

## 经济发展与合作

## 当前苏库克模式特征及其运作

王永宝

**摘 要：**本文重点探析了穆斯林世界中的伊斯兰资本市场上发展最迅速的部分，即苏库克（Sukuk，即伊斯兰债券）市场。首先，笔者界定了苏库克作为专业术语所具有的特殊含义；其次，论述了苏库克的基本特点；再次，本文的第三部分论述了苏库克在其运作中出现的主要问题；最后，本文分析了苏库克在阿拉伯世界经济转型与中国“一带一路”战略中所发挥的作用。

**关键词：**苏库克；沙里亚；“一带一路”战略

**作者简介：**王永宝，西安外国语大学东方语言文化学院副教授（陕西西安 710128）。

**文章编号：**1673-5161（2014）05-0038-17 **中图分类号：**D815 **文献标识码：**A

作为资本市场，除银行的可用资金外，更突出的职能是为企业或政府提供可选择的资金渠道。其次，筹资实体进入资本市场是为达到更具实效的投资目的，通过资本市场上的各种金融工具向投资者提供流动资金，并使其在次级市场上进行交易，无疑将有效促进国内外的经济发展。因此，自上世纪九十年代末起，在整个穆斯林世界，尤其是阿拉伯世界，伊斯兰金融体系便从营运商业银行开始，逐渐进军国内外资本市场，最终形成独具风格的伊斯兰资本市场。目前，在该市场上最活跃的金融工具是通常被业界、学界称为“伊斯兰债券”的苏库克（Sukuk）。

根据汤森路透·扎维亚公司的报告，截至2013年第三季度末，发行规模为797亿美元的苏库克，与2012年同期1,090亿美元的发行量相比，则出现了

---

鉴于国际业界与学界都使用阿拉伯语“Sukuk”的音译“苏库克”来表示伊斯兰债券，因此本文只采用其音译，即“苏库克”。

<http://www.zawya.com/files/islamic-reports/tr-sukuk-perceptions-and-forecast-2014.pdf>, p. 13, 2014-5-2.

大幅下降，原因首先在于缺乏大宗交易，其次是美联储降低了对其债券的购买量，致使市场对固定收益市场产生了担心。而根据马来西亚国际伊斯兰金融中心 2014 年 1 月 29 日的报告显示，截至 2013 年底，全球苏库克市场的发行规模再次突破了 1,000 亿美元的大关，发行总额为 1,197 亿美元，其中 2013 年第四季度的发行量为 367.3 亿美元，比第三季度 218 亿美元的发行量高出了 149 亿美元，其主要原因是全球苏库克市场上出现了新动力，或者说是由于受到了一些国家和地区政府公告的催化作用，从而点燃了该季度的上升势头，首当其冲的是英国，其次是香港、南非、卢森堡、法国、土耳其、阿曼、肯尼亚，以及爱尔兰等。

另据科威特金融公司的报告显示，2014 年第一季度，全球主要苏库克市场的发行活动仍持温和状态，该季度的发行总量为 311.4 亿美元，与 2013 年第四季度的发行量相比，下降了 15.2%，主要原因在于海合会国家今年对国内苏库克市场持保守态度。但这很可能会成为中国发展苏库克的最佳时机，因为“伊斯兰金融和石油美元已将投资目光锁定以中国大陆为主的亚太地区，中国政府及金融界对伊斯兰金融的关注度也日益提高”。此外，中国目前的经济战略体现在扩大内陆、沿边和向西开放方面，并与包括伊斯兰国家在内的亚欧大陆国家加强合作、扩大相互开放，正成为中国对外合作的新重点和新亮点。同时，中国“向西开放”与“丝绸之路经济带”和“二十一世纪海上丝绸之路”（简称“一带一路”）战略与中东国家以及整个伊斯兰世界“向东看”的趋向遥相呼应，通过双、多边和多元化合作，形成世界上一个全新的创富地带。有鉴于此，中国发行苏库克将吸引并集中阿拉伯国家乃至整个伊斯兰世界的庞大闲置资金，使其投入到中国和“一带一路”相关国家的实体产业和现代服务业中，从而将进一步促进国内外实体经济的转型和繁荣。

## 一、苏库克的定义

在当今全球资本市场上，业界与学界通常以阿拉伯语单词苏库克为专业术语来指“伊斯兰债券”。从字面意思来看，苏库克是指证书，因此有些学者认为，

---

<http://www.mifc.com/index.php?ch=28&pg=72&ac=65&bb=uploadpdf>, p. 9, 2014-5-2.

<http://www.kfhresearch.com/product/global-sukuk-report-1q2014>, p. 1, 2014-5-2.

姜英梅：《伊斯兰金融全球化发展及其在中国的发展前景》，载《西亚非洲》2014 年第 2 期，第 57-58 页。

万季飞：《中国向西开放是长期战略》，载《人民日报海外版》，[http://opinion.china.com.cn/opinion\\_27\\_43027.html](http://opinion.china.com.cn/opinion_27_43027.html), 2014-01-12。

苏库克是在贸易或其他商业活动中代表金融义务的有效凭证，而其他学者则认为，苏库克类似于资产或商业投资中的信用证。为了更清晰地认识苏库克，本文将通过以下三个权威伊斯兰金融机构对其给予的定义做出诠释。

(一) 伊斯兰金融机构会计和审计组织(AAOIFI),在其 2010 年出版的“沙里亚标准”中,苏库克是指:“在有形资产的所有权、使用权、服务、特定项目的资产或特殊投资活动中,代表未分割股份具有同等价值的凭证。”

(二) 伊斯兰金融服务委员会(IFSB),在其 2012 年制定的“资本充足性标准”中,把苏库克界定为:“在原生资产(实物资产)未分割的部分中,代表持有人享有比例性所有权的凭证,持有人享有该资产的所有权利和义务”。而在其修订版的草案中,苏库克的定义则重新被界定为:“在有形和无形的资产、货币资产、使用权、服务、债务,或者主要有形资产池,或者合资经营(如盈亏分摊和股本参与类型)中,每个苏库克都代表未分割的比例性所有权。”

(三) 马来西亚证券委员会(SC),在其 2004 年制定的“伊斯兰证券准则”中,对苏库克的界定是:“代表资产价值的文件或证书。”但在其 2011 和 2012 年修订的苏库克准则中,苏库克的定义为“在经沙里亚监督委员会核准,并应用沙里亚原则和理念的资产中,证明未分割的所有权或投资具有相等价值的证书。”

比较而言,在上述定义中,马来西亚证券委员会 2004 年对苏库克所下的定义外延最宽泛。但与其他两个机构相比,此定义与传统证券所具有的含义没有任何区别,并且完全有别于伊斯兰法律框架下的苏库克。因为在 AAOIFI 和 IFSB 看来,金融资产(如应收款项)不具备可贸易性苏库克(实体资产)的基

---

Kamil, W. A., *Introduction to Sukuk. In R. Ratings, Malaysian Sukuk Market Handbook - Your Guide to the Malaysian Islamic Capital Market*, Kuala Lumpur: RAM Rating, 2008, pp. 21-49.

International Shari'ah Research Academy for Islamic Finance (ISRA), *Islamic Financial System: Principles & Operations*. Malaysia: ISRA, 2011, p. 390.

“沙里亚标准”是总部设在巴林王国的伊斯兰金融会计和审计组织(简称:AAOIFI)为响应伊斯兰银行,以及其他伊斯兰金融机构对于从业审计的需求,于 2010 年正式制定并出版发行了 70 项符合“沙里亚”法的从业标准。该“标准”分为阿拉伯语和英语两个版本,前者正文共计 575 页,后者正文共计 755 页,两者具有同等法律效力。See: Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions – AAOIFI, *SHARI'A STANDARDS FOR ISLAMIC FINANCIAL INSTITUTIONS*, 2010, Bahrain: AAOIFI.

Ibid., p. 307.

Islamic Financial Services Board – IFSB, *REVISED CAPITAL ADEQUACY STANDARD FOR INSTITUTIONS OFFERING ISLAMIC FINANCIAL SERVICES*, Malaysia: IFSB, 2012, p. 99.

Securities Commission Malaysia (SC), *Guideline on the Offering of Islamic Securities*, 2004, p. A-4.

Ibid., *Islamic Securities Guideline (Sukuk Guideline)*, 2011, p. 5 and *Guidelines on Sukuk*, 2012, p. 5.

本要素。为与国际接轨，SC 于 2011 和 2012 年对苏库克的定义进行了修订。因此在上述定义（二）中，可清楚看到 IFSB 的修订本丰富了苏库克的内涵，并对其种类和经营范围进行了细化。而在定义（一）中，AAOIFI 则给苏库克添加了另一种属性，即投资，其目的在于区别股票和贷款性债券。也许这种限定认为股票代表股份公司具有永久的所有权、无时间限制，并且通常在某个时间内不会被消耗。而苏库克则代表项目的资产或投资活动，有时间限制、可消耗。换句话说，投资性苏库克是指在一定时期内对某个项目的投资，而股票则代表的是公司或项目的永久所有权。此外，值得注意的是，苏库克有时也被一些业内人士称为“资产基础性工具”(Asset-Based Instruments)；此术语严格限定了苏库克不是借贷，而是与实物资产紧密相连。因此，术语“资产基础性”苏库克应当与术语“资产担保或支撑性”(Asset-Backed)苏库克区别开来。

## 二、苏库克的特点

在伊斯兰资本市场上，虽然苏库克的种类繁多，但都以符合沙里亚原则的各种合约为基础。目前发行的各种苏库克，无论是政府型还是公司类的，使用最频繁的合约有：成本加价 (Murabahah)，股本参与 (Musharakah)，盈亏分摊 (Mudharabah)，租赁 (Ijarah)，远期价格销售 (Bay' Bithaman Ajil - BBA)，期货 (Salam)，订制生产 (Istisna')，以及代理 (Wakalah) 等合约。毋庸置疑，苏库克的出现某种程度上填补了全球资本市场上的空白。因而使穆斯林能将闲置资金投向符合沙里亚要求的证券类产品，以平衡投资组合。从广义角度来讲，苏库克与传统债券具有许多共同的特点，例如契约性、优先性、偿还性、流通性、安全性和收益性等；但从狭义角度来看，由于苏库克是资产基础性证券，属于非债务性工具，因此其所有权体现于有形资产和该资产的用益，具体的项目和服务，以及企业或合资企业等。具体而言，苏库克的基本特点可总结如下：

1. 苏库克在具有预期收益的实物资产所有权中代表普通股份；
2. 以苏库克作为代表的实物资产可以是有形或无形资产、用益权或服务，也可以是多个专用于特定投资资产的混合；
3. 发行的苏库克不能够代表发行人的债务，因此苏库克不是对发行人提供的贷款。但是苏库克持有者的所有权可以以等量的现金把商品转换为债务，例

---

Kahf, Monzer. *Asasiyyat al-Tamwil al-Islami*. Malaysia: ISRA, 2011, pp. 242-243.

SC. *Malaysian Debt Securities and Sukuk Market: A Guide for Issuers & Investors*, 2009, pp. 34-38; Kahf, pp. 237-242.

Kahf, Monzer. (2011). *Asasiyyat al-Tamwil al-Islami*. Malaysia: ISRA. pp. 244-245.

如成本加价型，或者以现金形式转换为特定的债务，例如期货型；

4. 苏库克的发行必须以沙里亚合约为基础；

5. 根据沙里亚不同合约的特点、条件和要求，苏库克的收益有时可以是固定的，有时也可以为可变的；

6. 鉴于苏库克所代表的是实物资产，因此也同样具有实物资产所潜在的所有风险，而这些资产的风险责任，则应该由苏库克持有人自己承担；

7. 苏库克的交易应该服从于其所代表的资产的性质。根据沙里亚合约的变迁，这些资产可以发生变化，如在成本加价、期货和订制生产型合约下的苏库克，或根据投资的性质来决定，如代理投资型（Istithmar bi al-Wakalah）。此时，资产的更迭则取决于苏库克交易的条件；

8. 苏库克的发行与发行国家的法律相适应，并且根据本地和国际证券交易所的相关规定进行注册登记。

此外，虽然苏库克的结构也必须符合沙里亚合约的基本要求，但是这并不表示这些合约只适用于苏库克，而是亦可应用于伊斯兰银行、金融理财、货币市场、伊斯兰保险等其他金融领域。从沙里亚的观点来看，对合约的选择并不存在优选性，因此苏库克发行机构除了满足沙里亚的条件之外，也可根据特定因素选择适宜的合约。在特定因素中，发行者首先应当考虑发行苏库克的经济目的、资产的可用性、公司的债务情况，以及法律架构等，因此对其分类无需拘泥于某个合约的类型。苏库克的类型也可考虑不同的发行对象，如公司和政府，亦可考虑苏库克的其他特点，如可交换/可转换性、次级、资产支撑性、钉住结构型、项目融资型苏库克等。而在公司类苏库克中，可考虑发行成本加价和租赁等类型的苏库克；同样，在可转换性苏库克中，亦可应用盈亏分摊和股本参与等基础合约来发行相关苏库克。实际上，苏库克作为政府和企业一种对外融资的手段，在中世纪时的穆斯林世界就已经得到了广泛应用。当今伊斯兰资本市场上的苏库克种类繁多，其结构也日趋复杂，这是为了不断降低风险系数，对不同现金流量进行配置，以及现金流量状况依赖于项目收益而导致的结果。因此，近期内发行的苏库克都把收益与商品价格联系在一起。同时，在市场上也出现了一些嵌入式期权的苏库克。这些期权既可以被看作是标的资产的看涨期权（认购期权），也可以是特殊目的机构（受托人）该资产的认沽期

---

嵌入式期权(Embedded Option)是指在其他金融工具上“嵌入”一个选择权，而不一定是一个完整的期权工具。这种嵌有“期权”的创新金融工具有时也称“期权混合”(Option Hybrid)。

看涨期权(Call Option)是指在协议规定的有效期内协议持有人按规定价格和数量购进股票的权利。

特殊目的机构(Special Purpose Vehicle - SPV)，其职能是购买、包装证券化资产和以此为基础发行资产化证券，是指接受发起人的资产组合，并发行以此为基础的证券的特殊实体。

权（出售期权）。在操作中，嵌入式选项使受托人能代表苏库克持有人行使认沽，以行权价格把标的资产销售给发行人，然而苏库克持有人只想在行使认沽有利于自己时，即在找到一个愿意付出更多的第三方时，他们才希望受托人这样做。因此，具有嵌入式认沽期权的苏库克没有保证，然而苏库克中的嵌入式期权会使发行人能够克服沙里亚学者担心的现金流量中的收益固定性问题。

### 三、苏库克在实际运作中出现的问题

#### （一）苏库克与沙里亚

在销售基础型苏库克中，通常有四种符合沙里亚原则的合约结构可以得到应用，即远期价格、成本加价、期货和订制生产。虽然这些合约的理念属于实物商品销售交易，但是“远期价格销售”其实是一种延期付款交易，即大部分货款在交货后若干期限内分期摊付。具体而言，某商品的需求者（甲方）因无能力支付全部货款，所以寻求金融机构（乙方）的帮助，在合同签订后，乙方替甲方支付购买所需商品的全部金额，而且在购买时甲方完全了解该商品的市场价（购买价）。其后由乙方以另一价格（即远期价格）把商品卖给甲方，此时的乙方既是买方又是卖方。在交易中，甲方可预支一部分货款，其余大部分货款按照合约分期支付或在议定的未来日期一次性全额支付，货物所有权一般也在交货时得到转移。虽然这种交易方式被称之为销售，却有借贷加利息的嫌疑，因此这种模式下的各种交易受到了来自大多数穆斯林法学家的谴责，其市场也只局限于东南亚一些穆斯林国家，如马来西亚、印度尼西亚和文莱等。显然现货即期销售价通常要比延期销售价低，所以在一级市场上，远期价格的苏库克实际上是‘售出并买入结构’，是一种称为“现金销售”（Bay' al-'Inah）的交易。在区域性伊斯兰资本市场中（小部分穆斯林国家），现金销售要求顾客实际拥有资产，以便售出并买入。如果顾客（发行人）不拥有发行苏库克所需的资产，那么他们将尽量从母公司或子公司那里以临时拥有的形式获得所需资产。通常的操作方式是发行人的母公司（或者子公司）通过馈赠（Hibah）合约的方式向发行人提供所需资产，然后由发行人售出并买入该资产。此后由发行人通过另一个“馈赠合约”使该资产物归原主。值得注意的是，在此模式下的交易实际上只存在着甲乙买卖双方，即顾客与金融机构。

---

认沽期权（Put Option），又称出售期权或看跌期权，是指期权的购买者拥有在期权合约有效期内按执行价格卖出一定数量标的物的权利。

嵌入式认沽期权是指在某个金融工具上嵌入一个出售选择权，以使期权的购买者拥有权利在期权合约有效期内按执行价格卖出一定数量标的物。

Bacha, O., *Financial Derivatives: Markets and Applications in Malaysia*, Malaysia: McGraw, 2012, p. 397.

从伊斯兰法学的角度来讲，只有沙斐仪和扎西里（Dhahiri）法学派允许这种模式的销售交易，而其他法学派的观点则是禁止，原因就在于这种模式是借贷并支付利息的另一种表现形式。虽然马来西亚证券委员会 SC 下属的沙里亚顾问委员会采纳了沙斐仪法学派的观点，并在伊斯兰资本市场上（马来西亚及周边穆斯林国家）应用现金销售模式制定了相关的金融工具。但在国际市场上，大部分穆斯林国家并不认可这种金融工具。作为替代，伊斯兰合作组织（OIC）下设的伊斯兰法学研究学会（OICFA）提出了货币融资（Tawarruq）模式。该模式要求甲乙丙三方签订两份独立的销售合约，并且通常应用于“商品成本加价协定”（Commodity Murabahah Arrangement）之中。在此交易中，投资者（甲方）以现货即期销售价购买商品，并以延期销售价（Murabahah）把该商品卖给顾客（发行人，即乙方）。然后发行人再以现货即期价，把该商品出售给第三方（丙方，即商品经纪人）。

在现金销售和货币融资两种结构下，持有人只有在苏库克发行时才拥有相关资产（实物），而在该资产出售后，持有人则不再具有所有权。相反，他们所拥有的只是发行人所欠的债务。鉴于这两种结构下的苏库克都具有“债务”的性质，因此被列入债务销售的范围之内。根据沙里亚禁止利息的相关规定，债务不可当作商品在市场上交易，所以除马来西亚等个别穆斯林国家之外，其他穆斯林国家（特别是中东国家）都禁止在次级市场上销售这两种类型的苏库克。对照而言，马立克和沙斐仪法学派的古典法学家们认为可以把债务销售给第三方，但必须符合严格的条件。此外，当代穆斯林法学家也认为只要不存在利息和欺诈行为，那么债务可被出售给第三方。但由于禁止利息，因此以贴现（折扣）方式把债务销售给第三方则属于非法行为。鉴此，OICFA 提出在销售这种债务时必须是以等值的现金形式进行交换。

为了赢得全球伊斯兰资本市场的认可，马来西亚国家抵押股份公司于 2010 年成功发行了 10 亿令吉（马来西亚货币）的信托投资性苏库克（ALIm）。由于这种苏库克结合了马来西亚和中东国家符合沙里亚各种条件的特点，从而被学者们看作是伊斯兰资本市场的一次创新。其结构的独特之处体现在两个步骤上，即产权投资和商品贸易。首先，为了解决在二级市场上的可交易性问题，要求把 50% 以上的有形资产（不动产权）与商品交易产生的应收款项混合在一起。其次，通过明文确定的信托职能来规定交易结构中每个参与方的角色，这样就避免了其他苏库克结构中出现的一些常见问题，如售出并买入（Bay' al-'Inah）和债务交易（Bay' al-Dayn）。在该公司发行的苏库克中，也包含真实的商品贸易，以此避免多方交易者之间的“预先安排性融资”等。由于这两个步骤的应

---

OIC Fiqh Academy 认为，Tawarruq Munazzam 等同于 Bay' al-'Inah，因此属于不符合沙里亚的交易。

用，使该公司发行的苏库克赢得了国际市场的广泛认可。此外，在许多发行的资产性苏库克结构中都可以见到应用流动资金工具与奖励机制。至于资本的确定性，按面值的无条件购买承诺则用于实现预期的效果。无论企业项目的业绩如何，“无条件”是指如果投资者行使合约中的“购买承诺”权，债务人将必须回购合资企业中的资产或权益。而对于这些“无条件购买承诺”来说，触发价格也经常包括违约行为。但在资产支撑性苏库克中，要么没有购买承诺，要么购买承诺是条件性的。“条件性的购买承诺”意味着只有当企业项目处于执行状态时，该“权利”才可以得到行使。

在 2007 年 11 月，AAOIFI 沙里亚委员会时任主席穆罕默德·塔基·奥斯曼尼对上述合资基础型（权益性）苏库克（EBS）中的流动资金工具和按面值购买承诺提出了质疑。随后于 2012 年 2 月，AAOIFI 正式声明重新修改其沙里亚标准。该声明除强调流通的苏库克必须代表有形资产，或附加应收款项的有形资产外，还明确强调在合资型（即由股本参与、盈亏分摊和代理合约构成的权益性）苏库克中应用“流动资金工具”和“购买承诺”时必须遵从“参数”。根据 AAOIFI 颁布的“沙里亚标准”，由于“流动资金工具”实际上是向“回报”提供担保，因此“流动资金工具”和“按面值购买承诺”的使用与“权益性苏库克”的性质是相矛盾的。但在实际操作中，AAOIFI 却又允许利用储备来管理收入中所出现的波动，这也可能是无奈之举。至于“按面值购买承诺”，其实是对投资者提供保证，使其资本不至受损，因为在发行苏库克时，债务人承诺以其面值从持有人手中购回资产，实际上是在保证苏库克持有人投入本金/资本将不受损失。因此，对于“权益性苏库克”来说，AAOIFI 只允许以资产的净价值（市场价值、公允价值、同意的未来市场价值）对“购买承诺”进行定价。第三，该声明明确指出，“权益性苏库克”使用租赁型投资组合作为基础资产时，在保留租金价值的情况下，允许应用“购买承诺”，并且允许以面值价格为“购买承诺”定价。

比较而言，销售与租赁基础型工具不同于合资基础型工具，因为后者并不要求资产的实际存在。换句话说，投资者不需要从债务人那里购买资产，而只需提供资金。因此，资金流动工具和按面值的购买承诺使“权益性苏库克”几乎等同于传统债券。这正是 AAOIFI 做出上述声明的实际理由，这也是为什么“权益性苏库克”应用租赁型投资组合作为基础资产的原因，或者说租赁型苏

---

巴基斯坦当代伊斯兰教法说明官，AAOIFI 沙里亚委员会前任主席，伊斯兰法律与经济专家。

Usmani, Muhammad Taqi, *Sukuk and Their contemporary Application*. Retrieved December 20th, 2008. <http://www.kantakji.com/fiqh/Files/Markets/f213.pdf>. pp. 9-12, 2014-5-15.

AAOIFI Sukuk Pronouncement, December 2008, from AAOIFI: <http://www.aaofi.com>, 2014-5-15.

AAOIFI, *Shrai'a Standard*, pp. 3-7.

库克在发行时要求确定资产必须存在，并且购买承诺的参数相对而言也较为宽松。值得注意的是，在伊斯兰金融风险管理中，有一种风险叫“必要”风险，该风险伴随着所有商业交易而无一例外。沙里亚要求利润的获取者（买卖双方）在交易时必须承担这种风险。在伊斯兰经济活动中，关于回报和风险，有两个著名的法律格言，其一是“祸兮福所倚”（*al-ghunm bil al-ghurm*）。这一法律格言，把利润的获取权利与亏损的责任承担紧密地联系在一起，并且通常作为“利润共享，风险分担”融资工具的优先权。第二，“回报与责任并存”（*ak-kharaj bi al-daman*），即任何回报都应当伴随着责任。这一法律格言主张，享受资产或物体利益的一方应当承担资产所有权的风险。虽然该格言把回报与资产所有权的风险联系在一起，但不一定与“利润分享、风险共担”类型的合约有关联，而只为了适用于销售和租赁合同。例如在销售交易中，卖方必须承担销售物品的所有风险，在租赁型合约中，租赁者（出租方）必须为租出的资产（房屋、土地等）负全责。至于 AAOIFI 就“权益性苏库克”使用“购买承诺”所提出的质疑，有些穆斯林学者持不同观点，即允许“权益性苏库克”应用“按面值购买承诺”，他们认为“购买承诺”只是单纯的许诺，并不是具有约束力的合约，因此这种“许诺”不能一概而论地解释为“担保条款”。

在 AAOIFI 发布上述声明之后，“权益性苏库克”的发行规模锐减，尤其在 2007 至 2008 年之间，从原来的 75% 下降为 36%。因此，在全球苏库克市场上发行的苏库克即便有购买承诺和流动资金工具特征，投资者与发起方宁可选择租赁型苏库克，主要原因在于后者出现的争议较少，经济效益也高于前者。然而在有些发起者看来，即便存在着 AAOIFI 上述声明中所涉及的问题，但资金流动工具仍非常容易管理。实际上，对那些希望遵守 AAOIFI 沙里亚标准的号召者和市场竞争者来说，上述问题是所要面临的挑战。当然，不是所有的穆斯林法学家和市场竞争者都希望遵从 AAOIFI 所制定的沙里亚标准，因此全球苏库克市场上有一部分从业者采纳了不同的观点，并继续应用购买承诺来发行权益性苏库克。其次，在权益性苏库克中，提供购买承诺意味着在特殊情况下，

---

The Mejelle, *Majallah El-Ahkam-i-Adliya and A Complete Code on Islamic Civil Law*, Trans. by C. R. Tyser, B.A.L., D. G Demetriades and Ismail H. E., KL: The Other Press, 2007, Article 87, p. 14.

Ibid, Article 85, p. 14.

ISRA., p. 555.

Damak, M., Volland, E., Maheshwari, R., “Sukuk Market Declined Sharply in 2008 But Long-Term Prospects Remain Strong: Standard & Poor’s,” 2009. See: [www.scribd.com/doc/91829179](http://www.scribd.com/doc/91829179), 2014-5-16.

Al-Masr, R. Y., “The Binding Unilateral Promise (wa’d) in Islamic Banking Operations: Is it Permissible for a Unilateral Promise (wa’d) to be Binding as an Alternative to a Proscribed Contract?” *Journal of King Abdul Aziz University*, no. 15 (2002), pp. 29-33.

债务人将来不仅必须偿还本金，而且还要偿付已产生单位支付的利润，因为对于购买承诺行权价格的界定是：尚未偿付的本金+已产生但未支付的利润。此外，苏库克持有者在解约情况下能够唯一诉诸的权利只是购买承诺，而非资产本身，因为他们无权处理资产。换句话说，购买承诺为他们提供追索债务人的权利，但不是资产。实际上，这是一种保障形式，因为无论投资项目的业绩如何，苏库克持有者都有保障获得本金和预期的回报，而且在沙里亚销售型合约中，对于买卖双方中的一方（单方面）提供承诺，穆斯林法学家也持有不同的观点，除马立克法学派外，大部分法学家都认为履行承诺是可嘉行为，但不具法律约束力。同时，有些当代穆斯林法学家（如塔基等）也认为，在销售型合约中，例如加价销售合约和订制生产，单方面的承诺具有法律约束力。

## （二）债务与权益

在伊斯兰资本市场上，发起人与投资者除强调沙里亚标准外，对市场和商业目的也给予高度重视，因此分清苏库克是属于债务工具，还是权益工具，将对其市场起到极大的影响。就发行人而言，在发行苏库克时，不一定会完全致力于股本的筹集，通常的做法是为自己的企业构建一个更高效的资本结构而筹集债权资本。但从投资人的角度来讲，其投资理念也将决定投资方向。

目前，大部分苏库克都由寻求固定收益工具的机构类投资者购买。这些投资者不一定愿意把自己置身于资产风险（如租赁型苏库克中的标的资产），或发行人的业务风险（如权益性苏库克），但他们却又对资产抵押的理念和做法表示欢迎，以便能够保障自己的债权。就监管环节而言，如果监管机构不积极，那么发行苏库克对于发行人和投资者都可能产生额外的费用，如租赁型苏库克中的标的资产销售是否将产生转让税？该苏库克持有人的收益税收又如何？是以债务工具中的收益为基础来征税还是以股权的红利为标准？尽管穆斯林法学家们有时所允许的苏库克金融票据通常反映出的是债务工具，但可被看作是股权工具。就此而言，东卡梅隆股本参与型苏库克（ECSM）可以说是最佳案例。从沙里亚的角度来看，该苏库克属于具有股权类型的苏库克，然而假如是这样的话，那么在苏库克产生收益和赎回时，投资者必须支付30%的预扣税。因此，美国著名的沙里亚学者优素福·塔拉里·德劳仁祖（Yusuf Talal DeLorenzo）认为，面对美国联邦所得税，该苏库克应被看作是债务证券，这样投资者就不会面临双重税收。由此可知，在许多国家，苏库克市场发展受限的主要原因在于税收法存在着没有容纳伊斯兰金融的立法问题。因此，任何想要进入苏库克市场的国家应首先考虑是否可使税收以及其他相关立法更具灵活性。例如马来西

---

Shabnam Mokhtar, *A Synthesis of Shari'ah Issues and Market Challenges in the Application of Wa'd in Equity-Based Sukuk*, Kuala Lumpur: ISRA, 2009, pp. 139-144.

INCEIF, *Shari'ah Issues in Islamic Finance*, Kuala Lumpur: INCEIF, 2011, Unit 2, pp. 12-15.

亚，可以说是全球苏库克最大的发行国，为发展苏库克市场曾多次修改税收法规，并实施了税收中性政策。此外，对于苏库克税收问题，英国也颁布了相关的灵活法规，把苏库克视为债务工具来征税。

苏库克在当今次级市场上的交易比较有限，大部分的投资者在购买苏库克之后，都愿意保留其持有权直至到期。虽然沙里亚相关规定是确定苏库克次级市场交易的主要筛选标准，但是还有其他市场因素也影响苏库克是否能在次级市场上进行实际交易。业内人士对此经常提及的原因之一是需求大于供给，或者说是由于供给不足而造成苏库克次级市场发展迟缓。这就是为什么在大多数情况下，每种苏库克在发行之后，往往都会出现超额订购现象。这种超额订购现象不仅体现在以政府名义发行的主权苏库克上（如巴林中央银行和马来西亚政府发行的苏库克），而且由知名公司发行的苏库克也是如此。总之除了苏库克交易中的沙里亚规定外，其他因素对苏库克也产生了不容忽视的影响，如苏库克在市场上的发行规模、频率，投资者的类型（如零售型机构），风险偏好，以及交易平台等。因此，研究这些因素，对于苏库克的发展能起促进推动作用。

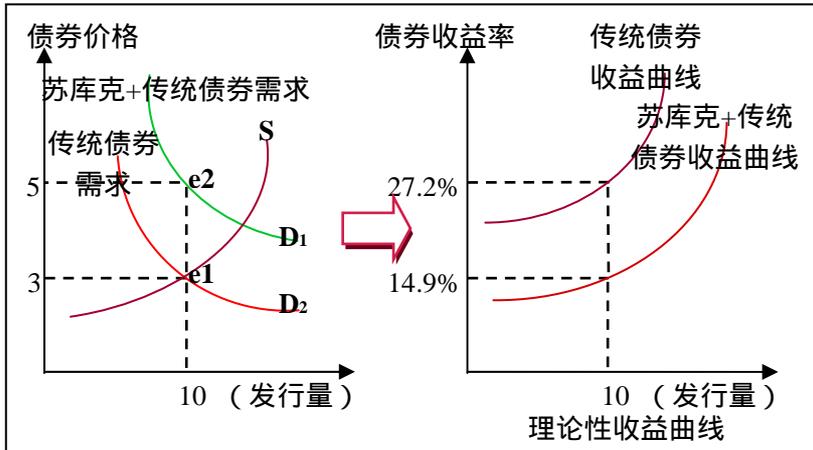
### （三）苏库克的定价

目前苏库克被看作是债务工具。因此，投资者通常会以某个通用的基准作为收益基础。在国际苏库克交易中，伦敦银行同业拆放利率是许多交易方经常应用的基准。有时马来西亚及周边国家，也会使用吉隆坡银行同业拆放利率及新加坡银行同业拆放利率，但近年来由于后两个利率的基点比较低，所以苏库克交易者都愿意选择前者。其次由于目前苏库克市场上还没有适当、统一的替代基准，所以对于使用传统利率作为市场习惯，沙里亚学者不持反对立场。然而，他们虽接受上述基准，却不允许用其污染（损坏）资产支撑性合约（的结构），因此上述基准仅是获得商议价格的参考而已。与传统债券一样，苏库克的定价也会受到许多其他因素的影响。例如，发行人反映在评级结果上的风险与占有权，是影响苏库克发行人发行成本最常见的两种因素，因为由此而产生的成本是由发行人来承担。其三，流动性溢价或许会被用来决定发行人需要缴纳的保证金金额。一般来说，流动性工具越多，享受到的流动性溢价就更薄（即较小的买卖差价），这对发行人来说将面临更严格的定价。其四，供给与需求对于苏库克的定价也起到了至关重要的作用，因此可以用供需曲线来进一步说明：

---

资料来源：Abdul Ghani, Badlisyah. & Hussain, Shamsun A., *The Key Driver of Islamic Finance - Supply and Demand*, *Islamic Finance Review*, ed. Lisa Paul, England: Euromoney Institutional Investors, 2009, p. 6.

图 1：苏库克定价供需曲线



通过上图不难看出需求如何影响发行人。理论上讲，如果发行人发行的是苏库克，其优势首先是获得更为广泛的投资者群体，因为穆斯林和传统投资者都可以购买苏库克。对照而言，只有传统投资者才购买传统债券。假设发行者发行的是零息债券或苏库克（无定期分配、不支付固定或浮动利息、既无贴现，也无付息），债券或苏库克到期时，所有利润将一次性付清。通常，零息债券/苏库克按票面进行大幅折扣出售；到期时，利润与购买价格相加之和便是该债券/苏库克的面值。也就是说与面值比较，发行者将获得较少的收入。因此，发行人在发行时，不妨可以比较一下传统债券与苏库克在发行后的收益情况。假设发行人发行的五年零息债券为 100 亿美元，那么在上图中，左边显示的图形说明，如果发行人进入的是传统债券市场，那么发行人将只能得到 30 亿美元的收益，但如果发行人选择的是苏库克市场，那么将会获得 50 亿美元的收益，因为对后者的需求者是传统和穆斯林投资者两个群体。虽然在到期时，传统债券与苏库克所支付的金额都是 100 亿美元，但是在苏库克市场上，筹集到的金额将远远超过传统债券市场。其次，如果从债券的收益率角度来看（上图中的右边图形），传统债券与苏库克相比，前者发行人所支付的收益（即 27.2%）远远超过了后者发行人所支付的收益（即 14.9%）。

在实践中，以马来西亚为例，苏库克发行人根据所受评级支付 3 至 20 个基点，但如果发行传统债券，则需支付更高的基点。对照而言，这种情况在国际苏库克市场上则不尽然，因为假如发行人想要在国际市场上发行苏库克，就可能要支付 20 至 50 个基点。一些业内人士因此认为全球苏库克市场上的这种现

资料来源：Abdul Ghani, Badlisyah. & Hussain, Shamsun A., *The Key Driver of Islamic Finance - Supply and Demand*, *Islamic Finance Review*, ed. Lisa Paul, England: Euromoney Institutional Investors, 2009, p. 6.

象是由于扭曲需求造成的,即通过“商品成本加价销售型货币融资”(Commodity Murabahah Tawarruq)造成了“伊斯兰资金泄漏”的扭曲需求。此外,在国际市场上,伊斯兰银行以货币融资的形式把多余的资金存入传统银行。由于没有任何监管制度要求传统银行必须把这些资金用于对符合沙里亚资产的投资,所以传统银行会利用这些资金投资于任何自己认为适当的项目,但该投资项目不一定符合沙里亚的投资要求。换句话说,这些“伊斯兰存款”可能被用来追逐非伊斯兰资产,因此被业界称为“泄漏”。实际上,这一因素导致了投资者对苏库克的需求,因为传统银行在收取这些存款之后并不一定用来投资苏库克,而且伊斯兰银行也没有把多余的现金用来购买苏库克,而是将其置于货币融资之中。但在马来西亚,泄漏是不可能的,因为在相关监管制度下,如果传统银行收取了来自伊斯兰银行或穆斯林投资者的资金,那么该资金就必须只能用于投资符合沙里亚的项目。这一点保障了对于伊斯兰资产的真实需求,因为该监管制度首先确保了伊斯兰资产不会被“扭曲”,而且也反映出了苏库克的良好定价。

最后,传统债券的定价是以未来现金流量的现值来计算。此债券的现金流量是定期利息的支付和本金的赎回(无论是在到期日或以摊销的方式)。分析目前苏库克的定价标准,就会发现它也涉及了本金的利润支付和赎回。就此而言,传统债券的定价公式也可以应用于苏库克。以传统零息债券为例,该债券属于折让型证券,在整个借款的年期内不支付任何利息(息票),并按到期日赎回的面值的折让价买入。买入价与到期日赎回的面值之间的价差便是资本增值。截至目前,根据苏库克各种独特的结构和组成部分,虽然在理论上要对其拿出不同的估值是有可能的,然而,对于投资者来讲,他们则宁愿停留在这个阶段,即以传统债券的估值公式来对苏库克定价。

## 四、苏库克在阿拉伯世界经济转型与中国 “一带一路”战略中发挥的作用

随着伊斯兰世界的一些国家自上世纪陆续加入世贸组织起,就已经步入了经济转型期。在经济体系国际化和全球化的背景下,中东、东南亚、北非和西亚等伊斯兰国家在自身的经济转型中都面临着前所未有的机遇和挑战。由于各国国情不同,加之对沙里亚精神的理解和解释存在差异,这些国家目前在金融领域所面临的主要改革问题是伊斯兰金融制度、金融技术及服务的自由化、国

---

Mohamad Mokhtar, S., *The Relationship Between Leakage in Commodity Murabaha and Sukuk Pricing*, Kuala Lumpur: ISRA Bulletin, 2008, pp. 7-8.

Bond Pricing Agency Malaysia, <http://www.bpam.com.my/>, 2014-5-18.

际化、数据处理和快速交易的发展等多项内容。从政治转型方面来讲,中东地区自 2011 年发生剧变后已步入深水区,而且剧变后的格局再次出现紊乱状态,使“新中东”加快了“旧秩序”的恢复,并且该地区某些国家的持续动荡,导致某些大国,如美国和俄罗斯对该地区的战略产生了新的部署,同时导致出现了更为复杂的博弈态势。然而在中东政治发生剧变之后,阿拉伯国家,尤其是海合会国家,采取了有效的改革措施应对危机,维护了该地区的稳定,促进了经济的发展。值得一提的是,据安永会计事务所的报告,2013 年全球伊斯兰金融资产超过了 1.7 万亿美元,估计 2018 年将达到 2 万亿美元,而 2006~2013 年的年均增长率是 16.4%。在国际金融危机、欧债危机致使西方银行执行紧缩资金政策的同时,整个伊斯兰世界都在寻求新的投资方和融资方式,这进一步刺激了苏库克市场,从而出现了持续增长的态势。而对于伊斯兰国家来说,中国是最具吸引力的市场。在上述背景下,中国近年来采取了积极拓展和合作的对外经贸政策。通过东联西引、东进西出,迎合伊斯兰世界经济转型发展的需求,使其与中国都能有效地参与到实际的经济建设中去。而在建设中,发挥最大作用的就是有效资本市场中的债券,苏库克作为近年来伊斯兰资本市场上最活跃、发展最迅速的金融工具,是中国最值得掌握和驾驭的。

习近平主席在 2013 年 9 月 7 日和 10 月 3 日访问哈萨克斯坦和印度尼西亚时,先后提出共建“丝绸之路经济带”和“二十一世纪海上丝绸之路”(简称“一带一路”)的战略构想之后,备受国内外各界的高度关注和积极响应。2014 年 4 月 10 日,李克强总理在博鳌亚洲论坛开幕上的演讲中提出了规划建设孟中印缅经济走廊、中巴经济走廊(简称“两廊一区”),中方愿与相关国家一起打造中国——东盟自贸区升级版,并通过“两廊一区”的合作来进一步推动“一带一路”的建设。鉴于此,笔者试对我国发展苏库克的政策制定提出以下看法和建议。

### (一) 我国发展苏库克的可行性

自二十世纪八十年代国家财政部恢复国债发行起,我国债券市场经历了 30 多年的磨砺和考验,所取得的成就是巨大的,不仅在国内经济建设中发挥了重大作用,而且自 2003 年成为亚洲债券市场倡议的成员国后,对亚洲债券市场的

---

冯璐璐:《中东国家经济转型中的风险研究》,载《阿拉伯世界研究》2011 年第 2 期,第 43-49 页。

田文林:《转型中的中东地缘政治格局》,载《阿拉伯世界研究》2014 年第 2 期,第 16 页。

李茜:《海合会应对中东剧变的措施及其影响》,载《阿拉伯世界研究》2014 年第 2 期,第 46 页。

Ernst & Young, *World Islamic Banking Competitiveness Report 2013-14*, Nov 2013, pp. 8-16.

陈晓东:《阿拉伯世界与中国》,载《国际问题研究》,2013 年第 4 期,第 53 页。

新华社:《开放包容,携手发展谋共赢》,载《人民日报》2014 年 2 月 26 日,第 3 版。

李克强:《共同开创亚洲新未来》,载《人民日报》2014 年 4 月 11 日第 2 版。

快速发展，以及在应对金融危机冲击、实现地区经济复苏中都起到了不容忽视的积极作用。然而与发达国家相比，我国债券市场尚存在着一定差距，主要体现在规模小、品种少、市场体系不完善、市场参与者单一、债券流动性缓慢，以及相关制度不完善等方面。作为亚洲债券市场的重要组成部分，我国债券市场的持续发展和逐步开放，既是金融市场体系深化发展的必然要求，也是政府和有关部门一贯的发展思路 and 方向。在债券筹资方面，可研究推动更多的国际金融机构在境内发行人民币债券或由境内外机构发行外币债券等。因此发展苏库克，对于我国本身、亚洲乃至全球的经济建设将起到不可估量的积极作用。具体而言，可以加快推进合格的伊斯兰金融机构逐步进入国内的债券市场，同时也需进入穆斯林世界的金融债券市场，这不仅有助于丰富我国市场参与的主体类型，而且还将提高国内债券市场发展的广度与深度。目前，我国发行债券多以发行主体的信用和资产作担保，这样就天然地为中小企业发行债券设置了障碍。相对而言，苏库克更关注项目资产的可靠性，而不只是发行人的资信。通过引入苏库克，首先，可以扩大发行人的范围和发行种类，扩大我国证券市场的规模；其次，通过发行模式的创新可增强债券市场内部资金的流动性和使用效率；最后，通过沟通货币市场和资本市场，完善我国的债券期限结构。

“一带一路”的建设，一方面可以促进双、多边经济等方面的合作，另一方面也可以提升我国在国际上的影响力，这将对投资热点产生牵引作用。“一带一路”的建设和发展离不开资本市场的融资运作，发展苏库克，对我国资本市场将产生巨大的推动作用，因为在“一带一路”的优先参与方及其中枢区域，以及“两廊一区”的相关国家中，大多都是穆斯林国家。在这些国家的资本市场上，苏库克近年来对其经济建设起到了不容忽视的作用。据马来西亚伊斯兰金融中心统计，截止 2013 年年底，全球苏库克的发行总量已达 2,694.2 亿美元，其中马来西亚就占了 59%，位居市场榜首，沙特 14%，阿联酋 8%，卡塔尔 7%，印度尼西亚 5.14%，巴基斯坦、土耳其和巴林各占 2%，其他国家总体占了约 1%。同时，在“一带一路”战略中，这些国家对于联系其他相关国家将起到不可或缺的纽带作用。其次，在“上海合作组织”（简称“上合组织”）成员国中，有四个是伊斯兰国家，即哈萨克斯坦、乌兹别克斯坦、吉尔吉斯斯坦和塔吉克斯坦，中国已成为这些国家最主要的贸易伙伴。而且在该组织的观察员国和对话伙伴中，伊朗、巴基斯坦、阿富汗和土耳其都为伊斯兰国家。目前，大多伊斯兰国家在发展伊斯兰金融业务方面已先行一步，并逐渐形成了二元金融

---

时文朝：《中国债券市场发展展望》，载《金融市场研究》2010 年第 2 期，第 1-8 页。

中研网：《我国将实施全方位对外开放政策》2014 年 4 月 15 日，<http://www.chinaim.com/print/3551996.html>, 2014-5-20。

<http://www.mifc.com/index.php?ch=28&pg=72&ac=65&bb=uploadpdf>, p. 2, 2014-5-29.

体系，即伊斯兰与传统金融体系并存的局面。鉴于伊斯兰金融市场近年来出现的增长趋势，中亚四国也在积极努力打造本国内的伊斯兰金融中心，以吸引更多的投资和融资。因此，中国作为“上合组织”的领航者，已经具备发展苏库克甚至整体伊斯兰金融市场的先决条件。

### （二）我国发展苏库克的重要性

中国发展苏库克意义重大。首先，伊斯兰金融虽由六个伊斯兰国家（即卡塔尔、印度尼西亚、沙特、马来西亚、阿联酋和土耳其）主导，但从其发展趋势来看，必定会在伊斯兰合作组织国家（即 57 个成员国）中迅速普及。因此，我国在此发展趋势中应该表现出前瞻性，并在国际政治格局中及时进行自我调整和部署。其次，通过建设“一带一路”，发展具有伊斯兰金融特色的苏库克有助于推进人民币国际化，并将不断加强区域内各种文化的融合，以便最终形成互利共赢的利益共同体，促使中国和相关国家取得稳定而有效的经济大发展。具体而言，中国决策层可考虑在伊斯兰合作组织国家中发展人民币结算业务，以便逐步摆脱美元和欧元对我国金融形成的掣肘。例如阿联酋的迪拜，是阿拉伯国家经济发展最为迅速的地区，无论是双、多边贸易，工程建设，还是能源项目，都具有巨大的投资潜力。我国的一些大型银行，例如工商银行，已涉猎了该地区的金融市场，因此国内资金可以通过工行与该地区，甚至整个伊斯兰世界实现对接，并可通过苏库克进一步扩大我国人民币国际化的进程。

### （三）建议和设想

从“一带一路”战略中的中国段来看，在发展债券方面，我国与伊斯兰世界具有广泛的合作空间，这主要体现在广大的内需市场方面。在国内，例如宁夏，2011 年已被列入国家 18 个重点开发区之一后，许多重大项目受到了国内外投资者的青睐，此时应当考虑发展苏库克的内资、合资、外资证券公司，以便加大招商力度，这不仅有利于宁夏，而且也有助于辐射地带的经济建设。

我国包括宁夏在内的许多地区尝试营运伊斯兰金融都以失败告终，主要原因在于缺乏相关的监管体制，因此我国政府可借鉴一些非伊斯兰国家（如英国）实际有效的操作办法，来推动我国伊斯兰金融业的发展。具体而言，在试点债券机构中设立沙里亚顾问委员会，招募伊斯兰法学专业人才来负责试行模式的正常运作。当然，目前的伊斯兰金融体系并非完美无缺，因为在其发展进程中还或多或少地存在着不符合沙里亚原则的成分，所以我国在发展苏库克时，可以与国际权威伊斯兰金融机构加强联系，吸取成功经验，并结合我国实际情况进行试点营运。此外，在法律监管方面，应当考虑把具有风险分担性质的伊斯兰合约纳入我国证监会的共同监管框架下，同时借鉴《巴塞尔协议 3》以及国际伊斯兰金融组织，如 AAOIFI 制定的相关标准，在符合我国债券市场特点的条件下形成有效的监管机制，确保苏库克业务在我国资本市场上能够顺利经营。

最后，鉴于在国际上人们对伊斯兰金融的需求日益增长，随之而来的新问题和困扰也不断出现，因此我国急需建立相关研究机构来组织研究新问题，提供切实可行的解决方案，并编纂和出版相关文献。当然，研究机构需要专业人才，而伊斯兰金融又是一门结合伊斯兰法学知识与现代金融理论的新学问，因此相关部门应重视新学科的战略发展，并与国际学术界加强联系、交流，针对性地为我国培养复合型人才，发展对相关从业人员的培训，以便加大国内伊斯兰金融的普及程度。同时综合自身优势培育或引进伊斯兰金融学者、专家，并针对伊斯兰金融市场比较成熟的海湾国家、马来西亚和英国进行实地考察和学习，获取他们的发展经验以作借鉴，从而为实现伟大的“中国梦”做出应有的贡献。

## **Sukuk's Mode of Operation and Its Opportunities and Challenges in the Process of Development**

**WANG Yongbao**

(Wang Yongbao, Associate Professor, School of Oriental Languages and Cultures, Xi'an International Studies University)

**Abstract** This article focuses on analyzing the Sukuk which is the fastest growing part of Islamic Capital Market in the Arab and the whole Muslim world. The article is first defines “Sukuk” as a terminology has special meaning. Second, the article discusses the characteristics of Sukuk. The third part primarily analyzes the main issues emerged in the process of operating Sukuk. Finally, the last part analyzes the role played by the Sukuk in economic transformation in the Muslim as well as Arab world and in China's strategy of “Silk Road Economic Belt and Maritime Silk Road”, i.e. “One Belt – One Road”.

**Keywords** Sukuk; Shariah; “One Belt and One Road” Strategy

(责任编辑：潜旭明)