

## ماهیت حقوقی و آثار تأمین مالی شرکت‌های تجاری از طریق صکوک

### اجاره

امیراحمد ذوالفقاری<sup>۱</sup>

محمدصادق آزادفر<sup>۲</sup>

حسام ابراهیم‌وند<sup>۳</sup>

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۶/۰۷/۰۱

تاریخ دریافت: ۱۳۹۵/۰۷/۲۷

#### چکیده

اهمیت سرمایه در اقتصاد کنونی از هیچ‌کس پوشیده نیست. شرکت‌ها برای توسعه و گسترش فعالیت‌های خود، یا گذر از بحران‌های دوره‌ای، نیازمند تأمین مالی و جذب سرمایه هستند. در این میان از یک‌سو به دلیل بالا بودن هزینه‌ی اخذ تسهیلات بانکی، و از سوی دیگر به دلیل آن‌که روش‌های مرسوم تأمین مالی چون اوراق قرضه و اوراق مشارکت به دلایل شرعی و اجرایی در خصوص شرکت‌های تجاری قابلیت عملی شدن ندارند، فعالان اقتصادی همواره به دنبال راه‌های جایگزین برای جذب سرمایه و اخذ تسهیلات مستقیم از مردم هستند. یکی از این روش‌ها استفاده از اوراق اجاره است. فرآیند تأمین مالی این اوراق به این صورت است که ناشر اوراق اجاره با فروش آن‌ها به مردم، سرمایه‌های آنان را جمع‌آوری می‌کند و با استفاده از منابع جمع‌آوری شده و به وکالت از سرمایه‌گذاران، اموال مورد نیاز شرکت‌ها را خریداری کرده و طی قرارداد اجاره‌ی عادی یا اجاره به شرط تملیک به آنان اجاره می‌دهد. این روش تأمین مالی به دلیل ویژگی‌ها و مزایایی که دارد مورد توجه شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران قرار گرفته است. نوشتار حاضر با معرفی اجمالی اوراق اجاره و تحلیل ماهیت حقوقی آن، نحوه عملکرد این اوراق در تأمین منابع مالی شرکت‌های تجاری را بررسی کرده، و مزایا و معایب این روش تأمین مالی را نسبت به دو روش مرسوم یعنی انتشار اوراق قرضه و اوراق مشارکت مورد ارزیابی قرار می‌دهد.

**واژگان کلیدی:** اوراق بهادار، صکوک اجاره (اوراق اجاره)، ابزار تأمین مالی اسلامی، شرکت‌های تجاری.

طبقه‌بندی: JEL: G21, C19

۱. دانشجوی دکتری رشته اقتصاد دانشگاه علامه طباطبایی

۲. دانشجوی دکتری رشته حقوق جزا و جرم‌شناسی دانشگاه امام صادق (ع)

۳. دانشجوی دکتری رشته حقوق جزا و جرم‌شناسی دانشگاه تربیت مدرس

aaz89110@gmail.com

azadfar70@gmail.com

ebrahimvand2@gmail.com

## مقدمه

کارگزاران اقتصادی در طول زمان دارای یک جریان درآمدی و یک جریان هزینه‌ای می‌باشند که لزوماً بر هم منطبق نبوده و شکافی بین جریان درآمدی و هزینه‌ای وجود دارد و لازم است که طی فرآیندی این شکاف پر شود. به چنین فرآیندی که به دنبال ایجاد، جمع‌آوری و افزایش منابع مالی یا سرمایه‌ای برای هر نوع مخارجی است، تأمین مالی می‌گویند. به عبارت دیگر مصرف‌کننده‌ها، بنگاه‌های تولیدی و تجاری و دولت‌ها اغلب منابع مالی در دسترس برای رسیدن به اهداف، پرداخت بدهی یا معاملات دیگر را ندارند و باید از طرق مختلف، پولی را که آن‌ها برای عملیات خود نیاز دارند به دست آورند، به فرآیندی که عاملان اقتصادی، این میزان منابع مالی را به دست می‌آورند تأمین مالی می‌گویند. (هافمن، ۱۹۵۷: ۶۵-۶۶). مرتون (۱۹۹۵)، تعریفی از نظریه تأمین مالی ارائه داده است که شاید در نوع خود کوتاه‌ترین و دقیق‌ترین تعریف باشد: «مطالعه رفتار کارگزاران در روند تخصیص و توزیع منابع از هر دو بعد مکان و زمان در شرایط نامطمئن، پایه و اساس نظریه تأمین مالی را تشکیل می‌دهد. زمان و عدم اطمینان اصلی‌ترین عناصر تأثیرگذار بر رفتار مالی به شمار می‌آیند». (مرتون، ۱۹۹۵: ۷) می‌توان در تعریف تأمین مالی گفت که وجوه مورد نیاز برای انجام وظایف و دارایی‌های مورد نیاز شرکت‌ها باید از منابع مختلفی اخذ شوند که به این امر تأمین مالی گویند. (طغیانی، ۱۳۸۲: ۱۲).

در کشور ما از یک‌سو با غیر شرعی اعلام شدن اوراق قرضه از سوی شورای نگهبان، مهم‌ترین راه تأمین مالی شرکت‌ها مسدود شد. از سوی دیگر انتشار اوراق مشارکت به عنوان یک روش تأمین مالی جایگزین، با شکست مواجه شد، اما از آن‌جا که با وقوع انقلاب اسلامی بسیاری از شرکت‌های بزرگ، دولتی شده بودند، مشکل چندانی به وجود نیامد. بعدها با ابلاغ سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی و خصوصی‌سازی شرکت‌ها مهم‌ترین دغدغه‌ی بنگاه‌های واگذار شده، جذب نقدینگی بود. در این راستا، شورای عالی بورس اوراق بهادار، به معرفی ابزارهای جدید تأمین مالی اقدام کرد. اولین و مهم‌ترین اوراق مالی که از سوی این شورا مورد پذیرش قرار گرفت، اوراق اجاره بود که در سال ۱۳۸۹ طی دستورالعملی تحت عنوان «دستورالعمل انتشار اوراق اجاره» به تصویب رسید. در این دستورالعمل دو مدل اوراق اجاره عادی و اوراق اجاره به شرط تملیک به رسمیت شناخته شد و نهادهای مالی جدیدی برای عملیاتی شدن این اوراق پیش‌بینی گردید. هم‌اکنون براساس دستورالعمل مزبور، شرکت‌های خصوصی و همچنین بانک‌ها و مؤسسات اعتباری مختلفی اقدام به تأمین مالی نموده‌اند.

در واقع اوراق اجاره که محصول دانش مهندسی اسلامی با الهام‌گیری از فرآیند تبدیل به اوراق‌بهادار نمودن دارایی‌ها در نظام مالی غرب بود توانست با عملکردی مثبت انتظارات شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران را برآورده نموده و به عنوان یک روش تامین مالی کارآ و مقرون به صرفه مطرح شود. در ادامه برای آشنایی بیشتر با اوراق اجاره، تاریخچه طراحی و ظهور آن را بیان کرده و وضعیت استفاده از آن در کشورهای مختلف و کشور را بررسی می‌کنیم و سپس نحوه عملکرد این اوراق در تامین مالی شرکت‌ها را بیان کرده و در آخر نیز مزایا و معایب این شیوه تامین مالی را نسبت به اوراق قرضه و اوراق مشارکت مورد تحلیل قرار می‌دهیم.

### ۱. پیشینه‌ی شکل‌گیری صکوک اجاره

عقد اجاره دارای قدمت طولانی است و در قرآن کریم، پیشینه‌ی آن به زمان حضرت موسی(ع) می‌رسد؛ اما استفاده از این عقد در بازارهای مالی کشورهای اسلامی، پدیده‌ای جدید است. استفاده از این ابزار در غرب نیز قدمت زیادی ندارد؛ با وجود این، برخی از اندیشه‌وران مسلمان در نوشته‌های خود از گواهی اجاره یاد کرده‌اند. جارحی در بحثی با عنوان «الهیکل النقدي و المالی فی الاقتصاد الاسلامیه» و منذر قحف و خان در گفتاری درباره‌ی «استراتژی‌های جایگزین تأمین مالی جهانی» به این اوراق اشاره کرده‌اند. همچنین، قحف و فهیم خان، امکان استفاده از عقد اجاره در تأمین مالی را یادآور شدند. عثمانی نیز در مقاله‌ای تحت عنوان «بیع‌الدین و الاوراق المالیه و بدائلها الشرعیه» از صکوک التاجیر نام برده و گفته است: «برای مثال دولت می‌تواند ملکیت پلی را به صورت اوقی در اختیار مردم قرار داده؛ سپس آن را اجاره دهد و منافع آن را بین سهام‌داران تقسیم کند. در پایان نیز دولت می‌تواند، پل را خود خریده، وجه آن را بین آنان تقسیم کند.» (موسویان، سید عباس و سعید فراهانی‌فرد، ۱۳۸۹، ص ۲۲۹)

طریقی نیز در مقاله‌ای تحت عنوان «مدیریت ریسک در تأمین مالی از طریق اوراق مالی» بعد از بحث کردن درباره‌ی جنبه‌های نظری دارایی مالی، شکل‌های گوناگون اوراق از جمله اوراق اجاره را در بازار مالی اسلامی بحث کرده است. (Arsalan tarigh, 2004, p12)

سرانجام کامل‌ترین بحث از جهت نظری در این‌باره را منذر قحف در سال ۱۹۹۵ در کتاب «سندات الاجاره و الاعیان الموجهه» انجام داد. وی این اوراق را ابتدا به دو دسته‌ی اوراق اعیان موجهه و اوراق اجاره تقسیم کرده؛ سپس اوراق اجاره را در دو حالت اجاره‌ی خدمات و اجاره‌ی منافع مورد بحث قرار داده است. همچنین وی خصوصیات اوراق اجاره، محدودیت‌های شرعی و نیز عوامل تأثیرگذار بر قیمت اوراق و منافع آن را مورد بررسی قرار داده است. در نهایت تبیین این مباحث نظری موجب طراحی و به‌کارگیری صکوک اجاره به نحو کنونی شد.

### ۱.۱. تجربه ایران در زمینه صکوک اجاره

بررسی ساختار صکوک منتشره توسط سایر کشورها و مقایسه‌ی آن با اوراق مشارکت منتشره در ایران، مبین این امر است که شباهت‌های بسیاری بین این دو ورقه‌ی بهادار وجود دارد. اوراق مشارکت منتشره در ایران با اندک تغییراتی، همان صکوک مشارکت تلقی می‌شود. بنابراین شاید بتوان با تصویب قانون نحوه‌ی انتشار اوراق مشارکت در شهریور ۱۳۸۶، ایران را جزو اولین کشورهای اسلامی طراحی‌کننده‌ی ابزارهای مالی اسلامی تلقی نمود. (ابراهیمی، ۱۳۸۹، ص ۳۸۳)

هر چند کشور ایران از سال ۱۳۷۳ و با انتشار صکوک مشارکت (اوراق مشارکت) طرح نواب، به صورت رسمی در تأمین مالی از طریق صکوک وارد گردید و این شیوه تأمین مالی همچنان ادامه دارد، اما تأمین مالی از طریق صکوک اجاره، به عنوان دومین نوع صکوک در کشور ما، تنها در سال‌های اخیر مورد توجه قرار گرفته است.

در این رابطه اولین اوراق اجاره در ایران جهت تأمین مالی خرید یک فروند هواپیما توسط شرکت هواپیمایی ماهان در سال ۱۳۸۹ با حجم ۲۹.۱۵ میلیارد تومان منتشر گردید. (ر.ک: امیدنامه اوراق اجاره (صکوک) واسط بهمن به منظور تأمین مالی شرکت هواپیمایی ماهان (سهامی خاص)، در وبسایت: [www.irfarabourse.com](http://www.irfarabourse.com) پس از آن نیز هفت بار دیگر اوراق اجاره در کشور منتشر شده است که حجم کل این اوراق تاکنون حدود ۶۰۴.۶ میلیارد تومان می‌شود که همگی توسط شرکت‌ها منتشر شده‌اند. بیشترین حجم انتشار مربوط به شرکت مپنا با میزان ۲۰۰ میلیارد تومان بوده است و کمترین آن اوراق اجاره لیزینگ جامع سینا، به میزان ۱۰ میلیارد تومان می‌باشد. نرخ بازده اولیه اوراق اجاره ۱۷.۵ درصد، یعنی نیم درصد بیشتر از نرخ اوراق مشارکت ۴ ساله در نظر گرفته شده بود که پس از ابلاغ بسته سیاستی و نظارتی بانک مرکزی در سال ۹۰، نرخ تمامی اوراق اجاره سالانه ۲۰ درصد تعیین گردید. لازم به ذکر است که تمامی اوراق اجاره منتشر شده تاکنون، دارای دوره سررسید ۴ ساله می‌باشند و به صورت بانام و قابل معامله در فرا بورس منتشر شده‌اند. تمامی اوراق نیز از متعهد پذیرهنویس استفاده نموده‌اند. جداول ۱۴، ۱۵ و ۱۶ اطلاعاتی در رابطه صکوک اجاره منتشر شده در ایران ارائه می‌نمایند. با توجه به اهمیت بکارگیری انتشار اوراق اجاره توسط بانک‌ها و موسسات مالی، تاکنون بانک سامان به عنوان اولین بانک اقدام به تأمین مالی از طریق انتشار صکوک اجاره نموده است و سایر بانک‌ها و موسسات اعتباری نیز قصد دارند در آینده در این حوزه وارد شوند. تاکنون بانک‌های اقتصاد نوین، مسکن، ملت، صادرات، تجارت، صنعت و معدن، کشاورزی و سپه از طریق شرکت‌های تأمین سرمایه برنامه‌ریزی لازم جهت انتشار اوراق اجاره به پشتوانه املاک و دارایی‌های سرمایه‌ای خود را انجام داده و برخی نیز قرارداد مشاور

عرضه با نهادهای تحت نظارت سازمان بورس و اوراق بهادار بسته‌اند. (ر.ک: وبسایت رسمی نما بورس به آدرس: [www.namabourse.com](http://www.namabourse.com))

به طور کلی در حال حاضر حداقل سه نوع عملیاتی مجاز (به لحاظ فقه شیعه و حقوق ایران) جهت استفاده از صکوک اجاره در کشور وجود دارد که تاکنون دو نوع آن، یعنی صکوک اجاره جهت تأمین نقدینگی (با هدف آزادسازی منابع محصور در دارایی‌های سرمایه‌ای) و صکوک اجاره جهت تأمین دارایی (با هدف خرید دارایی سرمایه‌ای) کاربردی شده است. نوع سوم اوراق اجاره که تاکنون اجرایی و عملیاتی نشده است، صکوک اجاره رهنی است. انتشار این نوع اوراق توسط بانک مسکن و با مشاوره تأمین سرمایه نوین در دست اقدام بوده که با توجه به موانع انتشار این نوع اوراق، به نظر می‌رسد در آینده نزدیک شاهد عملیاتی شدن این مدل صکوک اجاره نباشیم. لازم به ذکر است که اوراق اجاره رهنی با هدف تبدیل به اوراق بهادارسازی تسهیلات اجاره سرمایه‌ای بانک‌ها و سایر موسسات مالی انتشار می‌یابند. مانع اصلی در انتشار اوراق اجاره رهنی این است که بانک‌ها در قراردادهایی که با دریافت‌کنندگان تسهیلات تدوین نموده‌اند، بندی یا ماده‌ای که اشاره نماید بانک در صورت لزوم می‌تواند تسهیلات را تبدیل به اوراق بهادار نماید، درج نموده‌اند و این خود یک خلاء حقوقی در این زمینه ایجاد کرده است.

#### جدول ۱- اولین اوراق اجاره‌ی انتشار یافته در ایران

| ردیف | اوراق  | نماد    | تاریخ عرضه | حجم انتشار (میلیون ریال) |
|------|--|---------|------------|--------------------------|
| ۱    | اوراق صکوک اجاره شرکت واسطه‌یمن (شرکت هواپیمایی ماهان)                     | ماهان   | ۱۳۸۹/۱۲/۲۱ | ۲۹۱۵۰۰                   |
| ۲    | اوراق اجاره بانک سامان   | ساما ۱  | ۱۳۹۰/۳/۲۸  | ۱۰۰۰۰۰۰۰                 |
| ۳    | اوراق صکوک امید  | صامید   | ۱۳۹۰/۵/۲۵  | ۱۰۸۷۰۰۰۰                 |
| ۴    | اوراق صکوک اجاره واسطه‌یمن (شرکت هواپیمایی ماهان)                          | ماهان ۲ | ۱۳۹۰/۶/۱   | ۹۱۴۲۵۰                   |
| ۵    | اوراق اجاره واسطه‌یمن (شرکت قطارهای مسافربری و باری جویبار)                | جویبار  | ۱۳۹۰/۸/۱   | ۴۱۵۲۵۰                   |
| ۶    | اوراق اجاره (صکوک) واسطه‌یمن (گروه سرمایه‌گذاری مسکن)                      | مسکن    | ۱۳۹۱/۳/۱۷  | ۲۳۸۰۰۰                   |
| ۷    | اوراق اجاره (صکوک) واسطه‌یمن (شرکت لیزینگ جامع سینا)                       | سینا ۱  | ۱۳۹۱/۳/۲۷  | ۱۰۰۰۰۰۰                  |
| ۸    | اوراق اجاره (صکوک) واسطه‌یمن (شرکت مدیریت پروژه‌های نیروگاهی ایران (مپنا)) | صمپنا   | ۱۳۹۱/۳/۲۸  | ۲۰۰۰۰۰۰۰                 |

منبع: سایت [www.irfarabourse.ir](http://www.irfarabourse.ir)

#### ۲-۱- وضعیت انتشار صکوک اجاره در کشورهای مختلف

صکوک اجاره در کشورهای مختلف دارای سابقه می‌باشد، در این بخش به بررسی تجربه برخی کشورهای ناشر اوراق اجاره، نظیر مالزی، بحرین، اندونزی، ترکیه و همچنین بانک جهانی و بانک توسعه اسلامی پرداخته می‌شود.

۱- مالزی: مالزی تا اواخر سال ۲۰۱۰ میلادی بزرگترین ناشر صکوک است. اوراق صکوک در این کشور به ارزهای سایر کشورها نیز منتشر می‌گردد و از این رو، بازار سرمایه این کشور به بازار اسلامی چند ارزی بین‌المللی تبدیل شده است.

۲- بحرین: اوراق اجاره کشور بحرین، هم در سطح داخلی و هم در سطح خاورمیانه منتشر گردیده است و می‌توان مدعی بود که صکوک اجاره از پرکاربردترین ابزارهای مالی اسلامی در کشور بحرین بوده است.

۳- ترکیه: کشور ترکیه در سال‌های ۲۰۱۰ و ۲۰۱۱ اوراق اجاره داخلی توسط شرکت Kuveyt Türk Katılım Bankası A.Ş منتشر نموده است. همچنین اوراق اجاره بین‌المللی این کشور در سال ۲۰۱۱ توسط بانک‌های Albaraka Turk و Asya Bank با حجم ۲۰۰ و ۳۰۰ میلیون دلار منتشر شده است.

۴- اندونزی: در مجموع کشور اندونزی از سال ۲۰۰۲ تا ۲۰۱۰، ۶۸ بار صکوک منتشر نموده و از این راه بالغ بر ۴,۵۹۷ میلیون دلار تأمین مالی نموده است. کشور اندونزی در سال ۲۰۰۲ اولین صکوک داخلی مضاربه خود را توسط شرکت Indosat Tbk PT منتشر نموده است.

## ۲- تعریف اوراق اجاره

در خصوص اوراق اجاره ما با دو تعریف روبرو هستیم یک تعریف که حقوقدانان از این اوراق آرایه داده‌اند و دیگری تعریف قانونی که در دستورالعمل انتشار اوراق اجاره بیان شده است: براساس عقیده برخی حقوقدانان اوراق اجاره به سندهای مالی اطلاق می‌شود که برخوردار از قابلیت گردش در جهت بهره‌وری اقتصادی بوده و مالکیت دارنده آن را نسبت به عین‌های اجاره داده شده یا منافع توصیف شده‌ای که عمدتاً تقدیری و نه فعلی و تحقیقی هستند نشان می‌دهد.» (مبلغی، ۱۳۸۳، ص ۹۰) برخی دیگر معتقدند اوراق اجاره اوراق بهاداری است که دارنده آن بصورت مشاع مالک بخشی از دارایی می‌شود که براساس قرارداد اجاره واگذار شده است. (موسویان سیدعباس، ۱۳۸۶، ص ۳۶۵).

شورای عالی بورس، اوراق بهادار اجاره را این‌گونه توصیف کرده است: «اوراق بهادار با نام قابل نقل و انتقال است که نشان‌دهنده مالکیت مشاع دارنده آن در دارائی مبنای انتشار اوراق اجاره است.» (بند «الف» ماده ۱ دستورالعمل انتشار اوراق اجاره مصوب ۱۱ مرداد ۱۳۸۹) بطور کلی اگر بخواهیم خصایص و ویژگی‌های اوراق بهادار اجاره را مورد بررسی قرار دهیم مختصراً به موارد زیر می‌توان اشاره نمود: حق مال بودن اوراق بهادار اجاره، قابلیت انتقال اوراق اجاره، بانام بودن اوراق اجاره، قابلیت ترهین (به رهن‌گذاری) اوراق بهادار اجاره، قابل توقیف بودن اوراق اجاره. (رحیمی سید علی اصغر، ۱۳۸۹، ص ۶۴)

لازم به توضیح است اوراق اجاره به انواع مختلفی تقسیم بندی می‌شود بطور مثال اوراق اجاره براساس متعلق اوراق به اوراق اجاره منافع، اوراق اجاره خدمات، اوراق اعیان اجاره قابل تقسیم است و

براساس ماهیت قرارداد اجاره به اوراق اجاره‌ای عادی و اوراق اجاره به شرط تملیک تقسیم بندی می‌گردد. (جهت آگاهی از تعریف اوراق مذکور می‌توان به این منبع رجوع نمود: موسویان سید عباس، ۱۳۸۶، ص ۳۶۷)

## ۲.۱. ارکان اوراق اجاره

برای انتشار اوراق اجاره وجود حداقل سه نهاد مالی ضروری است که عبارت هستند از بانی، واسط و امین. بانی شخص حقوقی است که اوراق اجاره با هدف تأمین مالی آن منتشر می‌شود و می‌تواند به اجاره دارایی مبنای انتشار اوراق اجاره اقدام کند. واسط شخص حقوقی است که به منظور نقل و انتقال دارایی از دارندگان اوراق اجاره و انتشار آن تشکیل می‌شود. امین نیز شخص حقوقی است که به نمایندگی از سرمایه‌گذاران و به منظور حفظ منافع آنان در چارچوب دستورالعمل انتشار اوراق اجاره مسؤلیت نظارت بر کل فرایند عملیاتی اوراق اجاره را بر عهده دارد (سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۸۶: ۲). در ادامه ویژگی‌ها و وظیفه‌های نهادهای فعال در فرایند انتشار اوراق اجاره بررسی می‌شود.

### ۲.۱.۱. بانی

شخص بانی نهادی است که مطابق بند (ج) ماده ۱ دستورالعمل انتشار اوراق بهادار اجاره برای تأمین مالی خود اوراق بهادار منتشر می‌کند. شخص بانی باید شرکت تجاری یا شخص عمومی دولتی باشد. شرکت تجاری شرکتی است که با موضوع انجام فعالیت تجاری تشکیل شده باشد و اشخاص حقوق عمومی دولتی نیز شامل وزارتخانه‌ها و موسسات دولتی است که مطابق ماده ۴ قانون محاسبات عمومی کشور تشکیل می‌شود. شخص تجاری مطابق ماده ۲ دستورالعمل انتشار اوراق اجاره باید شرکت سهامی یا تعاونی باشد. اشخاص حقوق عمومی غیردولتی نیز در صورتی می‌توانند اوراق بهادار منتشر کنند که امکان انتشار اوراق توسط آن‌ها و صلاحیت مالی آن‌ها به تایید سازمان بورس و اوراق بهادار رسیده باشد.

### ۲.۱.۲. نهاد واسط

نهاد واسط طبق تعریف بند (د) ماده ۱ قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید چنین تعریف شده است: «یکی از نهادهای مالی موضوع قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران است که می‌تواند با انجام معاملات موضوع عقود اسلامی نسبت به تأمین مالی از طریق انتشار اوراق بهادار اقدام نماید.» این تعریف در بردارنده موضوع نهاد واسط است که در اساسنامه این نهاد بیان گردیده است.

نهاد واسط به عنوان عامل انتشار انواع اوراق بهادار اسلامی یا همان صکوک تنها نهادی است که می‌تواند اوراق بهادار منتشر نماید. شخص بانی که قصد دارد به منظور تأمین مالی خویش

اوراق بهادار منتشر نماید براساس ماده ۳ دستورالعمل انتشار اوراق بهادار اجاره باید تنها از طریق نهاد واسط به امر انتشار اوراق اقدام نماید.

### ۳-۱-۲- امین

امین شخص حقیقی یا حقوقی است که به منظور حفظ منافع دارندگان اوراق و حصول اطمینان از صحت عملیات ناشر، نسبت به مصرف وجوه، نحوه نگهداری حساب‌ها و عملکرد اجرایی ناشر به موجب قرارداد منعقد شده، مستمراً رسیدگی و اظهارنظر می‌نماید. در ایران وظایف نقش امین برعهده شرکتی با نام شرکت "مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه" می‌باشد که این شرکت به منظور به کارگیری نهادهای واسط در امر انتشار اوراق بهادار اسلامی، اقدام به تأسیس نهاد واسط (با مسئولیت محدود) می‌نماید.

### ۲-۲- روش کار صکوک اجاره در تأمین منابع مالی شرکت‌ها

برای تأمین مالی از طریق اوراق اجاره، ابتدا بانی یک‌سری از دارایی‌های خود که برای اجاره مناسب هستند را انتخاب می‌کند. سپس از طریق یک شرکت مشاور عرضه‌ی تأمین سرمایه، به یک نهاد واسط یا شرکت با مقصد خاص (ناشر) مراجعه می‌کند. و طی یک موافقت‌نامه‌ی اولیه، نهاد واسط می‌پذیرد که دارایی را از بانی خریداری کند. نهاد واسط از لحاظ قانونی یک شخصیت کاملاً مستقل دارد و دارایی‌ها را به صورت یک پرتفوی خریداری می‌کند، با این توافق که پس از خرید، دارایی‌ها را مجدداً در قالب عقد اجاره در اختیار بانی قرار دهد. مدت اجاره و همچنین مبلغ اجاره‌بها با توافق طرفین تعیین می‌شود.

در مرحله‌ی بعد، نهاد واسط براساس قیمت خرید دارایی، اوراق صکوک اجاره را منتشر می‌کند. این اوراق دارای ارزش مساوی و متحدالشکل هستند و با توجه به اجاره‌بهای توافق شده بین بانی و نهاد واسط، اجاره‌بهای ماهانه‌ی متعلق به هر یک از این اوراق نیز تعیین می‌شود. اوراق منتشر شده برای فروش به عموم مردم عرضه می‌شود. این کار از طریق عامل فروش، که از بین شرکت‌های کارگزاری عضو بورس اوراق بهادار تهران، یا فرابورس ایران هستند، از طریق بانک‌ها و مؤسسات اعتباری صورت می‌گیرد.

خریداران یا سرمایه‌گذاران با خرید این اوراق به نسبت ارزش اوراق خود در مالکیت دارایی‌ها به صورت مشاعه شریک می‌شوند. همچنین، از این پس مالک دارایی‌ها، خریداران اوراق هستند و نهاد واسط به عنوان وکیل مبالغ فروش اوراق را برای پرداخت ثمن دارایی خریداری شده در اختیار بانی قرار می‌دهد و همچنین دارایی را به بانی اجاره داده و اجاره‌بها و منافع حاصل از دارایی را بین سرمایه‌گذاران تقسیم می‌کند (تمامی پرداخت‌های راجع به منافع دارایی از طریق شرکت سپرده‌گذاری مرکزی که متولی پرداخت است صورت می‌گیرد). و بخشی از آن را به عنوان

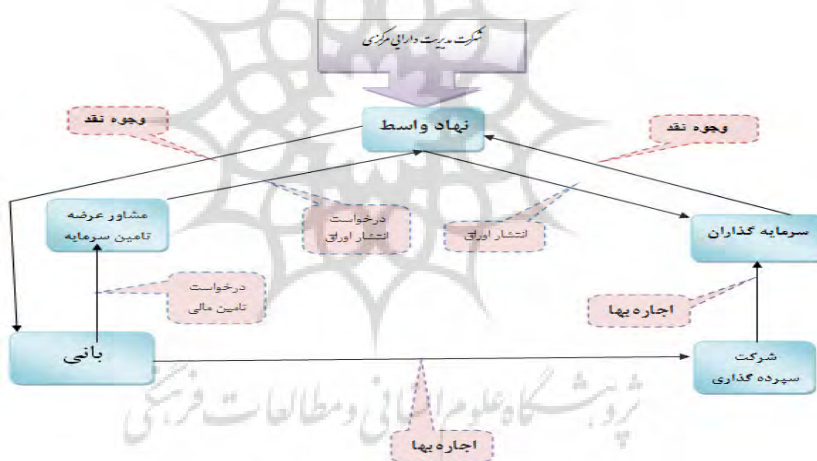


حق الوکاله برمی دارند. در این مقطع بانی با فروش دارایی جذب نقدینگی می کند، اما دارایی از دسترس وی خارج نمی شود و همانند سابق کماکان از آن استفاده می نماید. اما این دسترسی از طریق عقد اجاره و پرداخت اجاره بها صورت می گیرد.

در این روند، نهاد واسط با فروش اوراق به صورت خودکار وکیل سرمایه گذاران می شود. حدود وکالت وی مصرف وجوه حاصل از فروش اوراق جهت خرید دارایی موضوع انتشار و اجاره ی آن به بانی است. این وکالت با خرید اوراق اجاره توسط سرمایه گذاران واقع می شود. (بخش پایانی ماده ی ۱۳ دستورالعمل انتشار: «... تملیک اوراق اجاره به منزله قبول وکالت ناشر بوده و وکالت ناشر تا سررسید و تسویه نهایی اوراق اجاره غیرقابل عزل، نافذ و معتبر است.»)

در طول دوران اجاره بانی موظف به پرداخت اجاره بها می باشد. این اجاره بها به دو صورت می تواند پرداخت شود:

۱. پرداخت کامل مبلغ اجاره بها در مواعد پرداخت تا سررسید نهایی؛
  ۲. پرداخت بخشی از اجاره بها در مواعد پرداخت تا سررسید نهایی و تصفیه ی مابقی منافع اوراق اجاره در سررسید نهایی. ( به صراحت ماده ی ۱۹ دستورالعمل انتشار اوراق اجاره)
- برای سهولت درک فرآیند انتشار اوراق اجاره آن را در شکل زیر نشان داده ایم:



پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی

### ۳-۲- ماهیت حقوقی اوراق بهادار اجاره

بطور کلی حقوق از منظر فقه امامیه و حقوق مدنی، به دو بخش اصلی قابل تقسیم است؛ یکی حقوق غیر مالی و دیگری حقوق مالی (کاتوزیان ناصر، ۱۳۸۵، ص ۳۴). دسته نخست به اموال تعلق ندارد و قابلیت انتقال به وسیله صاحبان آن را ندارد مثل حق ولایت، و حق حضانت، اما دسته دوم عبارت است از آن دسته حقوقی که به اموال تعلق می‌گیرد و قابل تقویم و ارزشیابی، اسقاط و توقیف می‌باشند. بنظر می‌رسد اوراق بهادار اجاره از جمله حقوق مالی قابل انتقال به غیر می‌باشد و از جمله نشانه‌های مالی بودن این اسناد این است که قابل تقویم به پول می‌باشد؛ بطوری که دارندگان این اوراق می‌توانند کلیه حقوقی که در خصوص اموال جاری است را به کار گیرند.

دارنده حق مالی نسبت به اوراق اجاره از دو حق برخوردار می‌شود یکی این که وی حق سهام شدن در سود این اوراق را دارد و دوم این که دارنده این اوراق حق سهام شدن در دارایی پایه انتشار این اوراق را دارد یعنی دارنده اوراق اجاره در اعیان کالا بصورت مشاع شریک خواهد بود و در واقع سهمی از اشاعه را به خود اختصاص داده است (رحیمی سید علی اصغر، ۱۳۸۹، ص ۶۵)، جهت ایضاح و تبیین هرچه بیشتر ماهیت حقوقی و فقهی اوراق اجاره ضروری است تا رابطه ارکان مختلف این اوراق با یکدیگر مورد بررسی قرار گیرد.

#### ۱-۳-۲- رابطه بانی و نهاد واسط

بانی به تنهایی امکان انتشار اوراق بهادار ندارد و باید از طریق نهاد واسط به امر انتشار اوراق بهادار مبادرت ورزد. نهاد واسط به لحاظ حقوقی وکیل بانی در امر انتشار اوراق اجاره به حساب آمده و از سوی وی اوراق منتشر و به فروش می‌رساند با توجه به توضیحات ارائه شده در قسمت ارکان اوراق اجاره به نظر می‌رسد رابطه بانی و نهاد واسط، دایر مدار عقد وکالت باشد چرا که بانی قصد انتشار اوراق اجاره را دارد و با همکاری شرکت مدیریت دارایی مرکزی به تشکیل نهاد واسط به منظور انتشار اوراق اجاره اقدام می‌نماید؛ بر همین مبنا بانی، واسط را وکیل خویش قرار می‌دهد تا در این مسیر به انعقاد قراردادهای لازم پرداخته و اوراق اجاره منتشر نماید تا بواسطه عوامل فروش آن را بین متقاضیان تقسیم و توزیع نماید.

بانی اوراق بهادار اسلامی به تناسب این که چه نوع اوراق بهاداری است نقش متمایز از دیگر اوراق بهادار دارد. بانی در اوراق بهادار اجاره نقش مستاجر، در اوراق مضاربه نقش مضارب یا عامل، در اوراق مرابحه نقش خریدار اقساطی و در سایر اوراق به تناسب، نقش حقوقی مخصوص به آن اوراق را ایفا می‌نماید.

بانی در اوراق اجاره به عنوان مستاجر شناخته شده اما تمام وظایف و تکالیف و حدود اختیاراتی را که یک مستاجر در قرارداد اجاره ممکن است داشته باشد نداشته یا متفاوت خواهد بود. از این رو

اگر چه مستاجر در قرارداد اجاره در نگهداری از عین مستاجر امین است و تنها در صورتی که تلف عین مستاجر با تقصیر وی باشد مسئول در جبران خسارت خواهد بود، اما بانی در قرارداد اجاره موجود در فرآیند انتشار اوراق اجاره تعهد می‌سپارد تا در هر صورت عین مستاجر تلف گردد مسئول جبران خسارت آن باشد. البته در اوراق اجاره به منظور حمایت از سرمایه‌گذاران اقداماتی چون تعیین ضامن و بیمه دارایی در نظر گرفته شده است تا در صورت تلف دارایی دست‌دارنده اوراق لااقل از اصل سرمایه خویش کوتاه نباشد. بانی به عنوان مستاجر باید اجاره‌بهای دارایی واگذار شده را پرداخت نماید. این اجاره بها به واقع همان سود اوراق اجاره را تشکیل می‌دهد. این سود به دلیل ثابت بودن میزان اجاره‌بها ثابت است. در مقابل اگر چه قانون مدنی در ماده ۴۸۶ انجام تعمیرات و کلیه مخارجی که در عین مستاجر برای امکان انتفاع از آن لازم است را به عهده مالک یا همان موجر واگذار کرده است اما در اوراق اجاره به موجب قرارداد اجاره میان بانی و واسط این هزینه‌ها بر عهده بانی قرار داده شده است.

نهاد واسط براساس الگویی که به موجب مقررات تنظیم یافته است نقش وکالتی دو جانبه ایفا می‌نماید. از یک سو نسبت به برخی امور وکیل بانی است و در انجام پاره‌ای امور دیگر وکیل دارندگان اوراق است. عمده فعالیت‌های نهاد واسط تا زمان انتشار اوراق و قبل از انتقال آن به سرمایه‌گذاران به وکالت از بانی صورت می‌گیرد. اگر چه قرارداد وکالت مجزایی بین نهاد واسط و بانی با موضوع انجام فعالیت‌های بانی توسط نهاد واسط منعقد نمی‌گردد اما واگذاری اموری چون انعقاد قرارداد با عامل فروش، بازارگردان و متعهد پذیرهنویس به نوعی گویای اعطای نوعی وکالت ضمنی به نهاد واسط از سوی بانی است.

پس از واگذاری اوراق بهادار به سرمایه‌گذاران نهاد واسط ضمن انتقال اوراق به دارندگان اوراق خود را به عنوان وکیل دارندگان در امر انعقاد قراردادهای مربوط به دارایی پایه انتشار اوراق معرفی می‌کند. این امر این اختیار را به نهاد واسط می‌دهد تا در امر انعقاد قراردادهای پس از انتشار اوراق مانند قرارداد خرید، اجاره، ضمانت و... اقدام نماید. همین‌طور نهاد واسط نسبت به دریافت سود و به تناسب اصل اوراق و توزیع آن بین دارندگان اوراق اقدام می‌ورزد. در برخی موارد نهاد واسط با توجه به حق توکیلی که از سوی دارندگان اوراق به وی در انجام امور فوق وگذار می‌شود، امر پرداخت سود و اصل اوراق را به شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه به عنوان عامل پرداخت واگذار می‌کند. همین‌طور نهاد واسط در امر پیگیری دعاوی و اجرای احکام صادره توسط دادگاه‌ها مطابق با ماده ۳۵ قانون آیین دادرسی مدنی وکالت و توکیلی در وکالت خواهد داشت. مسئولیت نهاد واسط در حدود مسئولیت وکیل است. از این رو تنها در مواردی امکان رجوع به وی وجود دارد که نهاد واسط مرتکب تقصیر شده و به تعهدات قانونی و قراردادی خویش عمل ننماید.

### ۲-۳-۲- رابطه بانی و دارندگان اوراق

نقش نهاد واسط در رابطه با دارندگان اوراق در قالب قرارداد وکالت تفسیر می‌گردد؛ این وکالت یک وکالت ساده نیست بلکه اولاً بلاعزل بوده و ثانیاً یک وکالت عام در اداره امور اوراق اجاره است. نهاد واسط همزمان با انتقال اوراق اجاره به متقاضیان آن، قراردادی مبنی بر وکالت خویش در امر اداره اوراق اجاره در ظهر اوراق منعقد می‌نماید که این عقد خود شرطی را از جمله غیر قابل عزل بودن و وکالت در توکیل را به همراه دارد؛ بر همین مبنا دارندگان اوراق براساس ماده ۵۷۶ و ۵۷۷ قانون مدنی به نهاد واسط اجازه می‌دهند تا به نمایندگی از آنان به امر اداره مال مشاع بپردازد.

### ۲-۳-۳- رابطه بانی و دارندگان اوراق

دارندگان اوراق رابطه مستقیمی با بانی ندارند و کلیه روابط آن‌ها غیرمستقیم و از طریق واسط پیگیری می‌شود. (رحیمی سید علی اصغر، ۱۳۸۹، ص ۱۸۲) از این رو خرید دارایی و اجازه آن به بانی و تعیین نوع اجاره بر عهده واسط به عنوان اختیاردار تام دارندگان اوراق است. به نظر می‌رسد فیما بین دارندگان اوراق و بانی عقد اجاره حاکم است که این عقد می‌تواند بصورت اجاره عادی یا اجاره به شرط تملیک یا اجاره عادی با اختیار فروش از طرف نهاد واسط باشد.

### ۳- آثار به کارگیری اوراق اجاره در شرکت‌های تجاری

در بنگاه‌های اقتصادی، سرمایه به عنوان یک عامل اساسی در توسعه و ادامه‌ی فعالیت مطرح است. در دوره‌ی کنونی به خصوص در کشور ما، شرکت‌های تجاری اغلب با مشکل کمبود نقدینگی دست به گریبان هستند و مهم‌ترین عامل عدم توفیق خود را نداشتن سرمایه در گردش کافی می‌دانند. راه حل عبور از این مشکل، جذب نقدینگی و استفاده از راه‌های تأمین مالی در شرکت است. اما در مقطع کنونی، راه‌های جذب نقدینگی محدود بوده و تمام این راه‌ها نیز برای شرکت‌ها عملیاتی و مقرون به صرفه نیست.

یکی از راه‌های تأمین مالی اخذ تسهیلات از بانک‌ها است. اما همان‌گونه که می‌دانیم، بانک‌ها برای ارائه‌ی تسهیلات، وثیقه‌های سنگین و بهره‌های بالا طلب می‌کنند. ضمن آن‌که بانک‌ها نیز در اجرای قانون عملیات بانکداری بدون ربا، صرفاً در قالب عقود بانکی و جهت اجرای طرح‌های توسعه‌ای در شرکت اقدام به ارائه تسهیلات می‌نمایند. این در حالی است که اغلب شرکت‌ها برای امور جاری شرکت و ایفای تعهدات با مشکل کمبود نقدینگی مواجه می‌شوند. راه‌حل دیگر استقراض از عموم مردم است. این راه‌حل هرچند ارزان‌تر و مقرون به صرفه‌تر است؛ اما از آن جهت که شرایط سختی به لحاظ تضامین و بروکراسی اداری برای شرکت به وجود می‌آورد، اغلب عملیاتی نیست.

شایع‌ترین راه استقراض عمومی، انتشار اوراق قرضه است که این راهکار با توجه به مخالفت با قواعد شرع، در کشور ما قابلیت اجرایی ندارد.

راه‌حل دیگر، استفاده از اوراق مشارکت است. اما ضوابط مربوط به انتشار این اوراق، به حدی دست و پا گیر و تعهدآور است، که تاکنون هیچ شرکت خصوصی براساس آن نتوانسته است اقدام به تأمین مالی نماید. ضمن آن‌که، استفاده از این اوراق با شرایط خاصی امکان‌پذیر است. راه‌حل بهتری که می‌توان پیشنهاد داد، استفاده از صکوک، و به طور خاص، صکوک اجاره است. زیرا این ابزار مالی با توجه به خصوصیتی که دارد، قادر خواهد بود با هزینه‌ی معقول اقدام به جذب نقدینگی کرده و آثار و کارکردهای مفیدی را محقق سازد. در ادامه این آثار را بررسی نموده‌ایم.

### ۱-۳- افزایش بازدهی سرمایه

به طور معمول، فرآیند انتشار اوراق اجاره، نسبت به تأمین مالی به شیوه‌ی سنتی (ترازنامه‌ای) (On-balance sheet) کم هزینه‌تر بوده، به این جهت، بازدهی سرمایه‌ی جذب شده برای شرکت بیشتر خواهد بود.

### ۲-۳- سهولت در تأمین مالی

اوراق اجاره با ایجاد تنوع‌بخش در ابزارهای تأمین مالی در دسترس، باعث افزایش روش‌های تأمین مالی و در نهایت سهولت در آن می‌شود. با این توضیح که در شرایط رکودی، بانک‌ها اغلب تمایلی به اعطای وام ندارند، و در طی دوران رونق اقتصادی نیز، در اکثر مواقع نمی‌توانند پاسخگوی تمام تقاضاهای وام مشتریان خود باشند.

### ۳-۳- بهبود بازدهی دارایی

شرکت‌ها با استفاده از فرآیند اوراق اجاره دارایی‌های را که قابل گردش به صورت نقدینگی را ندارند، به سرمایه‌ی در گردش تبدیل نموده، ضمن آن‌که با انعقاد عقد اجاره، کماکان از دارایی قبلی خود استفاده می‌نمایند. (رجوع کنید به مذاکرات کمیته فقهی سازمان بورس اوراق بهادار- اوراق شماره ۲- به آدرس:

[http://www.spv.ir/index.php?option=com\\_content&view=article&id=63&Itemid=91](http://www.spv.ir/index.php?option=com_content&view=article&id=63&Itemid=91)) این امر، بازدهی سرمایه‌ی ثابت شرکت را به نحو چشمگیری افزایش می‌دهد.

### ۴-۳- متنوع نمودن منابع مالی دست‌یافتنی

افزایش روش‌های تأمین مالی، منابع مالی دست‌یافتنی متنوع را برای بنگاه‌ها ایجاد می‌کند. به این ترتیب، وابستگی به منابع بانکی یا وجوه اندک نهادهای مالی کاهش می‌یابد و از سویی دیگر، امکان بهره‌برداری همزمان از چند منبع تأمین مالی را برای شرکت ایجاد می‌کند. تنوع منابع مالی

دست‌یافتنی، قدرت تصمیم‌گیری مدیران شرکت را افزایش داده و ریسک اقدامات اجرایی را کاهش می‌دهد. (منجو، ۱۳۸۶، ص ۱۹۷)

### ۵-۳- کاهش میزان ریسک اعتباری

از آن‌جا که تأمین مالی از طریق اوراق اجاره به صورت خارج از ترازنامه انجام می‌شود، پول نقد وارده به شرکت، در لیست بدهی‌ها قرار نمی‌گیرد. از این رو نسبت‌های مالی ترازنامه همواره مثبت گردیده و شرکت از مواجهه با ریسک اعتباری و شمول قوانین ورشکستگی نسبت به آن رهایی می‌یابد.

### ۴- مقایسه اوراق اجاره با سایر نهادهای مشابه

یکی دیگر از روش‌های شناخت اوراق اجاره و مزایا و معایب آن بررسی این اوراق در مقایسه با سایر روش‌ها و ابزارهای تأمین مالی است. در این مبحث ما اوراق اجاره را در ارتباط با دو ابزار بسیار مرسوم یعنی اوراق قرضه و اوراق مشارکت که خود از مهم‌ترین راه‌های تأمین مالی هستند مورد بررسی قرار داده‌ایم.

#### ۴-۱- مقایسه اوراق اجاره با اوراق قرضه

اوراق قرضه اسنادی است که به موجب آن شرکت انتشاردهنده متعهد می‌شود مبلغ مشخصی (بهره‌ی سالانه) را در زمان‌هایی خاص به دارنده آن پرداخت کند و در زمان مشخص (سررسید) اصل مبلغ را باز پرداخت کند. دارنده اوراق به عنوان بستانکار حق دریافت اصل و بهره آن را دارد ولی هیچ مالکیتی در شرکت ندارد. (بهکیش، ۱۳۸۴، ص ۱۰۴)

ورقه‌ی قرضه همان‌گونه که از نامش پیداست و در ماده ۵۱ لایحه قانونی اصلاح قسمتی از قانون تجارت به آن اشاره شده است «ورقه قابل معامله‌ای است که معرف مبلغی وام است با بهره معین که تمام یا اجزاء آن در موعد یا مواعد معین باید مسترد گردد.»

ماهیت این اوراق، قرض و شیوه تأمین مالی مبتنی بر آن استقرض می‌باشد. این شیوه تأمین مالی هم اکنون نیز شایع‌ترین و مرسوم‌ترین شیوه تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی و دولت‌ها محسوب می‌شود. (فطرس، ۱۳۸۷، ص ۳) اما در کشور ما، با غیر شرعی اعلام شدن این اوراق از سوی شورای محترم نگهبان، این شیوه تأمین مالی کنار گذاشته شد.

با این اقدام مهم‌ترین راه تأمین مالی شرکت‌ها از بین رفت و تا سال‌ها خلاء این انسداد قانونی احساس می‌شد، هر چند هم اکنون این ابزار تأمین مالی در کشور ما وجود ندارد، اما از آن جهت که این شیوه سال‌ها در کشور مورد استفاده قرار می‌گرفته و هم اکنون نیز در سایر کشورها هم چنان مهم‌ترین شیوه تأمین مالی است، لازم است اوراق اجاره را در ارتباط با این اوراق مورد بررسی قرار دهیم تا معایب و مزایای حاکم بر هر یک از این روش‌ها مشخص شود.

## ۱-۱-۴- معایب

تامین مالی از طریق اوراق قرضه نسبت به تامین مالی از طریق اوراق اجاره با ایراداتی مواجه است که عبارتند از:

۱- خروج اموال ضروری از مالکیت بنگاه (شرکت): اوراق قرضه مرسوم، مبتنی بر بدهی اقدام به تامین مالی بنگاه می‌نماید. یعنی با انتشار اوراق قرضه شرکت، به خریداران اوراق بدهکار می‌شود و مالی از مالکیت بنگاه خارج نمی‌گردد. اما در فرآیند اوراق اجاره دارایی از مالکیت بنگاه خارج می‌شود. چه بسا این دارایی از اموال مهم و ضروری بنگاه همانند زمین، ماشین‌آلات و غیره باشد که خروج آنها از مالکیت بنگاه می‌تواند همواره خطراتی را برای بنگاه اقتصادی به همراه داشته باشد. هر چند بر اساس روال عادی، دارایی به شرکت باز گردانده می‌شود، اما همواره این طور نیست و ممکن است مشکلات و مصائب به وجود آمده روال عادی امور را بر هم زده و دارایی هیچ‌گاه به مالکیت بنگاه بازگردانده نشود. از این رو همواره خطر خروج دارایی‌های ضروری از مالکیت و تصرف بنگاه اقتصادی وجود دارد. این امر همچنین با اصل ثبات سرمایه‌ی شرکت در تعارض است زیرا با تبدیل دارایی ثابت به سرمایه در گردش، امکان به خطر افتادن سرمایه شرکت بیشتر می‌شود و این اقدام ریسک سهام‌داران را افزایش می‌دهد.

۲- کاهش ارزش دارایی مبنای انتشار اوراق اجاره: در فرآیند انتشار اوراق اجاره دارایی از مالکیت شرکت خارج، و به تملک مشاعی سرمایه‌گذاران در می‌آید. در واقع وجه نقد خریداران اوراق، صرف خرید دارایی می‌شود، ضمن آن که درآمد حاصل از دارایی در طول زمان (مدت اجاره) ایجاد می‌شود. بنابراین چه بسا دارایی در مدت اجاره دچار استهلاک شده و از ارزش آن کاسته شود یا اینکه در اثر حادثه‌ای به طور کلی از بین برود. در این صورت سرمایه‌ی خریداران اوراق از بین خواهد رفت. (جعفری، ۱۳۸۷، ص ۲۷۷) البته برای گریز این موضوع برای دارایی پوشش‌های بیمه‌ای کاملی اخذ می‌شود و هزینه استهلاک دارایی را نیز بر عهده مستأجر قرار می‌دهند. این ایراد در اوراق قرضه به این صورت قابل تصور نیست؛ اما همواره خطر ورشکستگی شرکت می‌تواند تهدیدی علیه سرمایه خریداران اوراق قرضه باشد. (رک: سروش، ۱۳۸۷، صص ۳۰۸-۳۰۹)

۳- عدم پیش‌بینی قابلیت تعویض یا تبدیل اوراق اجاره با سهام شرکت: یکی از مزایایی که برای اوراق قرضه مرسوم در نظر گرفته می‌شود، قابلیت تعویض یا تبدیل آن به سهام شرکت پس از پایان دوره سرمایه‌گذاری است. این قابلیت در لایحه قانونی اصلاح قسمتی از قانون تجارت در مواد ۶۵ و ۶۹ پیش‌بینی شده و در زمان اعتبار آن به کار گرفته می‌شد. این مزیت موجب می‌شد سرمایه‌گذاران رغبت بیشتری برای خرید این اوراق داشته باشند. در این مورد هر چند اوراق اجاره بر پایه جدایی سرمایه خریداران از دارایی‌های شرکت شکل می‌گیرد، اما پیش‌بینی این مزایا

می‌توانست در ایجاد رغبت در سرمایه‌گذاران برای خرید این اوراق نقش مهمی داشته باشد. (اسکینی، ۱۳۸۸، صص ۵-۶)

## ۲-۱-۴- مزایا

استفاده از روش اوراق اجاره در تأمین مالی بنگاه‌ها نسبت به روش اوراق قرضه دارای مزایا و محاسنی است که همین امر موجب استقبال گسترده سرمایه‌گذاران به خصوص سرمایه‌گذاران مسلمان از این شیوه سرمایه‌گذاری شده است. برخی از این مزایا عبارتند از:

۱- ربوی نبودن اوراق اجاره نسبت به اوراق قرضه: مزیت اصلی روش تأمین مالی براساس اوراق اجاره نسبت به اوراق قرضه ربوی نبودن این اوراق است. اوراق اجاره با استفاده از روش کسب سود از دارایی، توانسته مشکل بهره ربوی در سرمایه‌گذاری با سود معین را حل کند. اوراق قرضه از آن‌جا که در قالب عقد قرض اقدام به تأمین مالی در بنگاه‌ها می‌نماید و قراردادن هرگونه اضافه در این عقد براساس تعالیم اسلام ربا محسوب می‌شود، موجب می‌شود سرمایه‌گذاران مسلمان علاقه‌ای به سرمایه‌گذاری در این اوراق نداشته باشد. (ر.ک: موسویان، ۱۳۹۱، ص ۱۲۸) این در حالی است که اوراق اجاره براساس منفعت و اجاره‌بهای حاصل از دارایی به سودآوری سرمایه‌گذاران اقدام می‌کند بنابراین مشکل ربوی بودن در این اوراق مطرح نیست.

۲- پشتوانه دارایی داشتن اوراق اجاره: اوراق اجاره در واقع سندهای مالکیت مشاع در یک دارایی هستند؛ در حالی که اوراق قرضه صرفاً سندهایی دال بر بدهی شرکت به سرمایه‌گذاران است. همین امر سبب می‌شود اصل سرمایه خریداران اوراق اجاره از وثیقه و اطمینان خاطر بیشتری برخوردار باشد. زیرا با جدا شدن دارایی از ترازنامه شرکت، خطر ورشکستگی هیچ‌گاه به خریداران اوراق سرایت نمی‌کند؛ و این در حالی است که در اوراق قرضه پشتوانه اوراق، چیزی جز اعتبار صادرکننده‌ی آن‌ها نیست و چه بسا صادرکننده دچار ورشکستگی شود و اصل سرمایه خریداران اوراق با تهدید مواجه گردد. (تاری، پیشین، ص ۳۸)

۳- تطابق‌پذیری اوراق اجاره با تورم نسبت به اوراق قرضه: در اوراق اجاره امکان افزایش ارزش دارایی فیزیکی و در نتیجه افزایش ارزش خود ورقه اجاره وجود دارد. این امر بالاخص در مواردی که جامعه‌ای دچار تورم است بیشتر نمود پیدا می‌کند؛ زیرا قاعدتاً اموال و دارایی‌ها بر مبنای تورم دچار افزایش قیمت می‌شوند. چنین خصوصیتی موجب می‌شود تا ورقه‌ی اجاره همواره یک ویژگی، تحت عنوان سپر ضد تورمی داشته باشد و سرمایه‌گذاران آن را در برابر تورم محافظت شود. در حالی که ورقه قرضه تنها حاکی از یک سند بدهی است و اصل بدهی در این اوراق قابلیت افزایش ندارد؛ بنابراین در مواردی که تورم بیش از سود متعلقه به این اوراق است سرمایه‌گذاران نه تنها به سود دست نمی‌یابند بلکه دچار زیان نیز می‌شوند. (راعی، ۱۳۸۴، ص ۷۰)



۴- معامله اوراق اجاره فروش دارایی است اما فروش اوراق قرضه فروش بدهی است: فروش اوراق اجاره در بازار ثانویه فروش واحدهای مشاع دارایی است؛ اما فروش اوراق قرضه فروش بدهی است. براساس فقه اسلام فروش بدهی با اشکال مواجه است؛ بنابراین بازار ثانویه این اوراق در یک سیستم اسلامی قابلیت استفاده ندارد. (منجو، پیشین، ص ۲۲۳)

۵- تأمین مالی از طریق اوراق اجاره به عنوان بدهی در تراز نامه منعکس نمی‌شود: تأمین مالی از طریق اوراق اجاره را تأمین مالی خارج از ترازنامه نیز می‌نامند. علت این نامگذاری بدین سبب است که تأمین مالی با این روش مستلزم فروش دارایی است و صرفاً جنبه مثبت یعنی نقدینگی وارده به شرکت در صورت‌های مالی نمایش داده می‌شود و بر بدهی‌های شرکت چیزی افزون نمی‌گردد. درحالی که در اوراق قرضه نقدینگی جذب شده به عنوان بدهی منعکس می‌شود و نسبت-های مالی شرکت را منفی می‌کند. (تقوی، ۱۳۸۹، ص ۱۰۸)

#### ۲-۴- مقایسه اوراق اجاره با اوراق مشارکت

اوراق مشارکت در اصطلاح علم اقتصاد، اوراق بهادار است که توسط دولت، شهرداری، شرکت‌های دولتی و خصوصی، برای تأمین اعتبار طرح‌های عمرانی، منتشر می‌گردد. تهیه‌ی دستورالعمل اجرایی و مقررات ناظر بر انتشار اوراق مشارکت بر عهده‌ی بانک مرکزی است. طبق دستورالعمل بانک مرکزی، اوراق مشارکت اوراق بهاداری هستند که با مجوز بانک مرکزی برای تأمین بخشی از منابع مالی مورد نیاز، طرح‌های سودآور تولیدی و خدماتی (به استثنای امور بازرگانی) در چارچوب عقد مشارکت مدنی، منتشر می‌شود. در هر ورقه‌ی مشارکت، میزان سهم‌دارنده‌ی آن مشخص شده است. تفاوت اوراق مشارکت و اوراق قرضه این است که در اوراق مشارکت وجوه دریافتی حتماً باید در طرح‌های مشخص تولیدی، عمرانی، یا خدمات به کار گرفته شود، اما در اوراق قرضه برای وام گیرنده محدودیت خاصی ایجاد نمی‌گردد. (مهدویان، ۱۳۹۱، ص ۴)

با غیر شرعی اعلام شدن اوراق قرضه در سال ۱۳۶۳ توسط شورای محترم نگهبان، تنها روش تأمین مالی شرکت‌ها مسدود شد. عدم پیش‌بینی روش جایگزین نیز سبب شد تا سال‌ها خلاء اوراق قرضه احساس شود. در آن دوران تنها روش جذب نقدینگی توسط شرکت‌ها استفاده از تسهیلات بانکی بود که آن هم با توجه به هزینه‌ی بالا و وثیقه‌های سنگینی که بانک‌ها طلب می‌کردند، مقرون به صرفه نبود.

راه کار ارائه شده در آن زمان طراحی ابزار جدید تأمین مالی، تحت عنوان «اوراق مشارکت» بود. این اوراق بر پایه عقد مشارکت مدنی منتشر می‌شود و صاحبان سرمایه به جای قرض دادن و گرفتن بهره به نسبت آورده خود در طرح با پروژه یک مؤسسه اقتصادی شریک می‌شوند و براساس توافق، سود حاصله را بین خود تقسیم می‌کنند.

### ۱-۲-۴- محدودیت‌ها

استفاده از روش تأمین مالی از طریق اوراق مشارکت نسبت به روش تأمین مالی از طریق اوراق اجاره با محدودیت‌هایی مواجه است که مهم‌ترین آن‌ها عبارتند از:

۱- استفاده از اوراق مشارکت در مورد شرکت‌هایی که احتیاج به تأمین مالی در امور غیرتوسعه‌ای را دارند امکان‌پذیر نیست: اوراق مشارکت، در اصل برای طرح‌ها و پروژه‌های جدیدالاحداث منتشر می‌شوند. ماهیت مشارکت در این اوراق مقتضی چنین امری است، بنابراین در صورتی که شرکت، صرفاً احتیاج به نقدینگی، بدون احداث پروژه یا طرح جدید داشته باشد، نمی‌تواند از این اوراق برای تأمین مالی بهره‌بردارد. (فطرس، پیشین، ص ۱۰۷)

۲- استفاده از نقدینگی اوراق مشارکت تنها در یک پروژه خاص امکان‌پذیر است: این مطلب که از مواد ۱ و ۱۰ قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت مصوب ۱۳۷۶ برداشت می‌شود، اختیار شرکت‌ها در استفاده از وجوه حاصله از انتشار این اوراق را محدود می‌نماید. و خود یکی از معایب بزرگ این روش تأمین مالی است. (دمرجیلی، ۱۳۸۶، ص ۵۲)

۳- اوراق مشارکت در هر لحظه قبل از سررسید قابل بازخرید هستند: (ر.ک: ماده ۱۹ آیین‌نامه انتشار اوراق مشارکت) این نکته یکی از دلایل اصلی استقبال نکردن شرکت‌های خصوصی از این اوراق است؛ زیرا شرکت‌های غیردولتی همانند دولت، این توانایی را ندارند که در هر زمان اوراق مشارکت منتشره را بازخرید کنند و در بهترین شرایط با به ثمر نشستن سرمایه‌گذاری و در زمان سررسید می‌توانند اقدام به بازخرید اوراق نمایند. (نوریخس، ۱۳۹۱، صص ۳۷-۳۸)

۴- برای اوراق مشارکت اصولاً تا قبل از اتمام پروژه سودآوری قابل تصور نیست: هر چند دولت و شرکت‌هایی که از این اوراق برای تأمین مالی پروژه‌های خود استفاده می‌کنند، برابر قانون به صورت ماهانه یا سالیانه در طی دوران مشارکت به خریداران این اوراق سود پرداخت می‌کنند؛ اما واضح است که یک پروژه اقتصادی مثل سد، نیروگاه، کارخانه و ... تا قبل از اتمام طرح و به ثمر رسیدن پروژه سودآوری ندارد و پرداخت مبالغی تحت عنوان سود نمی‌تواند مبنا داشته باشد. زیرا یک کارخانه تا مراحل راه‌اندازی و تولید، قاعدتاً سودی به دست نمی‌آورد، بنابراین شناسایی و پرداخت مبالغی به عنوان سود توجیه منطقی ندارد.

۵- در نگاه عموم جامعه اوراق مشارکت دارای بهره ربوی است: از آن‌جا که سود قطعی پرداخت شده به این اوراق همواره معادل سود علی‌الحساب می‌باشد، که از قبل اعلام شده است این شبهه در دیدگاه عموم مردم ایجاد می‌شود که این اوراق ربوی هستند. زیرا با خرید این اوراق سود از پیش تعیین شده‌ای می‌گیرند و در زیان نیز شریک نخواهند بود. (فطرس، محمدحسن و حسین محمودی، پیشین، ص ۸) ایراد مطرح شده در بند ۴ نیز این دیدگاه را تقویت می‌کند؛ زیرا در

دوره‌ای به اوراق سود پرداخت می‌شود که پروژه هنوز به بهره‌برداری نرسیده است؛ بنابراین حصول سود نیز قابل تصور نیست. شکل‌گیری این دیدگاه در جامعه سبب شده در سال‌های اخیر این اوراق با استقبال چندانی مواجه نشود به طوری که در نیمه نخست سال ۱۳۸۶ حدود ۳۰ درصد از اوراق مشارکت منتشر شده به فروش نرفت.

۶- اوراق مشارکت در سطح وسیع توسط بانک مرکزی انتشار می‌یابد: زمان اجرای برنامه سوم توسعه اقتصادی، بانک مرکزی دریافت که وضعیت بانک‌های دولتی از نظر کفایت سرمایه نامناسب است؛ بنابراین به منظور گردآوری نقدینگی و تأمین منابع مالی لازم برای افزایش سرمایه بانک‌ها و رعایت نرخ‌های کفایت سرمایه، از مجلس وقت، مجوز انتشار اوراق مشارکت را گرفت. بدین ترتیب بانک مرکزی به صادرکننده‌ی اوراق مشارکت بدل شد. این اقدام، مبتنی بر تجارب متعارف دنیا نبود. در جهان امروز کمتر می‌بینیم که بانک‌های مرکزی، راساً اوراق قرضه منتشر کنند. خرید و فروش اوراق قرضه توسط بانک‌های مرکزی مربوط به عملیات بازار باز است. در این عملیات، بانک‌های مرکزی شروع به خرید اوراق قرضه منتشر شده توسط خزانه دولت می‌کنند تا نقدینگی را وارد اقتصاد کنند و برعکس شروع به فروش اوراق قرضه دولتی می‌کنند تا نقدینگی را از جامعه جمع کنند. لذا به نظر می‌رسد، روند انتشار اوراق مشارکت توسط بانک مرکزی، یکی دیگر از ایرادهای این اوراق باشد که احتیاج به بازنگری اساسی دارد. بازنگری نخست باید این باشد که بانک مرکزی به جای انتشار اوراق مشارکت، وارد عملیات بازار باز شده و با خرید و فروش اوراق منتشره، نقدینگی را کنترل کنند، نه این که به عنوان بانی اقدام به انتشار اوراق نماید. (همان، ص ۱۰۸)

## ۲-۲-۴- مزایا

تأمین مالی از طریق اوراق اجاره نسبت به اوراق مشارکت از مزایایی برخوردار است مهم‌ترین این مزایا عبارتند از:

۱- اوراق اجاره سود قطعی و پیش‌بینی شده دارند اما اوراق مشارکت دارای سود علی‌الحساب هستند؛ فرآیند تأمین مالی از طریق اوراق اجاره این امکان را فراهم می‌آورد تا به دور از شبهه‌ی ربوی بودن، سود قطعی و مشخصی برای سرمایه‌گذاران، در ابتدای سرمایه‌گذاری تعیین شود. این در حالی است که اوراق مشارکت دارای سود قطعی و مشخص در ابتدای سرمایه‌گذاری نیست و همواره سود به صورت علی‌الحساب تعیین می‌شود.

۲- اوراق اجاره از لحظه خرید دارای سود واقعی (اجاره‌بها) است. اما سود اوراق مشارکت تنها با اتمام و فروش پروژه محقق می‌شود.

۳- در اوراق مشارکت حالت زیان در پروژه اقتصادی قابل تصور است، اما در اوراق اجاره این گونه نیست. هر چند با تضمین پرداخت اصل و سود اوراق مشارکت این نتیجه را تأمین می‌کنند، اما این

اوراق به دلیل ماهیت مشارکت خود، می‌تواند حالت زیان‌دهی داشته باشند، اما در اوراق اجاره زیان حاصل از عملیات اقتصادی وجود ندارد. (اسکینی، پیشین، ص ۱۴).

۴- نظارت بر شفافیت مالی شرکت‌هایی که اوراق مشارکت منتشر می‌کنند، در سطح پایین است اما ناشر اوراق اجاره باید گزارش‌ها و صورت‌های مالی شفاف داشته باشد.

### نتیجه‌گیری

اوراق اجاره که محصول دانش مهندسی اسلامی با الهام‌گیری از فرآیند تبدیل به اوراق بهادار نمودن دارایی‌ها در نظام مالی غرب است توانسته با عملکردی مثبت انتظارات شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران را برآورده نموده و به عنوان یک روش تأمین مالی اسلامی، کارآ و مقرون به صرفه مطرح شود. همین امر موجب موفقیت انتشار این اوراق در سطح جهانی و کشور ما شده است.

روش کار اوراق اجاره در تأمین منابع مالی ساده بوده و برارکان اصلی بانی، واسط و امین استوار است. بعلاوه از آن‌جا که این ارکان در ساختارهای رسمی بازار اوراق بهادار ایران تاسیس شده است شرکت‌ها به شکل سهل‌تری امکان به‌کارگیری آن را خواهند داشت.

در مقایسه‌ی اوراق اجاره با اوراق قرضه می‌توان گفت که مزیت اصلی روش تأمین مالی براساس اوراق اجاره نسبت به اوراق قرضه ربوی نبودن این اوراق است. اوراق اجاره با استفاده از روش کسب سود از دارایی، توانسته مشکل بهره‌ربوی در سرمایه‌گذاری با سود معین را حل کند. همچنین، اوراق اجاره سندهای مالکیت مشاع در یک دارایی هستند؛ در حالی که اوراق قرضه صرفاً سندهایی دال بر بدهی شرکت به سرمایه‌گذاران است. همین امر سبب می‌شود اصل سرمایه‌ی خریداران اوراق اجاره از وثیقه و اطمینان خاطر بیشتری برخوردار باشد. به علاوه ورقه‌ی اجاره همواره یک ویژگی خاص تحت عنوان سپر ضد تورمی دارد و سرمایه‌ی خریداران آن را در برابر تورم محافظت می‌کند. در حالی که ورقه قرضه تنها حاکی از یک سند بدهی است و اصل بدهی در این اوراق قابلیت افزایش ندارد. فروش اوراق قرضه فروش بدهی است. براساس فقه اسلام فروش بدهی با اشکال مواجه است؛ اما این مشکل در اوراق اجاره وجود ندارد. در نهایت این‌که تأمین مالی از طریق اوراق اجاره به عنوان بدهی در ترازنامه منعکس نمی‌شود، درحالی که در اوراق قرضه نقدینگی جذب شده به عنوان بدهی منعکس می‌شود و نسبت‌های مالی شرکت را نفی می‌کند.

تأمین مالی از طریق اوراق اجاره نسبت به اوراق مشارکت از مزایایی برخوردار است. اوراق اجاره سود قطعی و پیش‌بینی شده دارند، اما اوراق مشارکت دارای سود علی‌الحساب هستند؛ اوراق اجاره از لحظه‌ی خرید دارای سود واقعی (اجاره‌بها) است؛ اما سود اوراق مشارکت تنها با اتمام و فروش پروژه محقق می‌شود. در اوراق مشارکت حالت زیان در پروژه اقتصادی قابل تصور است، اما در اوراق اجاره

این گونه نیست و زبان حاصل از عملیات اقتصادی وجود ندارد. همچنین، نظارت بر شفافیت مالی شرکت‌هایی که اوراق مشارکت منتشر می‌کنند، در سطح پایین است اما ناشر اوراق اجاره باید گزارش‌ها و صورت‌های مالی شفاف داشته باشد.

در کشور ما، شرکت‌های تجاری اغلب با مشکل کمبود نقدینگی دست به‌گریبان هستند. در مقطع کنونی، راه‌های جذب نقدینگی محدود بوده و تمام این راه‌ها نیز برای شرکت‌ها عملیاتی و مقرون به صرفه نیست. بهترین راهی که می‌توان پیشنهاد داد، استفاده از صکوک، و به طور خاص، صکوک اجاره است. زیرا این ابزار مالی با توجه به خصوصیتی که دارد، قادر خواهد بود با هزینه‌ی معقول اقدام به جذب نقدینگی کرده و آثار و کارکردهای مفیدی را محقق سازد.

استفاده از ابزار مالی اوراق اجاره، پیامدهایی در شرکت‌های تجاری به‌وجود خواهد آورد. این تأثیرات اغلب به دلیل بهبود یافتن نسبت‌های مالی ترازنامه‌ی شرکت به وجود می‌آید، مهم‌ترین این تأثیرات عبارت‌اند از: افزایش بازدهی سرمایه، سهولت در تأمین مالی، بهبود بازدهی دارایی، متنوع نمودن منابع مالی دست‌یافتنی و کاهش میزان ریسک اعتباری است.



## منابع

۱. ابراهیمی، مریم، (۱۳۸۹) نقش صکوک در تأمین مالی پروژه‌ها و تأملی بر قوانین و مقررات حاکم بر آن، مجله پژوهش‌های حقوقی، شماره ۱۷، نیمسال اول.
۲. اسکینی، ربیعا، (۱۳۸۸) تأملاتی در خصوص ساختار و ماهیت حقوقی اوراق مشارکت مؤسسات و شرکت‌های دولتی و خصوصی، پژوهش‌های حقوق تطبیقی، دوره ۱۳، شماره ۴.
۳. بهکیش، محمد مهدی، (۱۳۸۱) اقتصاد چیست؟، چاپ دوم، نشر نی، تهران.
۴. تازی، فتح اله، (۱۳۹۱) صکوک در نظام پولی و مالی ایران، چاپ اول، پژوهشکده پولی و بانکی، تهران.
۵. تسخیری، محمدعلی، (پاییز ۱۳۸۶) مبانی شرعی اوراق بهادار اسلامی (صکوک)، فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، سال هفتم، شماره ۲۷.
۶. تقوی، مهدی و دیگران، (پاییز ۱۳۸۹) ارزیابی روش تأمین مالی برون ترانزنامه‌ای (اجاره عملیاتی)، بر قیمت سهام و سود شرکت‌های پذیرفته شده در بازار بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه مطالعات کمی در مدیریت، شماره ۴.
۷. جعفری، علی، (۱۳۸۷) اصول و مبانی سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار، چاپ اول، انتشارات کیومرث، تهران.
۸. دمرچیلی، محمد، (۱۳۸۶) قانون تجارت در نظم حقوقی کنونی، چاپ ششم، انتشارات میثاق عدالت، تهران.
۹. راعی، رضا و علی سعیدی، (۱۳۸۴) مبانی مهندسی مالی و مدیریت ریسک، چاپ اول، انتشارات سمت، تهران.
۱۰. رحیمی، سید علی اصغر، (۱۳۸۰)، بررسی فقهی و حقوقی اوراق بهادار اجاره، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه امام صادق (ع).
۱۱. رحیمی نجف آبادی، محمد، (۱۳۸۹)، شناسایی و طبقه‌بندی ریسک‌های مربوط به اوراق بهادار اجاره، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه امام صادق (ع).
۱۲. سروش، ابودر و محسن صادقی، (۱۳۸۹) مدیریت ریسک اوراق بهادار اجاره (صکوک اجاره)، چاپ شده در: مجموعه مقالات گفتارهایی درباره‌ی اوراق بهادار اسلامی (صکوک)، چاپ اول، انتشارات دانشگاه امام صادق، تهران.
۱۳. صالح آبادی، علی، (زمستان ۱۳۸۲) بورس‌بازی در بازار سهام از دیدگاه اسلام، فصلنامه پژوهشی دانشگاه امام صادق (ع)، شماره ۲۰.

۱۴. طغیانی، علیرضا؛ (۱۳۸۲)، طراحی مدل ریاضی چند دوره‌ای برنامه‌ریزی آرمانی جهت تامین مالی بهینه شرکت ایران خودرو.
۱۵. فطرس، محمد حسن و حسین محمودی، (اردیبهشت ۱۳۸۷) صکوک - ابزاری مناسب برای جانشینی اوراق قرضه، مجموعه مقالات همایش اقتصاد اسلامی و توسعه، دانشگاه فردوسی مشهد، ۱۸ و ۱۹.
۱۶. قحف، منذر، (۱۴۱۵ه.ق). سندات الجاره و الاعیان الموجهه، الاولى، المعهد الاسلامی للبحوث و التدريس البنک الاسلامی للتنمیه، ریاض.
۱۷. کاتوزیان ناصر، (۱۳۸۵)، حقوق مدنی: اموال و مالکیت، نشر میزان، تهران.
۱۸. کریمی، مجتبی، (۱۳۸۸)، بررسی فرآیند تامین مالی و سیاست‌گذاری از طریق انتشار اوراق اجاره، موسسه عالی بانکداری ایران، تهران.
۱۹. مبلغی، احمد، (۱۳۸۳) اوراق اجاره، مجله فقه و حقوق، شماره ۲، سال اول.
۲۰. مکاوی، محمد محمود، (۲۰۰۳م) مستقبل البنوک الاسلامیه، فی الظل التطورات الاقتصادیه العالمیه، بی‌جا.
۲۱. منجو، احمد فیصل، (پاییز زمستان ۱۳۸۶) تبدیل به اوراق بهادار نمودن دارایی‌ها؛ راهکار مهم برای بانک‌های اسلامی، مترجم: مجتبی کریمی، ماهنامه روند، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، شماره ۵۴ و ۵۵.
۲۲. مهدویان، محمد هادی، (۱۳۹۱) طراحی چارچوب توسعه نهادها و ابزارهای غیرمستقیم سیاست پولی، مجموعه مقالات شانزدهمین همایش بانکداری بدون ربا، مؤسسه عالی بانکداری ایران، ص ۴، قابل دسترس در وبسایت رسمی این سازمان.
۲۳. موسوی، سید محسن، تاریخچه طراحی و توسعه صکوک اجاره در جهان و ایران، فصلنامه تازه‌های اقتصاد، شماره ۱۳۶، تابستان ۱۳۹۱.
۲۴. ----- و میثم هاشم‌خانی، (آذرماه ۱۳۸۹) صکوک: مطالعات تطبیقی و بررسی وضعیت صکوک در کشورهای اسلامی، روزنامه دنیای اقتصاد.
۲۵. موسویان، سید عباس، صکوک اجاره به عنوان حیلہ ربا، فصلنامه‌ی تازه‌های اقتصاد، شماره ۱۳۶، تابستان ۱۳۹۱.
۲۶. -----، (۱۳۸۶)، ابزارهای مالی اسلامی، انتشارات پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، تهران.

۲۷. ----- و سعید فراهانی فرد، (۱۳۸۹) اوراق بهادار اجاره (صکوک اجاره)، چاپ شده در: مجموعه مقالات «گفتارهایی درباره‌ی اوراق بهادار اسلامی (صکوک)»، چاپ اول، انتشارات دانشگاه امام صادق، تهران.
۲۸. نجفی، مهدی، (مرداد ۱۳۸۵) بررسی فرآیند تأمین مالی از طریق انتشار اوراق صکوک، ماهنامه بورس، شماره ۵۳.
۲۹. نوربخش، ایمان، (۱۳۹۱) پیشنهادهایی برای کارآمدی بیشتر اوراق مشارکت، فصلنامه تازه‌های اقتصاد، شماره ۱۳۶.
۳۰. وحیدی، امیرحسین، (۱۳۸۴)، تحلیلی پیرامون عقد اجاره به شرط تملیک، مجله کانون، دوره دوم، شماره ۵۸، صص ۶۰-۸۵.
31. Arsalan tarigh, Ali, (2004) managing financial risks of sukuk structure, London: Lovells, p 12.
32. Alvi, Ijlal Ahmed, (2012) , “Sukuk”, lecture presented at Conference on the Role of Sukuk in Development, Istanbul, Turkey.
33. Islamic Finance Review, (2008) Published by the Central Bank of Bahrain (CBB) , April 2008 Issue 21.
34. Kahf, Monzer, (2006) Sukuk: Principles, Structures and Performance, Tehran, Sharif University, Training Course.
35. Kristel Richard, (2003) a closer look at ijarah sukuk , Standard and Poor's, Research. Telpner, Joel S. p 104.
36. Hoffman, Scott L. (1957). “The law and business of international project finance: a resource for governments, sponsors, lenders, lawyers, and project participants”.
37. Merton, H. (1995), ”Theory of Rational Option Pricing”, Bell Journal of Economics and Management Science 4: 7-8.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی