سال دهم، شماره ۳۹، پاییز ۱۴۰۱، صفحات ۱۷۱–۱۴۳

ارائه الگوی سلسله‌مراتبی عوامل مؤثر بر انتشار صکوک بدون سررسید با محوریت مبانی فقهی و عملیاتی

علیرضا آقاجانی

دانش‌آموخته مهندسی مالی، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات، تهران، ایران

مهدی معدنچی زاج

استادیار گروه مدیریت مالی، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات، تهران، ایران (نویسنده مسئول)

علی سعیدی

استادیار و عضو هیئت‌علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران شمال، تهران، ایران

جعفر جمالی

استادیار و عضو هیئت‌علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد الکترونیکی، تهران، ایران

حمیدرضا کردلویی

دانشیار گروه مدیریت مالی، دانشکده مدیریت و حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد اسلامشهر، اسلامشهر، ایران

تنوع ساختاری در ابزارهای مالی اسلامی با شتاب فزاینده‌ای رو به رشد است. ازجمله جدیدترین ابزارهای مالی اسلامی انتشار صکوک بدون سررسید است. این اوراق ماهیت بدهی- حقوق صاحبان سهام داشته و دارای بازدهی منظم و بدون تاریخ سررسید است. انتشار این اوراق توسط بانک‌های اسلامی، دولت و بخش خصوصی در قالب عقد مشارکت، مضاربه و وکالت انجام می‌شود. چنین ابزارهایی با انتقادات جدی از حیث مبانی فقهی و عملیاتی مواجه است. در این پژوهش یک الگوی سلسله‌مراتبی به‌منظور بهبود روش تأمین مالی با استفاده از انتشار صکوک دائمی انجام شده است. رویکرد روش‌شناسی این پژوهش کیفی- کمی است که در بخش کیفی ۱۳ شاخص استخراج و در بخش کمی به کمک ماتریس خودتعاملی، الگوی پژوهش با روش مدل‌سازی ساختاری تفسیری طراحی شده است. نتیجه این پژوهش الگویی ۹ سطحی بوده که تأثیرگذارترین شاخص آن آیات قرآن کریم و تأثیرپذیرترین شاخص معاملات ثانویه صکوک است.

طبقه‌بندی JEL: G19; G29; O16

واژگان کلیدی: ابزارهای مالی اسلامی، صکوک دائمی، عقد مشارکت، مضاربه، وکالت.

* تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۰۲/۰۴ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۰۵/۱۵

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.52547/qjfep.10.39.143]

۱. مقدمه

یکی از نوآوری‌های دهه اخیر در عرصه مباحث پولی و مالی اسلامی، انتشار انواع اوراق بهادار اسلامی به نام صکوک[1] 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 به‌ویژه اوراق قرضه[2] شمرده می‌شوند. انتشار اوراق بهادار (صکوک) بر اساس احکام مقدس شریعت اسلامی یکی از مهم‌ترین دستاوردهای بانکداری و مالیه اسلامی و از جمله برجسته‌ترین ابزارهای توسعه اقتصاد اسلامی است، مشروط بر اینکه در سازوکارهای آن تمام اصول بنیادی که اقتصاد اسلامی را از دیگر اقتصادها متمایز می‌سازد، رعایت شود. صکوک را از منظر سررسید می‌توان به اوراق با سررسید کوتاه‌مدت، میان‌مدت، بلندمدت و بدون سررسید تقسیم نمود. سررسید اوراق کوتاه‌مدت کمتر از یک سال است که عموماً این نوع اوراق با هدف تأمین نقدینگی مورد استفاده قرار می‌گیرد. سررسید اوراق میان‌مدت بین یک تا پنج سال است (توحیدی، ۱۳۹۸). ازجمله نوآوری‌های اخیر در بازار سرمایه کشورهای اسلامی، طراحی و انتشار صکوک بدون سررسید[3] یا مادام‌العمر مبتنی بر موازین شریعت اسلام است که به عنوان جایگزین اوراق قرضه بدون سررسید (مادام‌العمر) مطرح شده است. پس از انتشار چارچوب مقرراتی بازل سه[4]، بانک‌های اسلامی برای رعایت الزامات رکن یک بازل سه، شروع به انتشار صکوک بدون سررسید نمودند (سیرالی[5] و همکاران، ۲۰۱۳).

هرچند که اوراق قرضه مادام‌العمر دارای سابقه طولانی در بازارهای مالی متعارف بوده و تحقیقات متعددی در این زمینه انجام شده است، اما صکوک مادام‌العمر از مباحث جدید و به‌روز در بازارهای مالی اسلامی محسوب می‌شود و سابقه انتشار این نوع صکوک به دهه اخیر

1. Sukuk
2. Bonds
3. Perpetual Sukuk
4. Basel III
5. Sairally

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.52547/qjfep.10.39.143]

برمی‌گردد که در سال ۲۰۱۲ منتشر شده است. پژوهش‌های اندکی در زمینه صکوک مادام‌العمر در دنیا وجود دارد که در ادامه به برخی از آن‌ها اشاره شده است.

رمضان فطری الیاس و همکاران (۲۰۱۶) در مقاله‌ای پس از بررسی اولیه اوراق صکوک مادام‌العمر و بیان دلایل انتشار آن، این صکوک را از منظر فقه اهل سنت بررسی و ارزیابی کرده و انتشار آن را بلااشکال می دانند و در ادامه با ذکر دلایلی انتشار آن را باعث رشد و شکوفایی بازارهای مالی کشورهای اسلامی می‌دانند. بانک جهانی (۲۰۱۶) در کارگاهی با عنوان بازل ۳ و رکن ۱، ضمن مروری بر الزامات کفایت سرمایه بازل ۳، به بررسی ساختار انتشار صکوک رکن ۱ و برخی چالش‌های کلیدی در این زمینه پرداخته است. اعتصامی (۱۳۹۶) در مقاله‌ای پس از بیان دلایل و اهمیت انتشار اوراق قابل تمدید، الگوی اوراق قابل تمدید را که شامل اوراق مشارکت، اجاره، مرابحه، سلف و اسناد خزانه اسلامی است تشریح و ریسک‌های آن را بررسی کرده است. با بررسی فقهی سازوکار تمدید اوراق در سررسید، مشخص شد که اوراق بهادار اسلامی با ماهیت دِینی، مانند اوراق مرابحه و اسناد خزانه اسلامی، قابلیت تمدید سررسید وجود نخواهند داشت، زیرا ماهیت این اوراق دِین است و با افزایش سررسید به همراه مبلغ مازاد، این نوع معاملات از جمله مصادیق ربا خواهد شد. همچنین با فرض عدم افزایش مازاد در دِین، به لحاظ اقتصادی توجیه نخواهند داشت. در صورتی که زمان، از شروط اساسی عقد باشد، تمدید قرارداد از جمله مصادیق تبدیل قراردادی و تجدید آن در سررسید خواهد بود و در صورتی که زمان جزو شروط اساسی نباشد مانند مشارکت، تمدید از مصادیق تعدیل در قرارداد به شمار می‌آید. توحیدی و همکاران (۱۳۹۹) در مقاله‌ای تحت عنوان «بررسی و تحلیل فقهی ساختار صکوک بدون سررسید در بازار سرمایه اسلامی» عدم تعیین سررسید، تأخیر در توزیع سود دوره‌ای، اولویت‌بندی و اختیار بازخرید صکوک را مورد تجزیه‌وتحلیل فقهی قرار دادند. آنان در پژوهش مذکور پس از معرفی صکوک بدون سررسید، به تحلیل فقهی الگوی صکوک یادشده بر اساس عقود مشارکتی پرداخته و طراحی صکوک بدون سررسید در قالب عقود مشارکت، مضاربه و وکالت را امکان‌پذیر دانستند.

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.52547/qjfep.10.39.143]

مقالات عنوان شده به نوعی به بررسی فقهی و امکان‌سنجی قابلیت انتشار صکوک و بعضاً صکوک مادام‌العمر پرداخته و تاکنون محققین عوامل مؤثر بر انتشار صکوک مادام‌العمر را با محوریت مبانی فقهی و عملیاتی مورد بررسی قرار نداند. پژوهش حاضر به دنبال یافتن الگویی سلسله‌مراتبی برای بهبود انتشار صکوک بدون سررسید یا دائمی با محوریت مبانی فقهی و عملیاتی است. این پژوهش از جنبه‌های متفاوت دارای نوآوری نسبت به پژوهش‌های مربوطه در این زمینه است. اول اینکه تاکنون در ایران الگویی سلسله‌مراتبی برای بهبود فرایند انتشار صکوک دائمی ارائه نشده است. دوم اینکه الگوی این پژوهش از نوع ساختاری تفسیری است، ساختاری بدین مفهوم که شاخص‌ها را به صورت یک ساختار ترسیم کرده و تفسیری نیز بدین معنی که از نظرات خبرگان بهره گرفته و جنبه بومی بودن الگوی پژوهش را بسیار تقویت می‌نماید.

ساماندهی مقاله پیش‌رو بدین ترتیب است؛ در ابتدا مبانی نظری جهت شناخت صکوک به‌خصوص صکوک بدون سررسید به عنوان جدیدترین ابزار مالی اسلامی بیان و ۱۳ عامل مؤثر انتشار از دیدگاه اندیشمندان فقهی جهان اسلام و دانشمندان این حوزه معرفی شده است؛ در ادامه پیشینه‌ای از پژوهش‌های انجام شده در ارتباط با انواع اوراق بهادار اسلامی (صکوک)، کارکرد آن و نحوه استفاده در راستای تحقق اهداف اقتصادی بیان گردیده است؛ در بخش روش‌شناسی، ارتباط بین متغیرهای اثرگذار تعیین و داده‌های آن با استفاده از ماتریس خودتعاملی که نظرات خبرگان است گردآوری شده و سپس مدل‌سازی این متغیرها به کمک روش مدل‌سازی ساختاری تفسیری (ISM) انجام گرفته است. در بخش یافته‌های پژوهش؛ سطوح و تأثیرگذاری و تأثیرپذیری ۱۳ شاخص مهم برای بهبود انتشار صکوک با رویکرد فقهی با استفاده از روش مدل‌سازی ساختاری تفسیری ارزیابی و بررسی شده‌اند؛ نهایتاً پس از مشخص شدن سطوح هریک از شاخص ها و با در نظر گرفتن ماتریس دستیابی نهایی، مدل ساختاری تفسیری ترسیم گردیده است. مدل نهایی الگویی ۹ سطحی است که سطح اول آن تأثیرپذیرترین و سطح آخر آن تأثیرگذارترین سطح است.

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.52547/qjfep.10.39.143]

۲. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

۲-۱. اوراق قرضه دائمی

اوراق قرضه دائمی[1] نوعی اوراق با درآمد ثابت است که فاقد تاریخ سررسید است. این اوراق همواره دارای یک جریان نقدینگی می‌باشند. نقص عمده این نوع اوراق قرضه این است که آن‌ها قابل بازخرید نمی‌باشند. با این وجود، مزیت عمده آن‌ها این است که یک جریان مستمر سود را به‌طور دائم پرداخت می‌کنند. اوراق قرضه دائمی در طیف کوچکی از بازار بدهی وجود دارد. دلیل آن هم این است که اشخاصی که به اندازه کافی برای سرمایه‌گذاران ایمن باشند تا در اوراقی که هیچ‌گاه اصل آن بازپرداخت نمی‌شود سرمایه‌گذاری کنند، بسیار محدود هستند (چن[2]، ۲۰۱۹).

همان‌طور که از نامش مشخص است، دارنده اوراق قرضه دائمی، توافق می‌کند که برای همیشه بهره دریافت کند. در این راستا اوراق قرضه دائمی مشابه سود تقسیمی سهام و یا سهام ممتاز عمل می‌کند. همان‌گونه که صاحبان سهام در ازای پرداخت مبلغی (قیمت سهام) سود تقسیمی دریافت می‌کنند، دارندگان اوراق قرضه دائمی مادامی که این اوراق را در اختیار دارند، بهره دریافت می‌کنند. اوراق قرضه دائمی اساساً دولت‌ها را از لحاظ مالی به چالش می‌کشند و فرصت تأمین مالی بدون بازپرداخت اصل تعهد را بدان‌ها می‌دهند. عوامل متعددی از این پدیده حمایت می‌کنند. اولاً، نرخ بهره برای بدهی بلندمدت بسیار کم است. ثانیاً، در دوره‌های افزایش تورم، سرمایه‌گذاران در حقیقت از وام‌هایی که به دولت‌ها می‌دهند، کمتر منتفع خواهند شد. اکثر اقتصاددانان انتظار دارند تورم در طول زمان افزایش یابد. بدین ترتیب، در صورتی که نرخ تورم در آینده ممکن است به ۵٪ افزایش یابد، قرض دادن پول با نرخ ۴٪ همانند قرارداد بستن با دولت برای شمارش لوبیا (استعاره از انجام کار بیهوده) است. البته، بیشتر اوراق قرضه دائمی تحت مقررات بازخرید قبل از سررسید صادر می‌شود که اجازه می‌دهد ناشران پس از یک دوره تعیین‌شده اوراق خود را بازخرید کنند. در این راستا واژه «دائمی» بجای اینکه تعهدی ایجاد کند، قسمتی از یک

1. Perpetual Bonds
2. Chen

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.52547/qjfep.10.39.143]

سبد سرمایه‌گذاری است که اغلب انتخاب می‌شود؛ زیرا ناشران در صورتی که پول کافی برای بازپرداخت وام به طور کامل را داشته باشند، می‌توانند به‌طور مؤثر تعهدات دائمی را از بین ببرند (اسمیت[1]، ۲۰۱۹).

با این حال مهم‌ترین موانع انتشار اوراق بدهی دائمی، عدم تطابق آن با اصول شریعت است. از آنجا که اوراق قرضه مبتنی بر قرض با بهره است، از دیدگاه اسلام ربا محسوب شده و حرام است. اما همان‌طور که پیش‌تر عنوان شد، صکوک دائمی به عنوان جایگزین اوراق قرضه دائمی معرفی شده است.

ربا در دین اسلام و دیگر ادیان الهی تحریم شده است. رواج شبهات جدید در موضوع شناسی ربا و خارج نمودن برخی از قراردادهای ربوی از دایره حرمت ربا، رواج قراردادهای ترکیبی با ماهیت قرض ربوی و نیاز به طراحی قراردادهای جدید در چارچوب نظام مالی اسلام، از جمله مهم‌ترین دلایلی است که ضرورت تحقیق و تبیین فلسفه تحریم ربا را بیش از پیش نمودار ساخته است (علوی، ۱۳۹۰).

یک اقدام اساسی در مقابله با شبهات و حیله‌های شرعی باب ربا، بررسی و تبیین فلسفه تحریم آن است. علاوه بر پاسخگویی بر شبهات، بررسی فلسفه تحریم ربا می‌تواند در حل مسائل جدید اقتصادی و به‌طور خاص معاملات جدید کاربرد داشته باشد (احمدوند، ۱۳۸۳).

۲-۲. معرفی صکوک

دائره‌المعارف قاموس در مورد واژه صکوک چنین بیان می‌کند: صک به معنای سند و سفتجه (سفته) است و معرب واژه چک در فارسی است. اصطلاح صکوک برگرفته از واژه عربی صکوک به معنای چک، نوشته بدهکار، سفته و قبض بدهی است و به طور معمول، اوراق قرضه اسلامی تعریف می‌شود. تمایزی که میان این دو تعریف از صکوک وجود دارد اساسی و مهم است، چراکه با تأکید بر این تفاوت هدف از به‌کارگیری صکوک به عنوان ابزاری جدید در

1. Smith

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.52547/qjfep.10.39.143]

بانکداری اسلامی تقلید از اوراق قرضه مبتنی بر بهره در بانکداری معمول نیست بلکه ایجاد ابزاری ابتکاری است که منطبق بر قوانین شریعت اسلام باشد. در نتیجه صکوک به عنوان اوراق بهادار با پشتوانه مالی تعریف می‌گردد که باید خود دارای ارزش باشد و نمی‌تواند بر اساس فعالیت‌های سفته‌بازی و سوداگرانه و در واقع فعالیت‌هایی که بدون خلق ارزش و کار صورت می‌گیرند سودآوری داشته باشد (مزینی و همکاران، ۱۳۹۸).

صکوک در واقع، نوعی اوراق بهادار اسلامی است که جایگزین اوراق قرضه است که با درگیر کردن یک دارایی مشخص فیزیکی و به میان آوردن قراردادهایی مانند اجاره و مضاربه منطبق با قانون بانکداری بدون ربا است. روند انتشار صکوک در بازارهای جهانی از سال ۲۰۰۱ آغاز شد و از این لحاظ محصول نسبتاً جدیدی محسوب می‌شود. از سوی دیگر، توسعه ابزارهای ترکیبی[1] موضوع گسترده‌ای در زمینه تأمین مالی است. صکوک دائمی نیز به عنوان چنین ابزار ترکیبی در حال گسترش است (لحسانا حسن[2]، ۲۰۱۸).

صکوک خود دارای تقسیم‌بندی‌های متفاوتی است. اما به نظر می‌رسد تقسیم‌بندی ابزارهای مالی در قالب زیر از تقسیم‌بندی‌های صورت گرفته کامل‌تر و مناسب‌تر باشد. این تقسیم‌بندی مبتنی بر هدف سرمایه‌گذار ایجاد شده است:

۱. اوراق بهادار غیرانتفاعی (اوراق وقف و اوراق قرض‌الحسنه)؛

۲. اوراق بهادار انتفاعی؛

- با درآمد ثابت (اوراق اجاره، اوراق مرابحه، اوراق سلف، اوراق سفارش ساخت (استصناع) و اوراق رهنی)؛
- با درآمد متغیر (به اوراق مشارکت، اوراق مضاربه، اوراق مساقات و اوراق مزارعه)؛
- قابل تبدیل.

1. Hybrid Instruments
2. Lahsana Hassan

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.52547/qjfep.10.39.143]

از میان انواع صکوک مذکور، صکوک اجاره و مشارکت پرکاربردترین انواع آن هستند (حسینی و همکاران، ۱۳۹۲).

ابراهیمی (۱۳۸۹) در پژوهشی نقش صکوک در تأمین مالی پروژه‌ها و تأملی بر قوانین و مقررات حاکم بر آن را مورد مطالعه قرار داد. نتایج این پژوهش کیفی نشان داد که موفقیت نسبی صکوک در سایر کشورهای اسلامی در استفاده از این ابزار و تصویب قوانین و مقررات مرتبط در داخل کشور که موانع انتشار صکوک اجاره را کاهش می‌دهند، این انتظار را ایجاد کرده است که در آینده‌ای نه‌چندان دور، اوراق اجاره ابزاری مناسب برای تأمین مالی پروژه‌های دولتی و بخش خصوصی قرار گیرد.

۲-۳. صکوک مادام‌العمر

صکوک مادام العمر سررسیدی ندارد و تنها ممکن است ناشر اوراق این حق و اختیار را داشته باشد که پس از گذشت یک دوره زمانی مشخص (معمولاً پنج سال)، اوراق را بازخرید کند. در صکوک مادام‌العمر به‌طور معمول از قراردادهای مضاربه و مشارکت برای شکل‌دهی شراکت و مالکیت میان ناشران و سرمایه‌گذاران در یک پروژه یا کسب‌وکار معیّن استفاده می‌شود. سؤالی که اینجا مطرح می‌شود این است که آیا به لحاظ شرعی داشتن سررسید برای صحت این قراردادها ضروری است یا همان‌طور که از اسم این اوراق مشخص است، مادام‌العمر بودن آن‌ها ازنظر شریعت صحیح است. فقهای شریعت اهل سنت اختلاف دیدگاه‌هایی در تعیین دوره مشخص برای قرارداد مضاربه دارند. ابن قدامه برای مثال عنوان می‌کند که در قرارداد مضاربه نباید دوره سررسید مشخص شود؛ زیرا تعیین سررسید هدف قرارداد را نقض کرده و آن را از اعتبار ساقط می‌کند (ابن قدامه[1]، ۱۹۹۴). از سوی دیگر، بر طبق نظر فقهای حنفی، طرفین قرارداد مجاز هستند که یک دوره

1. Ibn Qudamah

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.52547/qjfep.10.39.143]

مشخصی برای قرارداد مضاربه مشخص نمایند که در این صورت ماهیت قرارداد الزام‌آور خواهد بود و مضاربه پس از اتمام دوره زمانی، منحل خواهد شد (الموصیلی[1]، ۲۰۱۵).

صکوک یک گواهی مالی آزادانه قابل معامله[2] است که شامل مالکیت یک دارایی است. مانند دارندگان اوراق قرضه، دارندگان صکوک سود دوره‌ای دریافت می‌کنند. البته پرداخت مبلغ اصل سرمایه‌گذاری پس از بلوغ پروژه دریافت می‌شود. صکوک دائمی، نوعی صکوک ترکیبی است که شامل هر دو ویژگی بدهی[3] و حقوق صاحبان سهام[4] است. این اوراق فاقد تاریخ سررسید است و ماهیت بدهی آن منجر به کاهش جذابیت این‌گونه اوراق می‌شود چراکه در صورت حوادث غیرقابل پیش‌بینی یا ورشکستگی، فقط بدهی صکوک دائمی پس از پرداخت سایر بدهی‌ها، پرداخت می‌شود. از جمله دلایل جذابیت صکوک دائمی برای ناشر و دارنده آن می‌توان به موارد ذیل اشاره نمود.

اولاً، یک ابزار مقرون‌به‌صرفه برای افزایش سرمایه به روش غیرقابل کاهش است، به این معنی که اثر کاهشی بر درصد مالکیت سهامداران موجود نخواهد داشت. این نکته نه‌تنها انعطاف‌پذیری مالی را افزایش می‌دهد، بلکه کفایت سرمایه را نیز در پی دارد. ثانیاً، صکوک دائمی تاریخ سررسید ندارد و بنابراین تحت مقررات جدید بازل سه نیز هست و به عنوان حقوق صاحبان سهام و نه بدهی رفتار می‌شود (سعدی[5]، ۲۰۱۸).

توحیدی و همکاران (۱۳۹۳) در گزارشی با عنوان طبقه‌بندی اوراق بهادار اسلامی (صکوک)، به دسته‌بندی انواع صکوک از منظر قرارداد پایه، دوره انتشار، هدف انتشار و ماهیت سود پرداختند. ایشان دوره انتشار را به طور کلی در سه دسته طبقه‌بندی نمودند، دوره کوتاه‌مدت شامل اوراق با سررسید کمتر از یک سال، دوره میان‌مدت یک سال تا پنج سال و دوره بلندمدت بیش از پنج سال

1. Al Musili
2. Tradable Securities
3. Debt
4. Equity
5. Saadi

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.52547/qjfep.10.39.143]

است. همچنین ایشان در طبقه‌بندی صکوک بر اساس فقه امامیه (شیعه)، اوراق مرابحه تشکیل سرمایه شرکت‌های تجاری، اوراق اجاره تشکیل سرمایه شرکت‌های لیزینگ، اوراق مزارعه عام و مساقات عام در توسعه بخش کشاورزی، اوراق مضاربه عام در توسعه بخش بازرگانی و صادرات و اوراق وکالت عام مبتنی بر خرید و فروش سهم مشاع در دارایی‌ها و خدمات را جزو اوراق با قابلیت انتشار بدون سررسید عنوان نمودند.

۲-٤. ویژگی‌های صکوک مادام‌العمر

آکادمی تحقیقاتی بین‌المللی شریعت[1] (۲۰۱۷) اولین تجربه انتشار صکوک بدون سررسید را به صورت مختصر تشریح می‌کند. آکادمی مذکور صکوک مادام‌العمر را در کنار صکوک قابل تبدیل و صکوک قابل تغییر مورد بررسی قرار داده است، همچنین شرایط و ویژگی‌های این صکوک را به همراه مزایا و معایب انتشار آن بررسی و سپس آماری از تعداد و حجم منتشر شده صکوک بدون سررسید به همراه مورد کاوی برخی از آن‌ها ارائه می‌کند. آکادمی مذکور مزایای صکوک بدون سررسید از منظر ناشران و سرمایه‌گذاران را به شرح زیر عنوان می‌نماید:

- صکوک ترکیبی دسترسی به سرمایه‌گذاران گسترده‌تری را فراهم می‌کند. سرمایه‌گذارانی که می‌خواهند سرمایه‌گذاری خود را متنوع کنند و به دنبال موقعیت‌هایی شبیه سهام هستند.
- صکوک دائمی این امکان را برای بانک‌های اسلامی فراهم می‌آورد تا بتوانند الزامات رکن اول و دوم کفایت سرمایه بازل سه را رعایت کنند.
- در صکوک بدون سررسید، ناشر در صورت تمایل و داشتن وجوه کافی، امکان بازخرید صکوک را پس از گذشت یک دوره زمانی مشخص خواهد داشت. این اختیار موجب می‌شود که ریسک نکول در رتبه‌بندی صکوک کاهش یافته و کیفیت اعتباری ناشر به علت افزایش انعطاف‌پذیری مالی و مدیریت کارای سرمایه افزایش یابد.

1. International Shari'ah Research Academy (ISRA)

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.52547/qjfep.10.39.143]

- صکوک ترکیبی می‌تواند یک ابزار مؤثر برای مدیریت سرمایه‌گذاری توسط ناشر صکوک برای کاهش سرمایه‌گذاری‌اش در سهام یک شرکت و یا شرکت‌های زیرمجموعه‌اش باشد، بدون اینکه لازم باشد مستقیماً برای عرضه سهام موجود وارد بازار سهام شود. چنین گزینه‌ای برای شرکت ارزشمند است، خصوصاً اگر ناشر نگران ریسک کاهش زیاد قیمت سهامش باشد.
- صکوک دائمی در مقایسه با صکوک عادی، این امکان را برای ناشران فراهم می‌کند که به صورت بلندمدت تأمین مالی کنند.
- صکوک بدون سررسید دارای اولویت پایین‌تری نسبت به سایر طلبکاران شرکت ناشر است، اما در عین استفاده از برخی مزایای شبیه حقوق صاحبان سهام بودن، دارای اولویت بالاتری نسبت به دارندگان سهام شرکت هستند.
- یکی دیگر از دلایلی که شاید باعث ترجیحات سرمایه‌گذاران و جذابیت صکوک بدون سررسید شده باشد این است که هنگامی‌که قیمت‌های سهام متغیر و یا غیر قابل اعتماد باشد، صکوک ترکیبی یک اطمینان خاطری را درباره پرداخت مقداری درآمد ثابت به دارندگان خود می‌دهد. در مقابل سرمایه‌گذاری مستقیم در سهام، سرمایه‌گذار را در معرض ریسک کاهش قیمت سهم و همچنین دریافت بازده پایین و حتی منفی قرار خواهد داد.

صکوک مادام‌العمر که از جدیدترین ابزارهای نوآورانه در بازار سرمایه کشورهای اسلامی است دارای تفاوت‌های زیادی با صکوک معمولی است که یکی از آن‌ها تاریخ سررسید است. همچنین به طور معمول به عنوان حقوق صاحبان سهام (از نظر حسابداری) به جای بدهی در نظر گرفته می‌شود. در این بخش مبانی بالقوه فقهی و شرعی صکوک بدون سررسید یا دائمی بیان می‌شود. از هنگام انتشار صکوک بدون سررسید در بازارهای اسلامی و گسترش آن به کشورها و بازارهای غیراسلامی بحث مبانی فقهی و شرعی آن نیز بسیار مورد توجه قرار گرفته است. این مسائل به طور خاص مربوط به جنبه‌های مختلف فقهی و شرعی این صکوک بوده است. اندیشمندان فقهی جهان اسلام و دانشمندان این حوزه در مالزی گرد هم آمدند تا در رابطه با مبانی

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.52547/qjfep.10.39.143]

و مسائل فقهی و شرعی این صکوک به اشتراک برسند. نهایتاً نتایج به‌دست‌آمده از هم‌اندیشی متفکران بزرگ جهان اسلام نشان داد که چندین عامل مهم می‌تواند جزو مبانی فقهی و شرعی صکوک بدون سررسید یا دائمی قرار گیرد که در زیر به آن‌ها اشاره می‌شود:

۱. بدون سررسید بودن (دائمی بودن)[1]: بر اساس نظر فقهای اصل تسنن، هیچ الزام شرعی برای مشخص نمودن تاریخ سررسید در قراردادهای مشارکت و مضاربه وجود ندارد و این دو قرارداد جهت طراحی صکوک مادام‌العمر مناسب هستند.

۲. رعایت الزامات مربوط به مدت‌زمان قرارداد[2] (موضوع انتشار): فقهای مسلمان در مورد مجاز بودن مدت‌زمان قرارداد نظرات گوناگونی دارند و تعیین یک دوره خاص برای آن را الزامی می‌دانند.

۳. توجه به تأخیر در توزیع دوره‌ای سود[3]: فقها عقیده دارند که زمان سررسید به عنوان یک شرط لازم برای رعایت جنبه شرعی در قرارداد در نظر گرفته نمی‌شود. این مورد را می‌توان با چندین دیدگاه کلاسیک نیز پشتیبانی کرد.

۴. رعایت کلیه شروط مورد توافق مسلمانان: احادیث متفاوتی مبتنی بر رعایت شروط مورد توافق مسلمانان در همه موارد مالی و معاملاتی وجود دارد.

۵. رعایت حداکثری قوانین اسلامی: حکم اصلی قرارداد اسلامی رضایت متقابل است و رضایت طرفین قرارداد و عواقب آن مطابق توافق‌نامه در قرارداد است.

۶. توجه به آیات قرآن کریم: حدود ۱۰ آیه از آیات مکی و مدنی به تدریج در تشریح حرمت ربا و آن هم به شدیدترین لحن و به طور مطلق نازل شدند. از مضمون مجموعه این ده آیه می‌توان محدودیت و ممنوعیت به‌کارگیری سرمایه ربوی در فرآیند سرمایه‌گذاری را استنتاج کرد.

1. Perpetuity—No Maturity Date
2. Requirement of Maturity Period for Contracts
3. Profit Deferral

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.52547/qjfep.10.39.143]

۷. سرمایه‌گذاری سود معوق[1]: برخی از صکوک‌های دائمی، سود اضافی را نیز علاوه بر سود معوق شده پرداخت می‌کنند. تا زمانی که چنین مقدار سود معوق همچنان وجود داشته باشد، هر مقدار از سودی که معوق می‌شود، می‌باید ارزش خود را حفظ نماید، چراکه ارزش اصلی صکوک دائمی به سود دوره‌ای آن بستگی دارد.

۸. پرداخت نکردن سود[2]: دارندگان صکوک به طور کلی ادعایی در رابطه با هرگونه عدم پرداخت وجه ندارند. مقدار توزیع دوره‌ای سود و نتیجه عدم پرداخت چنین رویدادی یک پیش‌فرض محسوب نمی‌شود.

۹. مشخص کردن مکانیسم افزایش نرخ پلکانی[3]: دقیقاً همانند صکوک، صکوک دائمی در ابتدا یک نرخ سود ثابت را پرداخت می‌کند، با این حال پس از تاریخ اولین بازخرید، معمولاً سود صکوک دائمی شامل ویژگی افزایش سود پلکانی است که در آن نرخ سود حاصله به منظور افزایش انگیزه ناشر برای استفاده از اختیار خرید در اولین تاریخ سررسید، مورد تجدیدنظر قرار می‌گیرد. مطابق با احادیث و نظر فقهای بزرگ جهان اسلام مشخص کردن مکانیسم افزایش نرخ پلکانی هرگونه شک و شبه در این رابطه را از بین می‌برد.

۱۰. در نظر گرفتن جذب زیان سرمایه‌گذاری[4]: یکی از ویژگی‌های صکوک بدون سررسید این است که این نوع صکوک از طلبکاران دارای اولویت بانی حفاظت کرده و یک ضربه‌گیر برای جذب زیان‌های بالقوه ناشی از فعالیت‌های بانی محسوب می‌شود. ماهیت صکوک بدون سررسید غالباً به عنوان حقوق مالکانه شناخته می‌شود تا بدهی بانی؛ بنابراین به بانی این اجازه را می‌دهد که این اوراق را به عنوان سرمایه (و نه بدهی) در ترازنامه خود قرار دهند. در مبانی اسلامی نیز بر مشارکت در سرمایه‌گذاری بجای قرض و دِین تأکید شده است.

1. Capitalisation of Deferred Profit
2. Non-Payment of Profit
3. Step Up Rate and Top-Up Mechanism
4. Loss Absorbing

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.52547/qjfep.10.39.143]

۱۱. امکان بازخرید صکوک[1]: امکان بازخرید این صکوک برای ناشران از مبانی اصلی مورد تأکید برای اسلامی بودن این صکوک است.

۱۲. امکان فروش صکوک به کسر (زیر قیمت اسمی): مجاز بودن فروش به کسر این نوع صکوک می‌تواند جذابیت آن‌ها برای فروش را افزایش داده و همچنین از لحاظ شرعی نیز مشکلی ندارد.

۱۳. معاملات ثانویه صکوک: خرید و فروش این نوع صکوک به شرطی که منجر به تغییر در ساختارهای آن‌ها نشود می‌تواند شرعی بودن این صکوک را بهبود ببخشد (رمضان فطری الیاس و همکاران، ۲۰۱۶).

۲-۵. نمونه‌هایی از انتشار صکوک مادام‌العمر

شورای عمومی بانک‌ها و نهادهای مالی اسلامی (۲۰۱۶) در گزارشی به توصیف برخی ابزارهای مالی می پردازد که با الزامات استانداردهای تجدیدنظر شده کفایت سرمایه تطابق دارند. همچنین در این گزارش، تحلیلی از صکوکی ارائه می‌شود که بانک‌های اسلامی برای تقویت نسبت‌های سرمایه‌شان منتشر نموده‌اند. با انتشار چارچوب مقرراتی بازل ۳ در سال ۲۰۱۰ و بازنویسی مجدد آن در سال ۲۰۱۱، بانک‌های اسلامی برای رعایت قوانین و الزامات رکن یک[2] ذیل سرفصل بازل ۳ اقدام به انتشار صکوک مادام‌العمر نمودند. بانک اسلامی ابوظبی[3] امارات متحده عربی در نوامبر ۲۰۱۲ اولین صکوک مشارکت مادام‌العمر به ارزش اسمی یک میلیارد دلار را منتشر کرد. بعد از سال ۲۰۱۲ اوراق صکوک مادام‌العمر زیادی در کشورهای اسلامی برای رعایت قوانین و مقررات بازل سه منتشر گردید. علاوه بر بانک‌های اسلامی، در سپتامبر ۲۰۱۳ شرکت الماری[4] که یک شرکت تولیدکننده محصولات لبنی در عربستان سعودی است، اولین صکوک مادام‌العمر ترکیبی

1. Call Option
2. Tier 1
3. Abu Dhabi Islamic Bank
4. Almarai Co.

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.52547/qjfep.10.39.143]

غیربانکی را منتشر نمود. این صکوک بدون سررسید، ترکیبی از قراردادهای مشارکت و مرابحه بود. جدول ذیل مشخصات صکوک مادام‌العمر منتشره در کشورهای اسلامی را نشان می‌دهد:

جدول ۱: مشخصات صکوک مادام‌العمر منتشره در کشورهای اسلامی

نوع ناشر	ناشر	کشور	حجم (میلیون)	تاریخ انتشار	قرارداد پایه	مدت‌زمان بازخرید
بانک‌های اسلامی	ADIB Capital Invest 1 Ltd	امارات متحده عربی	1000 دلار	نوامبر ۲۰۱۲	مضاربه	۵ سال
	DIB Tier 1 Sukuk Ltd	امارات متحده عربی	1000 دلار	مارس ۲۰۱۳	مضاربه	۶ سال
	AHB Tier 1 Sukuk Ltd	امارات متحده عربی	500 دلار	ژوئن ۲۰۱۴	مضاربه	۵ سال
	DIB Tier 1 Sukuk 2 Ltd	امارات متحده عربی	1000 دلار	ژانویه ۲۰۱۵	مضاربه	۶ سال
	Qatar Islamic Bank perpetual	قطر	2000 دلار	ژوئن ۲۰۱۵	مضاربه	۶ سال
	Boubyan tier 1 Capital SPC Ltd	کویت	250 دلار	می ۲۰۱۶	مضاربه	۵ سال
	Noor Tier 1 Sukuk Ltd	امارات متحده عربی	500 دلار	ژوئن ۲۰۱۶	مضاربه	۵ سال
	Ahli United Sukuk Ltd	کویت	200 دلار	اکتبر ۲۰۱۶	مضاربه	۵ سال
شرکت‌ها	Malaysian Airline System Bhd	مالزی	2500 دلار	ژوئن ۲۰۱۲	مشارکت/مساومه	۱۰ سال
	Almarai Co. Ltd	عربستان سعودی	1000 دلار	سپتامبر ۲۰۱۳	مضاربه/مرابحه	۵ سال
	GEMS MEA Sukuk Ltd	امارات متحده عربی	200 دلار	نوامبر ۲۰۱۳	مضاربه	۵ سال

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.52547/qjfep.10.39.143]

ادامه جدول ۲: مشخصات صکوک مادام‌العمر منتشره در کشورهای اسلامی

نوع ناشر	ناشر	کشور	حجم (میلیون)	تاریخ انتشار	قرارداد پایه	مدت‌زمان بازخرید
شرکت‌ها	Boustead Holdings Bhd	مالزی	1200 دلار	دسامبر ۲۰۱۳	مشارکت/مساومه	۵ سال
	S P Setia Bhd	مالزی	700 دلار	دسامبر ۲۰۱۳	مشارکت/مساومه	۵ سال
	DRB-HICOM Bhd	مالزی	2000 دلار	دسامبر ۲۰۱۴	مشارکت/مساومه	۵ سال
	AEON Credit Service M Bhd	مالزی	400 دلار	دسامبر ۲۰۱۴	مشارکت/مساومه	۵ سال
	Mah Sing Group Bhd	مالزی	600 دلار	مارس ۲۰۱۵	مشارکت/مساومه	۵ سال
	Malaysia Airlines Bhd	مالزی	1500 دلار	مارس ۲۰۱۶	مشارکت/مساومه	۷ سال
	Sime Darby Bhd	مالزی	3000 دلار	مارس ۲۰۱۶	وکالت	۵ سال

منبع: آکادمی تحقیقاتی بین‌المللی شریعت (۲۰۱۷)

بازار مالی اسلامی بین‌المللی [1] (۲۰۱۸) در گزارش دوره‌ای خود، به ارائه آمار و ارقام صکوک مادام‌العمر منتشره توسط بانک‌های اسلامی و شرکت‌ها و به صورت خاص به موردکاوری صکوک مادام‌العمر منتشره در سال ۲۰۱۸ پرداخته است. در این گزارش گروه بانکی البرکه [2] موفق به انتشار اولین صکوک اسلامی مادام‌العمر به مبلغ ۴۰۰ میلیون دلار شده است. اوراق مذکور مطابق با استاندارد بازل سه و ساختار شرعی آن منطبق بر عقد مضاربه بوده که تحت نظارت بانک مرکزی بحرین منتشر شده است.

1. International Islamic Financial Market (IIFM)
2. Al Baraka Banking Group

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.52547/qjfep.10.39.143]

۳. روش‌شناسی پژوهش (مبتنی بر مدل‌سازی ساختاری تفسیری ISM)

این پژوهش که از جنبه هدف کاربردی محسوب می‌شود، به دنبال ارائه الگوی سلسله‌مراتبی بهبود انتشار صکوک بدون سررسید با محوریت مبانی فقهی و عملیاتی با استفاده از یک روش پژوهش آمیخته (کیفی- کمی) است. هدف بخش کیفی پژوهش شناسایی و استخراج مؤلفه‌های مدل پژوهش است. بدین منظور برای گردآوری داده‌ها در این بخش از مبانی نظری استفاده شده است. سپس در بخش کمی پژوهش ارتباط بین این متغیرها تعیین و داده‌های این بخش نیز با استفاده از ماتریس خودتعاملی که نظرات خبرگان است گردآوری شده و سپس مدل‌سازی این متغیرها به کمک روش مدل‌سازی ساختاری تفسیری[1] (ISM) انجام شده است.

٤. جامعه آماری پژوهش

جامعه آماری این پژوهش شامل مجموعه‌ای از خبرگان و متخصصان دانشگاهی و خبرگان بخش اوراق بهادار آشنا به صکوک است. با استفاده از روش نمونه‌گیری انتخابی هدفمند در ابتدای امر تعداد ۱۱ نفر به عنوان نمونه خبرگان اولیه تحقیق مشخص و سپس داده‌های لازم جمع‌آوری شد. در طول گردآوری داده‌ها افراد جدیدی شناسایی شدند که درمجموع ماتریس خودتعاملی توسط ۱۹ نفر تکمیل گردید. وضعیت نمونه خبرگان پژوهش نشان می‌دهد که ۵۷ درصد از نمونه خبرگان دانشگاهی پژوهش دارای سابقه علمی و پژوهشی در رابطه با اوراق بهادار در دانشگاه‌ها با درجه علمی دانشیار و بالاتر، در بخش خبرگان سازمانی ۲۱ درصد آن‌ها دارای سابقه اجرایی مدیریت در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و ۲۲ درصد از نمونه خبرگان نیز دارای سابقه بلندمدت‌مشاوره فقهی در بازار سرمایه هستند که دارای تحصیلات عالیه دانشگاهی می‌باشند. میانگین سابقه کار خبرگان دانشگاهی و مدیران اجرایی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار بین ۱۵ و ۱۸ سال و سابقه کار خبرگان فقهی نیز ۱۴ سال

1. Interpretive Structural Modelling

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.52547/qjfep.10.39.143]

فعالیت است که نشان‌دهنده تجربه کافی و آشنایی کامل به ابعاد موضوع بهبود انتشار صکوک است.

در بخش کمی پژوهش برای بررسی روایی از روایی محتوایی استفاده شده است. روایی محتوایی ماتریس خودتعاملی در این پژوهش به حد و میزانی اشاره دارد که یک ابزار منعکس کننده محتوای مشخص مورد نظر باشد. بر اساس روش لاوشه برای ایجاد روایی محتوایی در پرسشنامه پس از مرور ادبیات و حوزه مورد مطالعه، دامنه محتوا و آیتم‌های ساخت پرسشنامه تدوین می‌شود. از اعضای پانل محتوا خواسته می‌شود مناسب بودن هر آیتم با انتخاب یکی از سه گزینه ضروری، مفید اما نه ضروری و یا غیرلازم پاسخ دهند و بر اساس رابطه یک روایی محتوایی محاسبه می‌شود. سپس با توجه به سطح مورد نیاز برای معناداری آماری P<0/05 حداقل CVR=0/75 به دست می‌آید.

$$CVR = (Ne - \frac{N}{2}) \div (\frac{N}{2})$$ رابطه ۱

Ne: تعداد اعضایی که پاسخ ضروری دارد و N تعداد کل اعضای پانل است.

۵. یافته‌های پژوهش

تحلیل مبانی نظری پژوهش بیانگر وجود ۱۳ شاخص مهم برای بهبود انتشار صکوک با رویکرد فقهی است. این ۱۳ مؤلفه در جدول زیر نشان داده شده‌اند.

جدول ۳: شاخص‌های مهم فقهی در انتشار صکوک مادام‌العمر

ردیف	شاخص
۱	بدون سررسید بودن
۲	رعایت الزامات مربوط به مدت‌زمان قرارداد
۳	توجه به تأخیر در توزیع دوره‌ای سود
۴	رعایت کلیه شروط مورد توافق مسلمانان
۵	رعایت حداکثری قوانین اسلامی
۶	توجه به آیات قرآن کریم
۷	سرمایه‌گذاری سود معوق

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.52547/qjfep.10.39.143]

ادامه جدول ۴: شاخص‌های مهم فقهی در انتشار صکوک مادام‌العمر

ردیف	شاخص
۸	پرداخت نکردن سود
۹	مشخص کردن مکانیسم افزایش نرخ پلکانی
۱۰	در نظر گرفتن جذب زیان سرمایه‌گذاری
۱۱	امکان بازخرید صکوک
۱۲	امکان فروش صکوک به کسر (زیر قیمت اسمی)
۱۳	معاملات ثانویه صکوک

منبع: مجله بین‌المللی مالی اسلامی -ISRA[1] (۲۰۱۶)

اکنون با استفاده از روش مدل‌سازی ساختاری تفسیری (ISM) سطوح و تأثیرگذاری و تأثیرپذیری عوامل ارزیابی و بررسی می‌شوند. مدل‌سازی ساختاری تفسیری یکی از ابزارهای کمی است که تعامل بین متغیرهای مختلف را نشان می‌دهد. مدل سازی ساختاری تفسیری روابط بین متغیرها را به صورت روابط سلسله‌مراتبی نشان می‌دهد؛ بنابراین، این روش به‌منظور شناسایی و نشان دادن روابط بین اجزای مختلف که می‌توانند روابط پیچیده‌ای داشته باشند، مورد استفاده قرار می‌گیرد. در گام اول ماتریس خودتعاملی ساختاری پژوهش را با استفاده از نظر پاسخ‌دهندگان که خبرگان پژوهش هستند تشکیل می شود. برای تشکیل ماتریس خودتعاملی ساختاری خبرگان معیارها را به صورت زوجی با یکدیگر در نظر گرفته و بر اساس طیف V: عامل سطر i باعث محقق شدن عامل ستون j می شود. A: عامل ستون j باعث محقق شدن عامل سطر i می شود. X: هر دو عامل سطر و ستون باعث محقق شدن یکدیگر می شوند (عامل i و j رابطه دوطرفه دارند) و O: بین عامل سطر و ستون هیچ ارتباطی وجود ندارد به مقایسات زوجی پاسخ می‌دهند. ماتریس خودتعاملی در جدول (۳) آورده شده است.

1. International journal of islamic Finance

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.52547/qjfep.10.39.143]

جدول ۵: ماتریس خود تعاملی ساختاری (SSIM)

	۱	۲	۳	۴	۵	۶	۷	۸	۹	۱۰	۱۱	۱۲	۱۳
۱		V	X	A	A	A	X	V	V	V	V	V	V
۲			X	A	A	A	V	V	A	V	V	V	V
۳				A	A	A	X	V	A	A	V	V	V
۴					A	A	V	V	V	V	V	V	V
۵						A	V	V	V	V	V	V	V
۶							V	V	V	V	V	V	V
۷								X	A	A	V	V	V
۸									A	A	O	O	O
۹										V	V	V	V
۱۰											V	V	V
۱۱												V	V
۱۲													V
۱۳													

منبع: یافته‌های پژوهش

سپس بر اساس جدول ۲ ماتریس دستیابی اولیه بر اساس اعداد صفر و یک تشکیل می‌شوند و سپس روابط تعدی ایجاد شده و ماتریس دستیابی نهایی تشکیل می شود که در جدول (۴) آورده شده است. تمام درایه‌هایی که در این جدول هستند در ماتریس اولیه مقدار صفر داشته‌اند.

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.52547/qjfep.10.39.143]

جدول ۴: ماتریس دستابی نهایی

قدرت نفوذ	۱۳	۱۲	۱۱	۱۰	۹	۸	۷	۶	۵	۴	۳	۲	۱	
۱۰	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۰	۰	۰	۱	۱	۱	۱
۹	۱	۱	۱	۱	۰	۱	۱	۰	۰	۰	۱	۱	۱*	۲
۱۰	۱	۱	۱	۱*	۱*	۱	۱*	۰	۰	۰	۱	۱	۱	۳
۱۱	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۰	۰	۱	۱	۱	۱	۴
۱۲	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۰	۱	۱	۱	۱	۱	۵
۱۳	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۶
۱۰	۱	۱	۱	۱*	۱*	۱	۱	۰	۰	۰	۱	۱*	۱	۷
۸	۱*	۱*	۱*	۰	۰	۱	۱	۰	۰	۰	۱	۱*	۱*	۸
۱۰	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۰	۰	۰	۱	۱	۱*	۹
۹	۱	۱	۱	۱	۰	۱	۱	۰	۰	۰	۱	۱*	۱*	۱۰
۳	۱	۱	۱	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۱۱
۲	۱	۱	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۱۲
۱	۱	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۱۳
میزان وابستگی	۱۳	۱۲	۱۱	۹	۷	۱۰	۱۰	۱	۲	۳	۱۰	۱۰	۱۰	

منبع: یافته‌های پژوهش

سپس از روی ماتریس دستیابی نهایی بر اساس گام چهارم، مجموعه دستیابی و پیش نیاز استخراج شده و معیارها سطح‌بندی می‌شوند که در جدول (۵) عنوان شده است.

جدول ۶: تعیین سطوح شاخص‌ها

معیار	مجموعه دستیابی	مجموعه پیش‌نیاز	مجموعه اشتراک	سطح
۱	۱-۲-۳-۷-۸-۹-۱۰-۱۱-۱۲-۱۳	۱-۲-۳-۴-۵-۶-۷-۸-۹-۱۰	۱-۲-۳-۷-۸-۹-۱۰	۴
۲	۱-۲-۳-۷-۸-۱۰-۱۱-۱۲-۱۳	۱-۲-۳-۴-۵-۶-۷-۸-۹-۱۰	۱-۲-۳-۷-۸-۱۰	۴
۳	۱-۲-۳-۷-۸-۹-۱۰-۱۱-۱۲-۱۳	۱-۲-۳-۴-۵-۶-۷-۸-۹-۱۰	۱-۲-۳-۷-۸-۹-۱۰	۴
۴	۱-۲-۳-۴-۷-۸-۹-۱۰-۱۱-۱۲-۱۳	۴-۵-۶	۴	۷

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.52547/qjfep.10.39.143]

ادامه جدول ۷: تعیین سطوح شاخص‌ها

معیار	مجموعه دستیابی	مجموعه پیش‌نیاز	مجموعه اشتراک	سطح
۵	۱-۲-۳-۴-۵-۷-۸-۹-۱۰-۱۱-۱۲-۱۳	۵-۶-	۵	۸
۶	۱-۲-۳-۴-۵-۶-۷-۸-۹-۱۰-۱۱-۱۲-۱۳	۶	۶	۹
۷	۱-۲-۳-۷-۸-۹-۱۰-۱۱-۱۲-۱۳	۱-۲-۳-۴-۵-۶-۷-۸-۹-۱۰-	۱-۲-۳-۷-۸-۹-۱۰	۴
۸	۱-۲-۳-۷-۸-۱۱-۱۲-۱۳	۱-۲-۳-۴-۵-۶-۷-۸-۹-۱۰-	۱-۲-۳-۷-۸	۴
۹	۱-۲-۳-۷-۸-۹-۱۰-۱۱-۱۲-۱۳	۱-۳-۴-۵-۶-۷-۹-	۱-۳-۷-۹	۶
۱۰	۱-۲-۳-۷-۸-۱۰-۱۱-۱۲-۱۳	۱-۲-۳-۴-۵-۶-۷-۹-۱۰-	۱-۲-۳-۷-۱۰	۵
۱۱	۱۱-۱۲-۱۳	۱-۲-۳-۴-۵-۶-۷-۸-۹-۱۰-۱۱-	۱۱	۳
۱۲	۱۲-۱۳	۱-۲-۳-۴-۵-۶-۷-۸-۹-۱۰-۱۱-۱۲-	۱۲	۲
۱۳	۱۳	۱-۲-۳-۴-۵-۶-۷-۸-۹-۱۰-۱۱-۱۲-۱۳	۱۳	۱

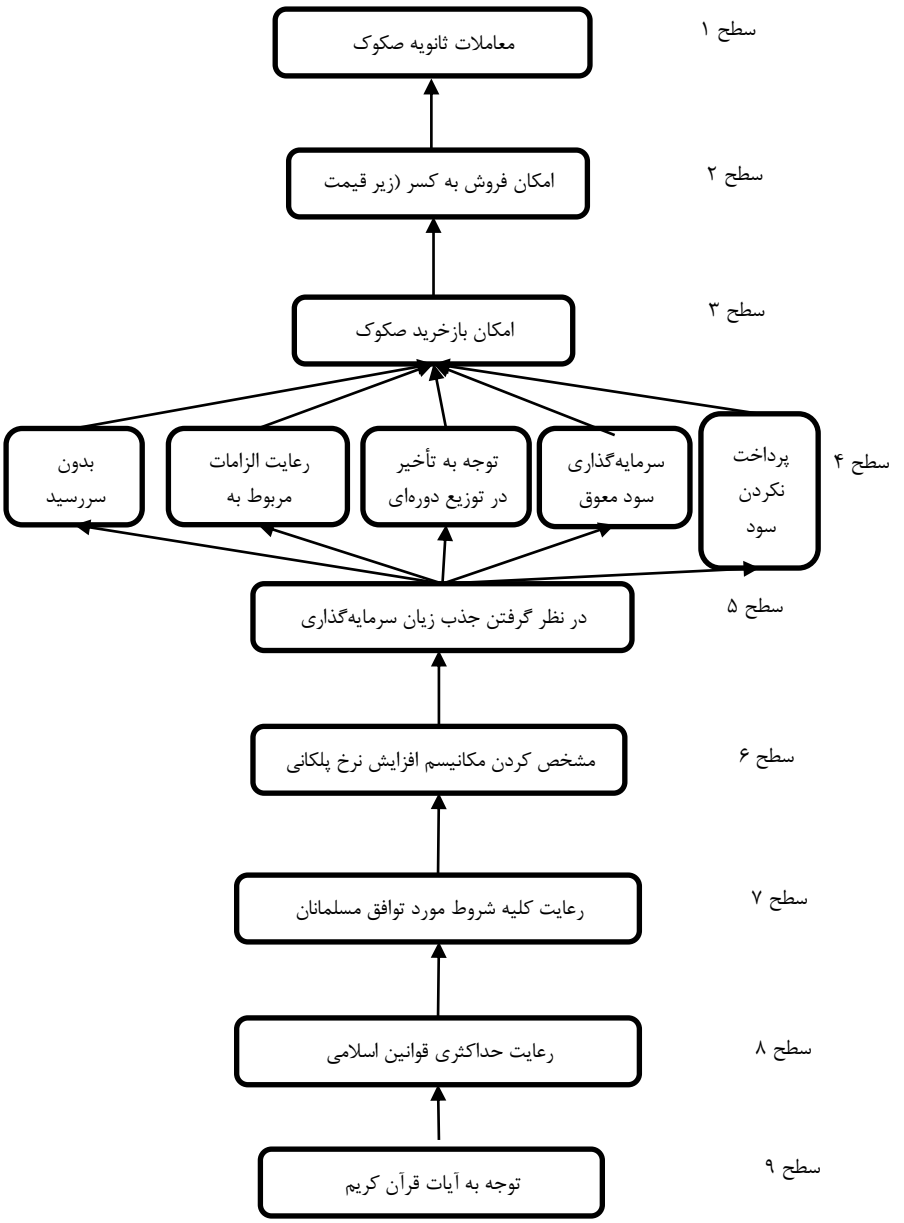
منبع: یافته‌های پژوهش

٦. نتایج حاصل از مدل‌سازی ساختاری تفسیری

پس از مشخص شدن سطوح هریک از شاخص‌ها و با در نظر گرفتن ماتریس دست یابی نهایی، مدل ساختاری تفسیری ترسیم می‌شود. مدل نهایی در شکل (۱) قابل مشاهده است. این مدل از نُه سطح تشکیل شده که سطح اول آن تأثیرپذیرترین سطح و سطح نهم آن تأثیرگذارترین سطح است.

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.52547/qjfep.10.39.143]



شکل ۱: مدل ساختاری تفسیری پژوهش

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.52547/qjfep.10.39.143]

۷. نتیجه‌گیری

تنوع ساختاری در ابزارهای مالی اسلامی با شتاب فزاینده‌ای رو به رشد است. از جمله جدیدترین ابزارهای مالی اسلامی در سال‌های اخیر، صکوک بدون سررسید در کشورهای اسلامی است. این اوراق که به عنوان اوراق ترکیبی شناخته می‌شود، ماهیت بدهی - حقوق صاحبان سهام داشته و معمولاً دارای بازدهی منظم و بدون تاریخ سررسید است. چنین ابزارهای مالی که جنبه نوآورانه داشته با انتقادات جدی از حیث مبانی فقهی و عملیاتی روبرو است. با توجه به مباحث مطرح شده در این پژوهش ضمن معرفی و ویژگی‌های صکوک بدون سررسید، الگوی سلسله‌مراتب نُه سطحی عوامل مؤثر بر انتشار صکوک بدون سررسید با محوریت مبانی فقهی و عملیاتی به انجام رسید. در سطح نهم این الگو که تأثیرگذارترین متغیر الگو در این سطح قرار دارد توجه به آیات قرآن کریم مطرح شده است. با توجه به این موضوع که آیات قرآن کریم یکی از مهم‌ترین نقاط مشترک فقهای شیعه و سنی محسوب می‌شود، در انتشار صکوک بدون سررسید نیز توجه به آیات قرآن کریم در مهم‌ترین سطح قرار گرفته است. در سطح هشتم این الگو رعایت حداکثری قوانین اسلامی عنوان شده است. نظر به اینکه دین مبین اسلام در حوزه اقتصاد، افزون بر فلسفه خاص خود از مکتب و نظام اقتصادی ویژه‌ای برخوردار است و نظام اقتصادی اسلام نهادهای جهان شمولی را در اقتصاد معرفی نموده، لذا رعایت حداکثری قوانین اسلامی می‌تواند در مبانی فقهی و عملیاتی انتشار صکوک دائمی بسیار اثرگذار باشد. رعایت کلیه شروط مورد توافق مسلمانان شاخصی است که در سطح هفتم الگوی پژوهش بیان شده است. مسئله مهمی که در حوزه حقوق مدنی و نیز فقه قراردادها مطرح است، بحث لزوم یا عدم لزوم رعایت شرایط اساسی صحت معاملات در خصوص شروط ضمن عقد است. رعایت شروط مورد توافق مسلمانان گام مهمی در موفقیت انتشار صکوک اسلامی بوده و خواهد بود. کلیه عقود اسلامی شامل تاریخ معینی است که سود و زیان قطعی در آن تاریخ محاسبه می‌شود. در صکوک بدون سررسید زمان بازخرید را می‌توان اتمام تاریخ قرارداد در نظر گرفت و در نرخ سود تجدیدنظر کرد. این موضوع مکانیسم افزایش نرخ و پلکانی بودن سود در صکوک بدون سررسید است که در سطح ششم الگو قرار گرفته است. یکی

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.52547/qjfep.10.39.143]

از شروط مهم در شرع مقدس اسلام برای صحت دینی معاملات و سرمایه‌گذاری‌ها، عدم زیان بالقوه سرمایه‌گذاران است. در نظر گرفتن جذب زیان سرمایه‌گذاران موضوعی است که در سطح پنجم الگو قرار گرفته است. اکثر فقها در ایران نیز بر این عقیده هستند که سرمایه‌گذاری حلال به نوعی از سرمایه‌گذاری گفته می‌شود که سپرده به هر طریقی در یک معامله شرعی سرمایه‌گذاری شده و در سود و زیان حاصل از آن شریک باشد. در سطح چهارم این الگو پنج شاخص مهم آورده شده که عبارتند از: ۱) بدون سررسید بودن، ۲) رعایت الزامات مربوط به مدت‌زمان قراردادها، ۳) توجه به تأخیر در توزیع دوره‌ای سود، ۴) سرمایه‌گذاری سود معوق و ۵) پرداخت نکردن سود (نکول). در مورد این شاخص‌ها توضیحات کافی در مبانی نظری ارائه شده است. در سطح سوم شاخص، امکان بازخرید صکوک در الگوی پژوهش وجود دارد. یکی از مهم‌ترین ارکان تأمین مالی از طریق اوراق بهادار، امکان بازخرید اوراق است چراکه ضمن افزایش جذابیت سرمایه‌گذاری، اعتماد و اطمینان خریداران را نیز برای سرمایه‌گذاری فراهم می‌نماید. همچنین امکان فروش صکوک به کسر (زیر قیمت اسمی) می‌تواند با تأثیرگذاری در نرخ مؤثر اوراق و نیز آسان نمودن فرایند فروش اوراق توسط ناشر به جذابیت این اوراق اضافه نماید. امکان فروش صکوک زیر قیمت اسمی در سطح دوم الگو قرار گرفته است. در سطح یک و تأثیرپذیرترین سطح الگوی پژوهش، معاملات ثانویه صکوک قرار دارد. این شاخص تحت تأثیر همه شاخص‌های الگو است و اثرپذیرترین شاخص در مبانی فقهی و خصوصاً عملیاتی انتشار صکوک بدون سررسید است.

نهایتاً با مقایسه نتایج این پژوهش با پژوهش‌های قبلی ملاحظه می‌گردد که به دلیل درج صریح اصل تحریم ربا در آیات شریف قرآن کریم مهم‌ترین شاخص که توجه به آیات قرآن کریم است جزو تأثیرگذارترین شاخص معرفی شده و این موضوع با پژوهش‌های اعتصامی (۱۳۹۶)، لحسانا حسن (۲۰۱۸)، تسخیری (۱۳۹۷)، موسویان (۱۳۹۲)، احمدوند (۱۳۸۳) و علوی (۱۳۹۰) مطابقت دارد.

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.52547/qjfep.10.39.143]

در پایان مبتنی بر نتایج به‌دست‌آمده پیشنهادهای سیاستی به شرح زیر ارائه می‌شود:

- با توجه به شباهت سپرده‌های بانکی و صکوک بدون سررسید از حیث مادام‌العمر بودن و همچنین مطابقت موازین اسلامی با اوراق یادشده در سطوح ۷ الی ۹ مدل، تأمین مالی بانک‌های کشور از طریق انتشار صکوک دائمی انجام شود.
- از آنجایی که امکان انجام معاملات ثانویه، فروش به کسر و بازخرید صکوک مادام‌العمر در سطوح ۱ الی ۳ وجود دارد، چارچوب قانونی و مقررات مربوط به معاملات مذکور در کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار تهیه و تدوین گردد.

همچنین پیشنهاد می‌شود موارد ذیل در تحقیقات آتی مورد مطالعه قرار گیرد:

- با توجه به این موضوع که بانک‌های برخی کشورهای اسلامی برای رعایت قوانین و الزامات رکن یک ذیل سرفصل بازل ۳ اقدام به انتشار صکوک مادام‌العمر نمودند، انتشار صکوک مادام‌العمر توسط بانک‌های کشور برای تأمین کفایت سرمایه آنان مورد مطالعه قرار گیرد.
- با توجه به اینکه ناشر صکوک مادام‌العمر می‌تواند دولت باشد، امکان‌سنجی بهادارسازی بدهی‌های دولت به بانک‌های کشور از طریق اعطای صکوک مادام‌العمر مورد بررسی قرار گیرد.

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.52547/qjfep.10.39.143]

منابع

ابراهیمی، مریم (۱۳۸۹). نقش صکوک در تأمین مالی پروژه هاو تأملی بر قوانین و مقررات حاکم بر آن. *مجله پژوهش‌های حقوقی*، شماره ۱۷، ۳۶۷ - ۳۹۶.

احمدوند، معروف علی (۱۳۸۳)، حکمت تحریم ربا در اندیشه فقهی استاد شهید مطهری، *مجله فقهی کاوشی نو در فقه اسلامی*، شماره ۳۹، دفتر تبلیغات اسلامی حوزه علمیه قم.

اعتصامی، امیرحسین، سلیمانی، محمد (۱۳۹۶). بررسی فقهی انتشار اوراق بهادار اسلامی قابل تمدید (با تأکید بر اوراق مشارکت، اجاره، مرابحه، سلف و اسناد خزانه اسلامی). *تحقیقات مالی اسلامی*، ۱۶۳-۱۹۰.

تسخیری، محمدعلی (۱۳۹۷). مبانی شرعی اوراق بهادار اسلامی (صکوک). *فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی*، شماره ۲۷، ۸ - ۲۲.

توحیدی، محمد (۱۳۹۵). بررسی و تبیین کاربرد انواع صکوک جهت توسعه زیارتی شهر مقدس قم. *فصلنامه علمی- ترویجی اقتصاد و بانکداری اسلامی*، شماره چهاردهم، ۱۳۱ - ۱۵۴.

توحیدی، محمد، حکیمیان، مهدی، احمدوند، خلیل‌اله (۱۳۹۹). بررسی و تحلیل فقهی ساختار صکوک بدون سررسید در بازار سرمایه. *دوفصلنامه علمی مطالعات اقتصاد اسلامی*، شماره اول، پیاپی ۲۶، ۳۷۱ - ۴۰۱.

توحیدی، محمد، کاوند، مجتبی، اعتصامی، امیرحسین (۱۳۹۳). طبقه‌بندی اوراق بهادار اسلامی (صکوک). *مرکز پژوهش، توسعه و مطالبات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار*، ۵۹ - ۷۷.

توحیدی، محمد، یارمحمدی، رضا (۱۳۹۸). نوع شناسی و طبقه‌بندی اوراق بهادار اسلامی (صکوک) از منظر معیارهای گوناگون. *فصلنامه علمی اقتصاد و بانکداری اسلامی*، شماره ۲۸، ۴۱ - ۷۶.

حسن‌زاده، علی، فوزمسلمیان، مسعود (۱۳۹۶). ارزیابی عملکرد بازار اوراق اسلامی صکوک در خلال بحران مالی جهان. *مجله تازه‌های اقتصاد*، ۵۴ - ۶۸.

حسینی، سیدعلی، حکمت، هانیه، کاشف، معصومه (۱۳۹۲). نقش صکوک اجاره و اوراق مشارکت در تأمین مالی شرکت‌ها. *مجله پژوهش حسابداری*، دوره دوم، ۱ - ۲۶.

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.52547/qjfep.10.39.143]

رسولی، ب. (۱۳۹۵). کارکردهای ابزار مالی اسلامی (صکوک اسلامی). *مجله حسابرس*، ۴۶ – ۵۲.

شعبانی، احمد، قلیچ، وهاب (۱۳۹۱). قابلیت اوراق بهادار اسلامی در مهار تورم به عنوان ابزار سیاستی. *نشریه اقتصاد اسلامی*، شماره ۴۳، ۱۱ – ۳۳.

صالح‌آبادی، علی، فدایی نژاد، محمد اسماعیل، جوشن، ابراهیم (۱۳۹۷). اثر انتشار صکوک بر بازده تعدیل‌شده با ریسک و ارزش معاملات سهام. *فصلنامه تحقیقات مالی* (دوره ۲۰ شماره ۴)، ۴۲۸ – ۴۴۴.

عباسیان، مریم، شرعیاتی، عباس (۱۳۹۸). ارزیابی مطلوبیت انتشار اوراق صکوک در مقایسه با سایر روش‌های تأمین مالی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار. *دومین کنفرانس بین‌المللی پژوهش‌های نوین در اقتصاد و حسابداری*. تهران.

علوی،سید یحیی (۱۳۹۰). فلسفه تحریم ربا، *دوفصلنامه تحقیقات مالی-اسلامی*، شماره ۱، ۲۵-۵۶.

علی عصار، نرگس (۱۳۹۲). بررسی انواع صکوک در بانکداری اسلامی. *مجله اقتصادی*، شماره ۴، ۲۱ – ۳۲.

مزینی، امیرحسین، قربانی، سعید، صلح‌خواه، نسرین (۱۳۹۸). مقایسه تطبیقی قابلیت‌های صکوک در تأمین مالی تجارت خارجی. *فصلنامه اقتصاد و بانکداری اسلامی*، شماره ۹، ۵۳ – ۷۶.

موسویان، س (۱۳۹۲). *ابزارهای مالی اسلامی*. تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.

موسویان، سیدعباس، پیوستی، اکبر (۱۳۹۳). آسیب شناسی انتشار صکوک اجاره در بانک های ایران. *فصلنامه پژوهش ها و سیاست های اقتصادی*(شماره ۶۹)، ۱۵۱ – ۱۷۸.

Al-musili, A. (2015). Al-Ikhtiyar li Ta'Til al-Mukhtar. *Beirut: Dar al-Fikr al-Arabi, 3*.

Chen, J. (2019, may 14). *Investopedia*. Retrieved from Dotdash publishing family: https://www.investopedia.com

Fitri, Ellias; Ramadhan, Muhammad; Muhammad, Haron Nasir; Kadir, Ahmad Firdaus; Nur Hidayah, Salim;. (2016). Perpetual Sukuk a preliminary shariah assessment. *ISRA International journal of islamic Finance, 8*, 125 - 161.

IIFM. (2018). *Sukuk Report.* International Islamic Financial Market.

Lahsana,A. Hassan, K.M and Ahmad, R. (2018). *Forward Lease Sukuk in Islamic Capital Markets.* Switzerland: Palgrave Macmillan.

Nashwa Badeeu, Fathimath, Aminath Reesha Nafiz & Aishath Muneeza. (2019). Developing Regional Healthcare Facilities in Maldives through Mudharabah

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.52547/qjfep.10.39.143]

Perpetual Sukuk. *International Journal of Management and Applied Research, 6*, 218 - 239.

Qudamah, I. (1994). Al-Kafi. Beirut: Dar al-Kutub al-IImiyyah.

Saadi, D. (2018). *ADIB raises Dh1bn through rights issue and closes $750m sukuk*. Retrieved from https://www.thenational.ae/business/banking/adib-raises-dh1bn-through-rightsissue-and-closes-750m-sukuk-1.779182 Accessed on 31 Ju

Sairally, B.S., Muhammad & Mustafa. (2013). Instruments for Meeting Capital Adequacy Requirements under Basel III: A Shariah Perspective. *ISRA Research*, 286 - 309.

Smith, L. (2019, jun 25). *perpetual-bonds-overview.* Retrieved from www.investopedia.com:

World Bank. (2015). *Basel III and Tier 1 Sukuk, World Bank Group.* Islamic Finance Development Center.

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.52547/qjfep.10.39.143]

[DOI: 10.52547/qjfep.10.39.143] [Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.52547/qjfep.10.39.143]