال ۲۰۰۸ در مقایسه با فصول قبل از آن بسیار ضعیف بوده است. در اوایل فصل سوم از سال گذشته میزان انتشار صکوک به ۱۳۹ بار افزایش یافته و به ۱۴/۳ میلیارد دلار رسیده است که به طور میانگین ۴/۸ میلیارد دلار در هر فصل می‌باشد. به عبارت دیگر میزان انتشار صکوک در فصل چهارم سال ۲۰۰۸ به تعداد ۲۶ بار بوده است که ۰/۸ میلیارد دلار افزایش پیدا کرده است.

نمودار ۵ـ صکوک انتشار یافته توسط مناطق



منبع: http://www.zawya.com

عرضه‌کنندگان این اوراق برای جذب سرمایه‌گذاران بیشتر، همواره به دنبال انواع صکوکی هستند که کمتر با اصول دینی و مذهبی در تضاد باشند

بازار اوراق قرضه اسلامی در کشورهای عضو شورای همکاری خلیج فارس و مالزی هنوز متمرکز مانده است. کشورهای عضو شورای همکاری خلیج فارس جزء ۵۵/۵ درصدی از مقدار دلاری انتشار به حساب می‌آیند، در صورتی که این مقدار برای کشور مالزی ۳۶/۳ درصد به حساب می‌آید. در ضمن میزان انتشار صکوک توسط اندکی اصناف و شرکت‌ها از ۹۷ مورد در سال ۲۰۰۷ به ۹۲ مورد در سال ۲۰۰۸ کاهش پیدا کرده است؛ در صورتی که افزایش مقدار مطلق صکوک بیش از ۲ برابر بوده است و از ۳۲ مورد در سال ۲۰۰۷ به ۷۳ مورد در سال ۲۰۰۸ رسیده است.

عمده اوراق صکوک مطلق منتشر شده، توسط کشور گامبیا، که کشوری آفریقایی با درآمد سرانه پایین (۱۲۰۰ دلار) است و عمدتاً جمعیت مسلمان دارند، صورت گرفته است. این کشور در سال ۲۰۰۷ هیچ‌گونه صکوکی منتشر نکرده است اما اوراق صکوک سلام (سلف) در پایان سال ۲۰۰۸ تعداد ۴۰ مورد انتشار داشته است. مقدار دلاری این اوراق منتشره افزایش یافته که در مقام مقایسه با کل بازار صکوک اندک بوده است، اما تعداد زیاد صکوک گامبیا نشان می‌دهد که تقاضای عظیمی برای ابزارهای مالی مورد قبول شریعت (به خصوص در دنیای مسلمانان) وجود دارد.

از ۱۶۵ مورد صکوک منتشر شده در سال ۲۰۰۸، تعداد ۹۲ مورد (۵۵/۸ درصد) به صورت

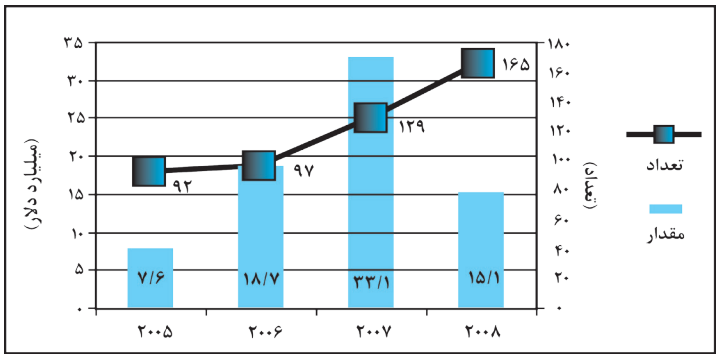
www.SID.ir

Archive of SID

مشترک بوده‌اند، که در مقایسه با ۹۷ مورد اوراق مشارکتی از ۱۲۹ مورد در سال ۲۰۰۷ کمتر می‌باشد. علی‌رغم این کاهش، ایجاد اوراق مشارکتی، بخش عظیمی از کل اوراق منتشره را تشکیل داد. صکوک مشارکتی به میزان ۱۳/۳ میلیارد دلار و یا ۸۸/۵ درصد از کل مقدار دلاری را شامل می‌شد، در حالی که صکوک مطلق، کمترین ارزش به میزان ۱/۷ میلیارد دلار و یا ۱/۵ درصد در دوره مشابه را دارا بوده است.

نمودار ۶ـ صکوک جهانی منتشر شده

(میلیارد دلار)



منبع: http://www.zawya.com

برخی کشورها اوراق مشارکتی منتشر شده نداشته‌اند، از جمله برونئی که ۴ مورد اوراق صکوک مطلق با ارزش بیش از ۹۵ میلیون دلار داشته است. همچنین اوراق مشارکتی در برخی کشورها مانند مالزی با ۵۴ مورد پیشرو بوده است. از ۷۳ مورد صکوک مطلق منتشره، ۲۴ مورد توسط بانک مرکزی بحرین به ارزش ۳۵۰ میلیون دلار فروخته شده است.

۵. مالزی و امارات متحده عربی در حال رقابت

در سال ۲۰۰۸ تعداد ۱۰ کشور، صکوک منتشر کرده‌اند که نیمی از آنها کشورهای عضو شورای همکاری خلیج فارس بوده‌اند. ترکیب کشورهای منتشرکننده اوراق صکوک به جز کشور گامبیا که جایگزین سودان شد، در سال ۲۰۰۷ ثابت بوده است؛ تمام کشورها به جز قطر و مالزی، تجربه یک سقوط در ارزش دلاری صکوک انتشار یافته در سال ۲۰۰۸ را داشتند.

بیشترین سقوط در صکوک منتشر شده، توسط کشور کویت ثبت گردید که کاهش ۷۷/۲ درصد برای مقدار ۸۳۵ میلیون دلار را شاهد بود و به دنبال آن عربستان سعودی ۶۷/۲ درصد کاهش برای مقدار ۵/۷ میلیارد دلار در سال ۲۰۰۷ را تجربه نموده است. عربستان سعودی اولین کشور عربی در منطقه خلیج فارس است که می‌خواهد در سال ۲۰۱۰ اوراق قرضه اسلامی را در پنج سال منتشر نماید. ارزش این اوراق در سال ۲۰۱۰ به میزانی در حدود ۵۰۰ تا ۷۰۰ میلیون دلار می‌باشد. همچنین قدم بعدی این است که با انتشار صکوک بتواند درآمدی برابر با ۲/۷ میلیارد ریال سعودی کسب کند تا در سال ۲۰۱۰ از آن در بخش هزینه‌های سرمایه‌ای و زیرساخت‌های اقتصادی استفاده نماید. تنها کشوری که یک افزایش عمده در صکوک منتشر شده را تجربه نمود، مالزی با افزایش بیش از ۶ برابر در سال ۲۰۰۷ (۹۲/۸ میلیون دلار) بود؛ در حالی

اجاره بیشترین محبوبیت در جلب منافع و عواید صنعت را دارد. دلیل این امر اثبات سودده بودن آن است؛ در حالی که بیشترین تطابق در پذیرش احکام شریعت را دارا می‌باشد

www.SID.ir

Archive of SID

که قطر بیشتر توانست سطح ثابتی را حفظ کند. مالزی در سال ۲۰۰۸ بزرگترین افزایش در بازار صکوک (به میزان ۵۵/۵ میلیارد دلار از ۵۴ نوع صکوک که به طور متوسط هر یک افزایشی برابر با ۱۰۱/۳ میلیون دلار را داشتند) را داشت. امارات دومین افزایش در بازار را، به میزان ۵/۳ میلیارد دلار، برای ۱۰ نوع اوراق داشت. عربستان سعودی تنها کشوری بود که همراه با کشورهای مالزی و امارات به کلوپ صکوک میلیارد دلاری، پیوست. این کشور افزایشی برابر ۱/۹ میلیارد دلار از ۴ مورد انتشار که متوسط آن برای هر کدام برابر با ۴۶۸/۳ میلیون دلار است را داشت. مقدار صکوک منتشر شده در گامبیا با کمترین مقدار در سال ۲۰۰۸ برابر با ۱۲/۶ میلیون دلار بود که البته افزایش ۴۰ واحدی در تعداد انتشار در همین سال را نیز به همراه داشته است. دیگر کشورها عبارتند از: بحرین با ۷۰۰ میلیون دلار، اندونزی معادل ۶۶۳ میلیون دلار، پاکستان معادل ۴۶۷ میلیون دلار، قطر معادل ۳۰۰/۹ میلیون دلار، کویت معادل ۱۹۰ میلیون دلار و برونئی معادل ۹۵ میلیون دلار.

جدول ۱ــ صکوک منتشر شده توسط هر کشور

(میلیون دلار)

ردیف	نام کشور	سال		درصد تغییر (سالانه)
		۲۰۰۷	۲۰۰۸	
۱	بحرین	۱۰۶۵	۷۰۰/۴	-۳۴/۲
۲	عربستان سعودی	۵۷۱۶/۳	۱۸۷۳/۲	-۶۷/۲
۳	کویت	۸۳۵	۱۹۰	-۷۷/۲
۴	قطر	۳۰۰	۳۰۰/۹	۰/۳
۵	مالزی	۱۳۴۱۲/۹	۵۴۷۰/۴	-۵۹/۲
۶	پاکستان	۵۲۴/۳	۴۷۶/۲	-۹/۱۷
۷	برونئی	۲۷۹/۳	۹۵/۱	-۶۵/۹
۸	امارات متحده عربی	۱۰۸۰۷/۵	۵۳۰۰/۲	-۵۰/۹
۹	اندونزی	۹۲/۸	۶۶۳/۳	۶۱۴/۷
۱۰	گامبیا	صکوک ارائه نشده	۱۲/۶	-
۱۱	سودان	۱۳۰	صکوک ارائه نشده	-

منبع: http://www.zawya.com

۶. صکوک اجاره: مساعدترین نوع اوراق صکوک

صکوک می‌تواند به صورت‌های مختلفی ارائه شود. بسیاری از انواع صکوک تقریباً شبیه به یکدیگر می‌باشند، اما تقسیم‌بندی‌ها از این مشکل و پیچیدگی آن صرف‌نظر می‌کنند. علاوه بر این،

www.SID.ir

Archive of SID

عرضه‌کنندگان این اوراق برای جذب سرمایه‌گذاران بیشتر، همواره به دنبال عرضه انواع صکوکی هستند که کمتر با اصول شریعت در تضاد باشند. معتبر بودن هر یک از انواع صکوک به دلیل آینده‌نگری اکثریت خریداران صکوک، منوط به علاقمند بودن آنها به داشتن مجوز شرعی در این اوراق است.

در سال ۲۰۰۸، ۵ نوع از اوراق صکوک، نزدیک به ۹۰ درصد از ارزش دلاری را به خود اختصاص داده‌اند. این ۵ نوع اوراق عبارتند از: اجاره، مضاربه، مشارکت، استصناع و مرابحه. از این میان تنها مرابحه شاهد رشد ۵۹/۳ درصدی بوده و از سطح ۵۱۲/۳ میلیون دلار در سال ۲۰۰۷ به میزان ۸۱۶ میلیون دلار در سال ۲۰۰۸ رسیده است. نوع مشارکتی آن که بیشترین رقم را در سال ۲۰۰۷ به میزان ۲/۴ میلیارد دلار داشت، با کاهش ۸۳ درصدی در ارزش به ۲/۱ میلیارد دلار رسید که از نظر رتبه‌ای در جایگاه سوم میان آنها قرار گرفت. دیگر انواع صکوک، به ترتیب مضاربه با ۶۸/۶ درصد، استصناع ۳۴/۴ درصد و اجاره با ۵/۵ درصد کاهش همراه بوده‌اند.

جدول ۲ـ وضعیت اوراق صکوک طی سال‌های ۲۰۰۷ و ۲۰۰۸

(میلیون دلار)

نوع اوراق	سال		تغییر سالانه (درصد)
	۲۰۰۷	۲۰۰۸	
اجاره	۷۵۹۰/ ۴	۷۱۷۶/۳	-۵/۵
مضاربه	۷۲۶۶/۳	۲۲۷۸/۴	-۶۸/۶
مشارکت	۱۲۴۳۰/ ۷	۲۱۰۵/۴	-۸۳/۱
استصناع	۲۱۳۳/۱	۱۳۹۹/۹	-۳۴/۴
مرابحه	۵۱۲/ ۳	۸۱۶/۰	۵۹/۳

منبع: http://www.zawya.com

استصناع نوع دیگری از صکوک است که با افزیش ۹ برابری، ارزش آن به ۱/۴ میلیارد دلار با دو بار انتشار رسیده است

در سال ۲۰۰۸، اوراق اجاره در طول زمان از نظر ارزش دلاری و نیز میزان و تعداد عرضه به عنوان مساعدترین و بهترین نوع صکوک شناخته شده است. در این میان، اجاره با ۵۳ مورد انتشار به ارزش ۷/۲ میلیارد دلار، ۴۷/۶ درصد از کل مقدار ارائه شده را به خود اختصاص داده است که ۳۲ مورد از ۵۳ مورد صکوک (۶۰/۳ درصد) به صورت مشارکتی بوده است. اجاره بیشترین محبوبیت در جلب منافع و عواید صنعت را دارد. دلیل این امر اثبات سودده بودن آن است، در حالی که بیشترین تطابق در پذیرش احکام شریعت را دارا می‌باشد. مضاربه، دومین ارزش مقداری را در میان انواع صکوک دارا است که این میزان ۲/۳ میلیارد دلار (با سهم ۱۵/۱ درصد) برابر با ۱۳ بار انتشار مشاهده می‌شود. به دنبال آن، مشارکت با ارزش ۲/۱ میلیارد دلار (سهم ۱۴ درصدی) تعداد ۲۷ بار انتشار را به خود اختصاص داده است.

استصناع نوع دیگری از صکوک است که با افزایش ۹ برابری، ارزش آن به ۱/۴ میلیارد دلار با دو

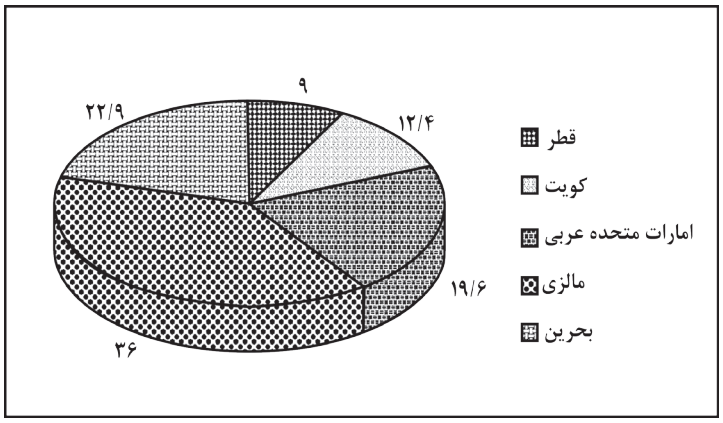
www.SID.ir

Archive of SID

بار انتشار رسیده است. در حقیقت هر کدام از این دو نوع اوراق در عربستان سعودی موجود بوده‌اند. انواع دیگر صکوک شامل مرابحه (۸۱۶ میلیون دلار)، استصناع (۵۹۱/۴ میلیون دلار)، مرابحه ـ مشارکت (۴۵۸/۳ میلیون دلار)، سلام (سلف) (۲۰۳ میلیون دلار)، مرابحه ـ استصناع (۳۳/۶ میلیون دلار) و مضاربه ـ مشارکت (۱۹/۶ میلیون دلار) است. به جز دو نوع اوراق اجاره و سلام (سلف) که به صورت مشارکتی عرضه شده‌اند، بقیه انواع اوراق، وضعیت نامطلوبی داشته‌اند. همچنین ۵۲ مورد اوراق سلام (سلف) نیز توسط دو دولت گامبیا (۴۰ مورد) و بحرین (۱۲ مورد) توزیع شده‌اند.

نمودار ۷ـ توزیع صکوک بر حسب کشورهای منتشرکننده

(درصد)



منبع: http://www.zawya.com

۷. فقدان هماهنگ‌سازی، بزرگترین بحران

تفاوت نظر در فتاوی می‌تواند سردرگمی در انتخاب و در برخی مواقع کشمکش‌هایی در مجاز دانستن برخی از معاملات را به همراه داشته باشد

ابزارهای مالی ساخته شده می‌بایست با آموزه‌های دینی اسلامی مورد بررسی قرار گیرند و دانش پژوهان مذهبی به قبول و پذیرش این نوع از ابزارهای مالی تصمیم بگیرند. در واقع هر مؤسسه مالی، نظر و فتوای مربوط به خودش را دارد که ممکن است تعبیر متفاوتی از آموزه‌های اسلامی داشته باشد. این تفاوت نظر می‌تواند گوناگونی و سردرگمی در انتخاب و در برخی مواقع کشمکش‌هایی در مجاز دانستن برخی از معاملات به همراه داشته باشد. به بیانی دیگر، مؤسسات مالی اسلامی، وابسته به محققانی هستند که نظرات متفاوتی دارند و ممکن است تفاسیر گوناگونی از حقوق مالی اسلامی را بپذیرند. این تفاوت میان مؤسسات اسلامی، منجر به سردرگمی در ارائه و انتخاب نوع ابزار مالی (هم به مشتریان و هم به سرمایه‌گذاران) به خصوص در کشورهای غیرمسلمان می‌شود.

استانداردسازی آیین‌نامه صکوک، نه تنها تصویری مناسب را ایجاد کرده و بهبود می‌بخشد، بلکه منافع دیگری را نیز حاصل می‌نماید. استانداردسازی، هزینه زمانی که بنگاه‌ها با آن روبه‌رو هستند را کاهش می‌دهد و ناسازگاری‌ها را نیز حذف می‌نماید. هم اینک کوشش جهت ایجاد این موضوع با اهمیت، به منظور ایجاد قوانین استاندارد شده برای صنعت مالی اسلامی به مرحله اجرا در آمده است. عمده سازمانی که بر بهبود و استانداردسازی این صنعت تمرکز نموده است، سازمان حسابداری و حسابرسی مؤسسات مالی اسلامی[۷] می‌باشد. پذیرش استانداردهای این سازمان، اختیاری است اما این

www.SID.ir

Archive of SID

استانداردها توسط برخی کشورها، از قبیل بحرین و امارات متحده عربی، لازم‌الاجرا شمرده شده و به اجرا درآمده‌اند. این سازمان تعداد ۱۴ نوع صکوک را از نظر دینی مورد قبول دانسته است. همچنین سازمان‌های دیگری نیز وجود دارند که جهت ارتقای ابزارهای مالی اسلامی، تلاش‌هایی داشته‌اند. با این وجود، صنعت مالی اسلامی هنوز در هماهنگی میان آنها کمبودهایی به صورت اختلاف بین مؤسسات مالی اسلامی را شاهد می‌باشد.

بنابراین تلاش بیشتری جهت دست یافتن به خواسته‌های استاندارد شده بازار و به منظور زدودن و حذف این سردرگمی، بهبود مناسب و قابل قبول و افزایش و ارتقای کارآیی، مورد نیاز می‌باشد. بازار صکوک به دلیل جوان بودن، هنوز هم با نقایص و کمبودهایی در بدنه اصلی اطلاعاتی که تمامی داده‌ها می‌توانند به صورت عمومی به آن دسترسی داشته باشند، روبه‌رو است. این مورد، شامل دسترس‌پذیر بودن شاخص‌هایی است که می‌توانند عملکرد درآمد ثابت مربوط به صنعت مالی اسلامی را نشان دهد.

۸. حرکت رو به بالای بازدهی‌ها

تمامی اوراق صکوک به صورت اوراق سنتی، از شرایط اقتصادی یکسان متأثر می‌باشند. بازار صکوک نیز با بازار اوراق قرضه عرف در بازار جهانی مرتبط شده است.

یک نکته قابل توجه این است که سرمایه‌گذاران، نگران توانایی ناشران در پرداخت تعهدات مالی خود می‌باشند؛ این اتفاق از زمانی رخ داده است که نهادهای مالی مهم که دارای اعتبار قابل قبول بودند، فروپاشیدند. این امر، پیامد قبول اعتبارهای پرریسک بود که سرمایه‌گذاران را به خرید دارایی‌های با ریسک بالا اغوا می‌کرد.

میزان اعتبار صکوک با توجه به قابلیت اعتماد به اعتبار ناشر، اساس و وضعیت کسب‌وکار ناشر و ساختار صکوک، از یک ناشر به ناشر دیگر، متغیر است. برخی از صکوک منتشر شده به دلیل نوع بخشی که ناشران در آن فعال بودند، آسیب دیده‌اند (مانند بخش ملک و ساختمان در دبی).

نکته دیگر این است که حجم نقدینگی در تمام جهان، با وجود سیاست‌های پولی و مالی که حجم زیادی از پول نقد را به بخش بازار مالی هدایت کرده‌اند، همچنان اندک است. اصلی‌ترین دلیل کمبود نقدینگی، دید منفی سرمایه‌گذاران می‌باشد که سایه سنگین خود را بر کل بازار مذکور، انداخته است. صاحبان سهام، سرعت خود را در تبدیل سهام به نقدینگی کاهش دادند و در نتیجه، ورود نقدینگی به این بازارها قطع شد. از این رو، ارزش نقدینگی در بازارها افزایش پیدا کرد، اما این افزایش ارزش (نرخ بهره) در تمام بازارها یکسان نبود.

ترکیب این دو نکته، منتج به بالاتر رفتن بازده دارایی‌ها می‌شود. مقیاس اثرگذاری در هر یک از ناشران، با توجه به ساختار و چگونگی فعالیت و کسب‌وکار در هر یک از این بازارها متفاوت است. برای برخی از ناشران مشاهده شده است که نه تنها بازده تغییری نکرده، بلکه کاهش نیز یافته است. این روند باعث شد تا بانک‌های مرکزی در سراسر دنیا، نرخ بهره را کاهش دهند. با این حال گسترش ریسک توسط اعتبار و صرف نقدینگی پدیدار شد و به دلیل اینکه اساساً این مهم در حال افزایش بود، منجر به کاهش ارزش صکوک گردید. یک نمونه از انتشار صکوک مربوط به نخیل[۸] است که در سال ۲۰۰۶ برای تأمین مالی پروژه‌های نخیل در دبی بود. مقدار انتشار آن برابر با ۳/۵ میلیارد دلار با نرخ ثابت اجاره‌ای[۹] است. توجه به این نکته مهم است که اوراق قرضه اسلامی قابل تبدیل به دارایی می‌باشد.

صکوک عملکرد خوبی داشت تا اینکه در نیمه دوم سپتامبر اضمحلال لمن[۱۰] اتفاق افتاد. صکوک نخیل دارای بازدهی افزایشی بود تا بتواند پاسخگوی اعتبار از دست رفته، که باعث کاهش شدید

www.SID.ir

Archive of SID

تقاضا شده بود، باشد. علاوه بر این، نخیل در توسعه بخش مسکن در دبی شریک بود که انتظار می‌رفت این امر در کوتاه‌مدت عملکرد ضعیفی داشته باشد.

استانداردسازی، هزینه زمانی که بنگاه‌ها با آن روبه‌رو هستند را کاهش می‌دهد و ناسازگاری‌ها را نیز حذف می‌نماید

۹. صف طولانی

دلیل اصلی رشد منفی اوراق منتشره صکوک، بحران مالی جهانی بود. علاوه بر این، دارایی‌های نهادهای مالی اسلامی مسموم نبودند، بلکه آنها به دلیل آشفتگی که از کمبود نقدینگی و عدم اعتماد سرمایه‌گذاران ناشی می‌شد، ضعیف شده بودند. کماکان شرکت‌های اسلامی وضعیت بهتری نسبت به دیگر نهادها دارند. با این وجود، متزلزل شدن اعتماد اخیر روی بازار صکوک اثر منفی داشته است. اثر این بحران به صورت اثر دائمی بر صکوک نیست و بازار اوراق قرضه اسلامی برای احیای مجدد به اقتصاد جهان وابسته است.

محرک‌های تقاضای سرمایه‌گذاری اسلامی عبارتند از:

- صکوک بهترین انتخاب برای مسلمانانی است که مشتاق هستند به بازارهایی با درآمد ثابت وارد شوند اما ورود آنها به این بازارها با توجه به آموزه‌های اسلامی منع شده است. این نوع تقاضا به وضوح در گامبیا که در سال ۲۰۰۸، ۴۰ ناشر صکوک داشته است، دیده می‌شود؛ همچنین مسلمانان کشورهای غربی نیز علاقمند به سیستم‌های اسلامی هستند. مطالعات لویدز[11] نشان می‌دهد که یک چهارم مسلمانان بریتانیا، نسبت به مشارکت در بانک‌های اسلامی علاقمند می‌باشد.
- عدم اعتماد اخیر سرمایه‌گذاران ثابت کرد که سرمایه‌گذاری‌های اسلامی می‌تواند محصولات بدیلی غیر از منابع مالی معمول فراهم کند. داشتن صکوک در سبد دارایی، باعث می‌شود ریسک حاصل از نهادهای مالی کاهش یابد. بسیاری از کشورهای غربی به صنعت اسلامی به عنوان مکمل سیستم مالی خود علاقه نشان داده‌اند. برای نمونه، طرح‌هایی برای انتشار صکوک در برخی از کشورهای غربی مانند بریتانیا و آلمان انجام گرفته است؛ به علاوه، بریتانیا در تلاش است که به یک قطب در این زمینه تبدیل شود و به زودی صکوک قانونی دولتی منتشر می‌کند.
- تعداد نهادهای مالی اسلامی (بانک‌های اسلامی، شرکت‌های بیمه یا بانک‌های سرمایه‌گذاری اسلامی) در حال رشد می‌باشد. آخرین داده‌ها نشان می‌دهد ۳۰۰ نهاد مالی اسلامی در ۷۵ کشور پراکنده شده است. رشد نهادهای اسلامی تنها با تأسیس شرکت‌های جدید روی نمی‌دهد، بلکه با تبدیل نهادهای مالی دیگر به نهادهای اسلامی نیز انجام می‌گیرد. بنابراین نهادهای مالی اسلامی تقاضای محصولاتی که در آنها ماهیت اسلام وجود دارد را افزایش می‌دهند.

با وجود مشکلات اخیری که صنعت مالی اسلامی با آنها مواجه شده است، پتانسیل بلندمدت بازار صکوک همچنان مثبت به نظر می‌رسد. بهبود سریع بازار صکوک به شدت به احیای فرآیندهای صنعت مالی جهانی (به ویژه در کشورهای عضو شورای همکاری خلیج فارس) وابسته است. اخیراً، بیش از صد سری اوراق صکوک با هدف رسیدن مقدار این اوراق به ۳۸ میلیارد دلار، منتشر شده است. به دلیل بحران مالی، ممکن است برخی از این اوراق منتشره با وضعیت بدی مواجه شوند. اما آمارها نشان می‌دهد که یک صف طولانی برای ورود به این بازار، منتظر بهبود اقتصاد جهانی است. این صف طولانی شامل انتشار صکوک به ارزش ۲/۷ میلیارد دلار در کشور بریتانیا است که بخشی

www.SID.ir

Archive of SID

از تلاش‌های لندن برای تبدیل شدن به مرکز بازار صکوک است. با این حال انتظار نمی‌رود که دولت بریتانیا در سال جاری این مهم را عملی سازد. دیگر سازمان بزرگ منتشر کننده اوراق صکوک، اِمار[۱۲] است که اخیراً دو میلیارد دلار صکوک اجاره، عرضه کرده است.

بازار صکوک یک بازار امیدبخش است که تقاضای فعلی را به صورت کامل پوشش می‌دهد. هر چند این بازار از عدم اعتماد جهانی متأثر شده است، با این حال انتظار می‌رود به محض اینکه اقتصاد جهانی بر روی پای خودش بایستد، انتشار صکوک به مسیر قبلی خود بازگردد. بخشی از تجدید حیات بازار صکوک، به بهبود سیستم مالی کشورهای عضو شورای همکاری خلیج فارس وابسته است؛ به طوری که اوراق منتشره این کشورها، ۵۴ درصد از کل اوراق منتشر شده در سال ۲۰۰۷ را شامل می‌شود. علاوه بر این، این صنعت نیاز دارد تا مطابق با استانداردهای مخصوص به خودش فعالیت نماید تا نشان دهد این صنعت، صنعتی بادوام است و می‌تواند بخشی از سیستم مالی جهانی باشد.

ضمناً بسیاری از اوراق قرضه با تأخیر زمانی بیش از آنچه پیش‌بینی شده بود، عرضه گردید. علاوه بر این بسیاری از این اوراق جدید، بدون تاریخ مشخصی منتشر شدند تا به عنوان بخشی از تلاش‌هایی به شمار بیایند که به منظور جمع‌آوری سرمایه جهت تقاضایی که بازار نشان داده بود، در نظر گرفته شوند. اساساً صکوک به اقتصاد جهانی و وضعیت آن، به خصوص صنعت مالی که از دوره رکود خارج می‌شود، وابسته است.

پانوشت‌ها:

1- Euronext.
2- Gulf Cooperation Council.
۳- رینگیت (Ringgit)، واحد پول کشور مالزی است. در حال حاضر، هر دلار برابر با ۳/۴ رینگیت می‌باشد.
4 - Bank Negara Malaysia.
5- Mortgage Backed Securities (MBS).
6- Credit Default Swap (CDS).
7- Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI).
8- Nakheel
9- Fixed Rental Rate.
10- Lehman
11- Loyds
12- Emaar

منابع و مآخذ

ـ فارسی:

۱ـ پژوهشکده پولی و بانکی. (۱۳۸۵). *صکوک*. تهران: پژوهشکده پولی و بانکی، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.
۲ـ مجتهد، احمد و حسن‌زاده، علی. (۱۳۸۴). *پول و بانکداری و نهادهای مالی*. تهران: پژوهشکده پولی و بانکی، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.

ـ انگلیسی:

1- Akhtar Aziz, Zeti. (2004). Ensuring Stability in the Islamic Financial System. 3rd Annual Islamic Finance Summit, London, 13 January.
2- Arsalan Tariq, Ali. (2004). *Managing Financial Risks of Sukuk Structures*. Loughborough:Loughborough University.
3- Bahrain Monetary Agency. (2002). *Islamic Banking and Finance in the Kingdom of Bahrain*. Manama: Bahrain Monetary Agency.

www.SID.ir

Archive of SID

4- Bilion Dollar Sukuk Portfolio Bahrain. (2003). *Islamic Banking, Hub Quarterly Newsletter.* Manama: Islamic Banking and Takaful Task Force.
5- Dew, Philip. (2003). *Saudi Arabia, Restructuring for Growth.* London: Euromoney Books.
6- Investment Sukuk: Exposure Draft, Shari'a Standard, No. (18). (2002). Dubai: Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions.
7- Nathif, J. Adam, & Thomas, Abdulkader. (2004). *Islamic Bonds: Your Guide to Issuing, Structuring and Investing in Sukuk.* London: Euromoney Books.
8- Osman Babiker, Ahmed. (1997). *Islamic Financil Instruments to Manage Short-Term Excess Liquidity.* Jeddah: Islamic Research and Training Institute, Islamic Development Bank.
9- Qatar Global Sukuk. (2003). *Documented on the Published Terms of the Qatar Global Sukuk.* Qatar: the Qatar Global Sukuk.
10- Syed Ali, Salman. (2005). *Islamic Capital Market Products: Development and Challenges.* Riyadh: IDB. Islamic Research and Training Institute.
11- Wilson, Rodney. (2004). *Economic Development in Saudi Arabic.* London: Routledge Curzon.

www.SID.ir