

# آسیب‌شناسی پیاده‌سازی اوراق اجاره در بازارهای پول و سرمایه کشور

تاریخ دریافت: ۱۳۹۱/۴/۲۵ تاریخ تأیید: ۱۳۹۱/۱۱/۱

مهدی ذوالفقاری\*  
آتوسا گودرزی\*\*  
بهرام سحابی\*\*\*

## چکیده

سرمایه مالی و روش‌های تأمین آن، یکی از موضوعات مهم پیش‌روی فعالان اقتصادی است. در این باره یکی از ابزارهای قابل کاربرد، اوراق اجاره است. طی سال‌های اخیر این اوراق به واسطه برخورداری از مزیت‌هایی مانند مطابقت با شریعت و قانون، داشتن پشتوانه قابل اطمینان، مقبول واقع شدن و کارآمد بودن، مورد توجه جدی مسئولان قرار داشته است و بر همین اساس، برخی تدارکات قانونی نیز در دست انجام است. با این حال همچنان موانعی در راه پیاده‌سازی این ابزار در هر دو بازار پول و سرمایه وجود دارد که مهم‌ترین آنها به وجود زیرساخت‌های قانونی و عملیاتی و وابستگی بازدهی این اوراق به نوسان‌های متغیرهای کلان مانند تورم و نرخ تسهیلات نظام بانکی باز می‌گردد.

روش تحقیق در مقاله پیش‌رو به دو صورت کتابخانه‌ای و مصاحبه و نظرسنجی از متخصصان و خبرگان حوزه دانشگاهی و اجرایی (بازار پول و سرمایه) است. پژوهش پیش‌رو درصدد است با شناسایی چالش‌ها و محدودیت‌های پیش‌روی، راهکار پیشنهادی جهت به‌کارگیری مؤثر این ابزار اسلامی در اقتصاد را ارائه دهد.

**واژگان کلیدی:** اوراق اجاره، بازار پول، بازار سرمایه.

**طبقه‌بندی JEL:** G21, E51.

\*. دانشجوی دکترای اقتصاد دانشگاه تربیت مدرس (نویسنده مسئول).

Email: mahdizolfaghari1985@gmail.com.

Email: atousagoodarzi@gmail.com.

\*\*. استادیار اقتصاد دانشگاه علامه طباطبائی.

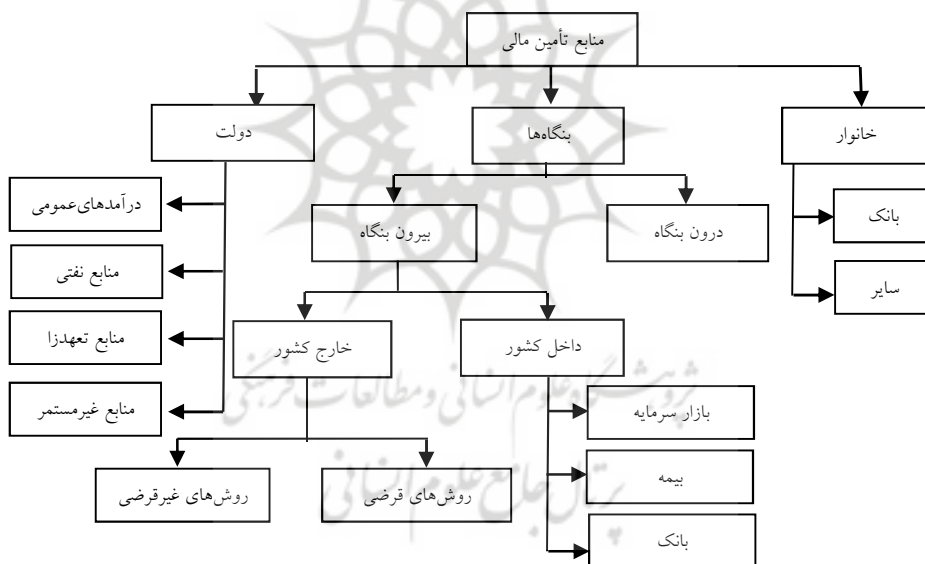
Email: sahabi\_b@modares.ac.ir.

\*\*\*. استادیار اقتصاد دانشگاه تربیت مدرس.

## مقدمه

یکی از ملزومات اساسی برای پدیدساختن و توسعه هر کسب‌وکار، سرمایه و منابع مالی است. کمبود سرمایه و عدم دسترسی به منابع مالی کافی از جمله عمده‌ترین مشکلاتی است که بخش‌های دولتی و خصوصی در جهت فراهم‌سازی و اجرای پروژه‌های بزرگ زیربنایی و توسعه‌ای روبه‌رو هستند. چگونگی تأمین مالی و تهیه بودجه اجرایی لازم برای انجام پروژه‌های زیربنایی و بهره‌برداری از محصولات و خدمات حاصل از آنها در حال حاضر به‌عنوان یکی از مهم‌ترین چالش‌های پیش‌روی کشورهای در حال توسعه مطرح است. اندیشیدن، راهکاری برای تأمین منابع مالی مورد نیاز پروژه از مراحل اولیه جهت حصول اطمینان از به انجام رسیدن پروژه است. شکل (۱) خلاصه‌ای از منابع گوناگون تأمین مالی به تفکیک خانوارها، بنگاه‌ها و دولت را نشان می‌دهد.

شکل (۱): منابع گوناگون تأمین مالی خانوارها، بنگاه‌ها و دولت



طراحی و پیاده‌سازی ابزارهای تأمین مالی جدید در چند دهه گذشته به‌عنوان یکی از راهکارهای تأمین مالی پروژه‌ای مطرح شده است. کشورهای گوناگونی نیز بسته به چارچوب نظام اقتصادی خود به استفاده از برخی از این ابزار اقدام کرده‌اند.

در کشورهای مسلمان با الغای اصل بهره و ربا در نظام اقتصاد اسلامی، استفاده از برخی از این ابزارها کاربرد ندارد؛ بنابراین این کشورها باید به‌دنبال طراحی ابزارهای جدیدی

مبتنی بر اصول اسلامی جهت تأمین مالی باشند (سروش و صادقی، ۱۳۸۶، ص ۱). در این بین گونه‌های گوناگونی از اوراق بهادار اسلامی طراحی شده که آنها را می‌توان در سه گروه عمده طبقه‌بندی کرد:

۱. ابزارهای مالی غیرانتفاعی جهت تأمین مالی اهداف خیرخواهانه؛

۲. ابزارهای مالی انتفاعی با سود معین برای سرمایه‌گذاران ریسک‌گریز؛

۳. ابزارهای مالی انتفاعی با سود انتظاری برای سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر.

یکی از ابزارهای مالی اسلامی که از طرف کارشناسان مالی اسلامی پیشنهاد شده و در برخی از کشورهای اسلامی به مرحله اجرا درآمده، اوراق بهادار اجاره است. این اوراق برای مقاصد خاص مانند تأمین مالی پروژه‌ها، لیزینگ، تأمین مالی تجاری و ابزارهای بازار رهن مورد استفاده قرار می‌گیرد (موسویان و کریمی، ۱۳۸۸، ص ۸). اوراق اجاره، اوراق بهاداری است که دارنده آن مالک بخشی از دارایی است که براساس قرارداد اجاره به بانی واگذار می‌شود. این اوراق می‌تواند جهت تأمین مالی بخش وسیعی از اقتصاد جریان پیدا کنند که مهم‌ترین این موارد شامل کالاهای مصرفی بادوام، کالاهای سرمایه‌ای بنگاه‌های اقتصادی و کالاهای سرمایه‌ای دولت و مؤسسه‌های دولتی است.

تجربه این اوراق در کشورهای پیش‌گام مانند مالزی و اردن و حتی کشورهای غیراسلامی مانند آلمان حکایت از کامیابی این ابزار در جذب و انتقال پس‌اندازهای راکد برای سرمایه‌گذاری‌های مولد دارد. در حال حاضر چارچوب قانونی و ضوابط اجرایی این اوراق در بازار پول و سرمایه کشور نیز طبق آیین‌نامه «ضوابط ابزار مالی اوراق اجاره (صکوک اجاره)»<sup>\*</sup> و دستورالعمل «انتشار اوراق اجاره (در بازار سرمایه)» و دستورالعمل «انتشار صکوک اجاره (ریالی و ارزی) در سیستم بانکی»<sup>\*\*</sup> فراهم شده است و مصداق‌هایی از این اوراق در فرابورس در حال معامله است.

مسئله‌ای که تحقیق پیش‌رو به دنبال پاسخ به آن است، این‌که با توجه به سابقه کم معرفی این اوراق در کشور، آیا پیاده‌سازی این اوراق، همراه با نتیجه‌های موفقیت‌آمیزی (مانند کشورهای دیگر) خواهد بود؟ زیرا ساختار استفاده‌شده برای تأمین مالی پروژه در

\*. به استناد بند «۴» ماده «۴» (۴) قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران.

\*\* به استناد ماده ۸۳ و جزء «ب» ماده ۹۷ قانون برنامه پنجم توسعه جمهوری اسلامی ایران.

یک کشور ممکن است به علت وجود تفاوت‌ها در قوانین و شرایط آن مؤثر نباشد در حالی که به طور مؤثری در کشور دیگر استفاده شود. نکته مهم انتخاب شکل صحیح روش تأمین مالی با توجه به شرایط هر پروژه و کشور میزبان است. بر همین اساس در مقاله پیش‌رو به بررسی و آسیب‌شناسی پیاده‌سازی این اوراق در بازار پولی و مالی کشور پرداخته می‌شود و این مهم از بُعدها و جنبه‌های گوناگونی مورد بررسی قرار می‌گیرد.

در این مقاله، پیشینه تحقیق در بخش دوم ارائه می‌شود. در بخش سوم شرح مختصری راجع به اوراق اجاره ارائه می‌شود. در بخش چهارم به مقایسه اوراق قرضه، اوراق مشارکت و اوراق اجاره پرداخته و در بخش پنجم چالش‌های مهم پیش‌روی پیاده‌سازی اوراق اجاره اعم از چالش‌های حقوقی و قانونی و آثار نوسان‌های نرخ سود تسهیلات بر هزینه اجاره اوراق اجاره مورد بررسی قرار می‌گیرد. در پایان نتیجه‌گیری و پیشنهادهایی ارائه می‌شود.

فرضیه تحقیق پیش‌رو را می‌توان در دو مورد ذیل مورد بررسی قرار داد:

۱. پیاده‌سازی اوراق اجاره در بازار پول موفقیت‌آمیز خواهد بود.

۲. پیاده‌سازی اوراق اجاره در بازار سرمایه موفقیت‌آمیز نخواهد بود.

جامعه آماری و روش تحقیق در این مقاله عبارت هستند از:

۱. مستندات و پژوهش‌های موجود (کتابخانه‌ای)؛

۲. مصاحبه و نظرسنجی از خبرگان دانشگاهی و اجرایی (بازار پول و سرمایه).

درباره نوآوری این پژوهش می‌توان بیان کرد که مطالعه‌های صورت‌گرفته در حوزه ابزارهای مالی اسلامی از جمله صکوک بیشتر درباره معرفی قابلیت‌های این ابزار و طراحی مدل‌های جدید این ابزار است. این در حالی است که پژوهش پیش‌رو به دنبال شناسایی نقاط ضعف یا در حقیقت چالش‌های پیش‌روی پیاده‌سازی این اوراق در بازار و سرمایه و پول کشور با تأکید بر مؤلفه‌های قانونی و محیطی حاکم بر کشور است. در فرضیه و پرسش تحقیق به دنبال پاسخ‌گویی به این پرسش هستیم که آیا پیاده‌سازی اوراق اجاره در بازار پول و سرمایه موفقیت‌آمیز خواهد بود یا نه؟ در جهت پاسخ‌گویی به این پرسش، ما به بررسی ساختار بازار پول و سرمایه، قوانین و مقررات حاکم و ... می‌پردازیم. در این باره پیاده‌سازی موفق اوراق در بازارها، رویارویی با چالش‌ها و نقاط ضعف خواهد بود. با این وجود گاهی این چالش‌ها وزن کمتری دارند و صرف‌نظر کردن از آنها در فرایند پیاده‌سازی اوراق، خلل چندانی در کامیابی آنها نخواهد داشت. گاهی نیز این چالش‌ها آنچنان برجسته

است که صرف نظر کردن از آنها، پیاده‌سازی کامیاب اوراق را با خطری جدی روبه‌رو می‌سازد. در این باره شناسایی نقاط ضعف و چالش‌های پیش‌رو پیش‌نیاز یا شرط لازم برای پاسخ‌گویی به فرضیه اصلی تحقیق است. همان‌طور که موارد پیش‌گفته می‌تواند یکی از یافته‌های جانبی پرسش اصلی مقاله پیش‌رو باشد.

## پیشینه تحقیق

نوآوری مالی عمده‌ای که در دهه ۱۹۸۰ پا گرفت و بر نقش واسطه‌های مالی در بازار سرمایه اثر قابل ملاحظه‌ای بر جا گذاشت، پدیده تبدیل کردن دارایی‌ها به اوراق بهادار (Securitization) بود. تبدیل به اوراق بهادار کردن، عبارت است از روشی برای تأمین وجوه مطالبه‌هایی مانند بدهی‌های رهنی، اجاره، وام‌ها یا کارت‌های اعتباری که از راه خلق اوراق بهادار قابل مبادله با پشتوانه دارایی‌ها، به تعادل می‌رسند (موسویان، ۱۳۸۴، ص ۲۳۹).

۱۳۵

ایده انتشار اوراق اجاره (صکوک اجاره) برای نخستین بار به وسیله مندر کحف (Monzer kahaf) در مقاله معروف وی با عنوان «استفاده از اوراق اجاره دارایی برای پوشش شکاف بودجه» در سال ۱۹۹۷ مطرح شد و پس از بررسی جزئیات عملیات آن، انتشار آن آغاز شد (پهلوان و رضوی، ۱۳۸۶، ص ۲۳). استفاده از لفظ صکوک جهت ابزارهای مالی اسلامی برای نخستین بار در سال ۲۰۰۲ در جلسه فقهی بانک توسعه اسلامی (IDB) پیشنهاد شد. بعد از آن سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی (Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institution) به معرفی ۱۴ نوع صکوک اقدام کرد. با وقوع حوادث ۱۱ سپتامبر، مسلمانان به علت روبه‌رو شدن با مشکل‌های متعدد جهت تأمین مالی از راه کشورهای غربی، بیش از پیش به استفاده از ابزارهای اسلامی بازار سرمایه و سرمایه‌گذاری در کشورهای اسلامی بیش از پیش رو آوردند. از آن زمان کلمه «صکوک» در دنیا بسیار گسترش یافت تا جایی که حتی کشورهای غیراسلامی جهت جذب سرمایه مسلمانان به استفاده از این ابزار اقدام کردند (سروش، ۱۳۹۰، ص ۴).

در کشور نیز با تصویب قانون بازار اوراق بهادار در سال ۱۳۸۴، زمینه لازم برای طراحی و انتشار انواع گوناگون ابزارهای مالی اسلامی جدید فراهم شده است. در این میان اوراق اجاره به عنوان نخستین ابزار جدید (پس از اوراق مشارکت) مورد توجه سازمان بورس و

اوراق بهادار قرار گرفت و با رفع مشکل مالیاتی موجود جهت انتشار این ابزار در بهمن ماه ۱۳۸۸، زمینه لازم برای استفاده از این ابزار مالی جدید در بازار سرمایه کشور فراهم شد. نیز با تصویب دستورالعمل «انتشار اوراق صکوک اجاره در سیستم بانکی» در سال ۱۳۹۰ زمینه استفاده از این اوراق برای تأمین مالی پروژه‌های دولتی در بازار پولی نیز فراهم شد. درباره صکوک به‌ویژه صکوک اجاره مطالعاتی نیز به‌وسیله محققان داخلی پیرامون معرفی و طراحی این اوراق صورت گرفته است که در ادامه تشریح می‌شود.

مبلغی (۱۳۸۳) در مطالعه‌ای تحت عنوان «اوراق اجاره» به بررسی و مطالعه فقهی سه اوراق اجاره منافع، اوراق اجاره خدمات و اوراق اعیان اجاره‌ای و بررسی عناصر مشترک و اختصاصی هر یک پرداخته است. نتیجه‌ای که از این مطالعه حاصل می‌شود آن است که دست‌کم بسیاری از انواع اوراق اجاره از نظر فقهی با اشکال روبه‌رو نیستند.

موسویان و فرهانی‌فرد (۱۳۸۵) در مطالعه‌ای تحت عنوان «اوراق بهادار اجاره (صکوک اجاره)» به معرفی صکوک اجاره در دو قالب اجاره به شرط تملیک و اجاره عادی و بررسی مسائل فقهی و فرایند مالی آنها پرداختند.

فطروس و محمودی (۱۳۸۶) در مطالعه‌ای تحت عنوان «صکوک، ابزاری مناسب برای جانشینی اوراق قرضه» پس از بررسی و ارزیابی اوراق قرضه و اوراق مشارکت به تعریف، بررسی و اثر استفاده از اوراق اجاره در فرایند تأمین مالی پرداختند.

موسویان و کریمی (۱۳۸۶) در مطالعه‌ای تحت عنوان «بررسی فرایند تأمین مالی از طریق انتشار اوراق اجاره (صکوک اجاره)» درباره طراحی مالی و فرایند عملیاتی انتشار اوراق اجاره، چگونگی انتشار چهار نوع اوراق اجاره تأمین‌داری، اوراق اجاره تأمین نقدینگی، اوراق اجاره رهنی و اوراق اجاره شرکت‌های لیزینگ را مورد بررسی قرار داده و قابلیت انتشار آنها در ایران را مورد بررسی قرار داده‌اند.

دولتی و جعفری (۱۳۸۸) در مطالعه‌ای تحت عنوان «بررسی چالش‌های مالیاتی تأمین مالی از طریق اوراق صکوک اجاره» به بررسی مشکل‌های مالیاتی صکوک اجاره پرداختند. نتیجه‌های این مطالعه نشان می‌دهد که برای حل مشکل‌های مالیاتی پیش‌روی انتشار اوراق اجاره، در کوتاه‌مدت باید سود یا اجاره پرداختی این اوراق مانند سود اوراق مشارکت و سود سپرده‌های بانکی معاف از مالیات شود و در بلندمدت با تصویب قوانین مناسب، سود یا اجاره پرداختی اوراق اجاره، سود اوراق مشمول مالیات شود.

سعیدی و سروش (۱۳۸۸) با هدف بررسی بعدهای حسابداری و مالیاتی اوراق در مطالعه‌ای پس از بررسی مختصر اوراق اجاره، ارکان و انواع آن، در دو بخش به بررسی ملاحظه‌های حسابداری و مالیاتی این اوراق از دید سرمایه‌گذاران، واسط، بانی و امین پرداخته‌اند. در این پژوهش مالیات سه نوع اوراق اجاره در قالب جدول‌هایی ارائه شده؛ سرانجام پیشنهادهایی جهت انتشار استاندارد حسابداری جدید برای اوراق اجاره و اصلاح قانون مالیات‌های مستقیم ارائه شده است.

صالح‌آبادی و همکاران (۱۳۹۰) در مطالعه‌ای با ارائه الگوی مفهومی مبتنی بر رویکرد بازاریابی و تکنیکی به بحث درباره ابعاد فقهی و راه‌اندازی صکوک اجاره در بازار مالی ایران پرداخته‌اند. نتیجه‌های مقاله نشان می‌دهد که صکوک اجاره، جایگزین مناسبی برای اوراق قرضه و مکمل دیگری برای اوراق مشارکت است. نیز دولت باید برای تعریف، حمایت، به‌کارگیری این ابزار جدید مالی و پدیدساختن بازارهای ثانویه مورد نیاز سرمایه‌گذاران فردی اقدام کند.

## معرفی اجمالی صکوک اجاره

در میان محصول‌های مالی اسلامی، اوراق اجاره به‌علت ویژگی‌های متمایزی که دارد محصولی جذاب شمرده می‌شود و محبوبیت فراوانی بین سرمایه‌گذاران مسلمان و ناشران اوراق اسلامی به‌دست آورده است تا جایی که بیش از ۳۰ درصد از کل صکوک منتشر شده بین سال‌های ۱۹۹۶-۲۰۱۰ مربوط به اوراق اجاره بوده است. از طرف دیگر ناشران (دولت‌ها و شرکت‌ها) نیز صکوک اجاره را روش مناسبی برای تجهیز منابع می‌دانند (عزیزی، ۱۳۸۶، ص ۲). در حقیقت صکوک اجاره، اوراق بهاداری است که دارنده آن به‌صورت مشاع، مالک بخشی از دارایی است که منافع آن براساس قرارداد اجاره به مصرف‌کننده یا بانی واگذار می‌شود. با فروش اوراق اجاره حق استفاده از منافع یک دارایی یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها، در برابر اجاره‌بها از مالک به شخص دیگری منتقل می‌شود. مالزی کشور پیش‌گام در زمینه استفاده از اوراق اجاره است. ایران نیز برای نخستین بار در سال ۱۳۸۹ به انتشار این ابزار مالی اقدام کرده است (شرکت هواپیمایی ماهان، بانک

سامان).<sup>\*</sup> برای اطلاع بیشتر از قابلیت‌های این اوراق به مقایسه آن با اوراق مشابه (اوراق قرضه و اوراق مشارکت) می‌پردازیم.

در طبقه‌بندی کلی می‌توان انواع اوراق اجاره را به شرح ذیل عنوان کرد:

۱. اوراق اجاره تأمین دارایی؛ جهت تهیه دارایی سرمایه‌ای خاص یا کالای مصرفی بادوام یک بنگاه اقتصادی فعال؛
۲. اوراق اجاره تأمین نقدینگی؛ جهت تدارک نقدینگی لازم برای تداوم فعالیت یک بنگاه اقتصادی فعال؛
۳. اوراق اجاره رهنی؛ جهت تبدیل به اوراق بهادار کردن تسهیلات اجاره سرمایه‌ای بانک‌ها و شرکت‌های لیزینگ؛
۴. اوراق اجاره شرکت‌های لیزینگ؛ جهت تأمین مالی یک مؤسسه اعتباری در آغاز فعالیت (موسویان و کریمی، ۱۳۸۸، ص ۱۰).

در مقاله پیش‌رو اوراق اجاره تأمین نقدینگی مورد بررسی قرار می‌گیرد.

## مقایسه اوراق اجاره تأمین نقدینگی، اوراق مشارکت و اوراق قرضه

سرمایه نهاده اصلی تولید است. یکی از اجزای سرمایه، انباشت نقدینگی است. تأمین مالی به‌عنوان مؤلفه اصلی انباشت نقدینگی در دسته‌بندی کلی از راه‌های دولت، نظام بانکی، آورده صاحبان پروژه و تبدیل به اوراق کردن بدهی یا دارایی جذب می‌شود که از جمله ابزارهای تأمین مالی اوراق قرضه، اوراق مشارکت و اوراق اجاره است. با توجه به اینکه مطالعه‌های کافی درباره شناخت و بررسی هر یک از این ابزار صورت گرفته است. در این بخش فقط به بررسی عمده‌ترین عیب‌ها و مزیت‌های هر یک از سه ابزار پیش‌گفته به‌صورت خلاصه پرداخته و پس از مقایسه، نتیجه کلی ارائه می‌شود.

### الف) اوراق قرضه

#### مزیت‌ها

هزینه مؤثر کم و وجود بازار ثانویه این اوراق از عمده‌ترین مزیت‌های این اوراق است که در بسیاری از کشورهای توسعه‌یافته و در حال توسعه مورد استقبال سیاست‌گذاران پولی و

\*. این اوراق در شرکت فرابورس عرضه شده و در حال حاضر دادوستد می‌شوند.



اجرائی است؛ البته باید توجه داشت که به علت ثابت بودن سود این اوراق، قیمت این اوراق تابعی از نرخ بهره بازار، تورم و بازدهی های دیگر اوراق مشابه در بازار خواهد بود.

### عیب‌ها

از مهم‌ترین مشکل‌های استفاده از اوراق قرضه عدم مطابقت آن با شریعت است.\* با توجه به اینکه پشتوانه این اوراق، بدهی صاحبان بنگاه است، در صورتی که بنگاه با خطر ورشکستگی روبه‌رو شود، امکان عدم بازپرداخت اصل و بهره قرض افزایش می‌یابد که این به معنای وجود ریسک سرمایه‌گذاری در این اوراق است؛\*\* البته بانک مرکزی می‌تواند جهت تنظیم پایه پولی و عملیات بازار باز از این اوراق استفاده کند که در این صورت با توجه به اینکه صادرکننده و ضامن اوراق بانک مرکزی است، ریسک اوراق کاهش می‌یابد (فطرس و محمودی، ۱۳۸۷، ص ۱۳).

### ب) اوراق مشارکت سرمایه‌گذاری

#### مزیت‌ها

انتشار اوراق مشارکت افزون بر اینکه به‌عنوان راهکار عمده برای تأمین مالی برای پروژه‌های عمرانی شمرده می‌شود، باعث کنترل نقدینگی بازار نیز می‌شود. اوراق مشارکت در اصطلاح، اوراق بهاداری است که به‌وسیله دولت، شهرداری، شرکت‌های دولتی و خصوصی، برای تأمین اعتبار طرح‌های عمرانی در کشور منتشر می‌شود (موسویان، ۱۳۸۶، ص ۱۳۴). تفاوت اوراق مشارکت و اوراق قرضه این است که در اوراق مشارکت وجوه دریافتی باید در طرح‌های مشخص تولیدی، عمرانی یا خدماتی به‌کار گرفته شود؛ اما در اوراق قرضه برای وام‌گیرنده محدودیت خاصی پدید نمی‌آید؛ البته انتشار اوراق مشارکت از جمله سیاست‌های انقباضی پولی بوده که گاهی ممکن است نتیجه معکوس هم داشته و

---

\*. با توجه به اینکه سود این اوراق ثابت و در قرارداد قرض است، انتشار و مبادله این اوراق جزو معامله‌های ربوی شمرده می‌شود (موسویان، ۱۳۹۰).

\*\* شایان ذکر است که در حال حاضر ده‌ها نوع اوراق قرضه در بازارهای مالی جهان وجود دارد که برخی از انواع آنها ویژگی‌هایی مشابه با اوراق بهادار اسلامی را دارند؛ بنابراین در مقاله پیش‌رو منظور از اوراق قرضه، اوراق قرضه متعارف است.

به علت استرداد اوراق به بانک‌ها بعد از مدت کوتاهی به وسیله خریداران باعث افزایش نقدینگی شود. از دیگر مزیت‌های اقتصادی اوراق مشارکت این است که انتشار اوراق مشارکت یکی از راه‌هایی است که به علت اینکه دولت به پرداخت سود مجبور است، هزینه نقدینگی را شفاف می‌کند. از مهم‌ترین اثرهای اقتصادی کوتاه‌مدت اوراق مشارکت، کاهش تورم در کشور است.

### عیب‌ها

یکی از ویژگی‌های اوراق مشارکت در حال حاضر قابلیت بازخریدی آن به وسیله ناشر است (آیین‌نامه اجرایی قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت، ماده ۱۹). وضعیتی را فرض کنید که اوراق مشارکت منتشر و به سرمایه‌گذاران فروخته شده و منابع مالی مورد نیاز برای صادرکننده این اوراق جهت پدیدساختن و توسعه طرح مورد نظر گردآوری شده باشد. حال شرایطی را در نظر بگیرید که بر حسب رویداد پیش‌بینی نشده (مانند افزایش نرخ بازدهی اوراق مشابه یا افزایش نرخ سود تسهیلات بانکی\* و تورم) صاحبان اوراق، این اوراق را به منتشرکننده استرداد کرده و خواستار سرمایه نقدی خود شوند (تا آن را جهت سرمایه‌گذاری در دیگر دارایی‌های مالی با بازدهی انتظاری بیشتر به کار گیرند)، از طرف دیگر صادرکننده اوراق، وجه دریافتی را در پروژه مورد نظر سرمایه‌گذاری کرده و مبلغ کافی جهت بازخرید این اوراق نداشته باشد. این اتفاق هم برای صاحب بنگاه و هم از دید صاحبان اوراق مشارکت، باعث عدم تمایل به این اوراق خواهد شد؛ زیرا اتفاق‌هایی مانند مورد پیش‌گفته باعث می‌شود تا بنگاه اطمینان کافی از برنامه جریان مالی بلندمدت خود نداشته باشد. در حقیقت احتمال استرداد اوراق مشارکت در هر دوره‌ای وجود دارد که این عامل زمینه پدیدساختن هرگونه اختلال در برنامه جریان مالی بنگاه را فراهم می‌کند. از طرف دیگر، برای صاحبان اوراق مشارکت نیز این ریسک وجود دارد که آنها هر زمان که خواستار اصل سرمایه نقدی خود باشد، در هنگام استرداد اوراق، امکان تبدیل این اوراق به سرمایه نقدی وجود نداشته باشد؛ زیرا سرمایه نقدی آنها تبدیل به دارایی شده و امکان نقدشوندگی سریع آن بسیار پایین و زمان‌بر خواهد بود.

\*. افزایش سود سپرده‌ها در اواخر سال ۱۳۹۰ نمونه‌ای بود که باعث تشکیل صف‌های طولانی برای بازخرید اوراق مشارکت نزد بانک‌های عامل شد.

طبق ماده (۱۹) آیین‌نامه اجرایی قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت، امکان خرید و فروش اوراق مشارکت (بازار ثانویه) در بازارهای مالی وجود دارد؛ بنابراین اوراق مشارکت قیمت اسمی دارند و در قیمت‌های بازاری می‌توانند دادوستد شود. شریطی را فرض کنید که قیمت بازاری اوراق کمتر از قیمت اسمی آن باشد، عرضه‌کنندگان این اوراق ترجیح می‌دهند به جای فروش این اوراق در بازار ثانویه (با ارزش پایین‌تر از قیمت اسمی) آنها را نزد ناشر (با قیمت اسمی) عرضه کنند. اگر قیمت بازاری اوراق بیشتر از قیمت اسمی آن باشد، متقاضیان این اوراق ترجیح نیز می‌دهند به جای خرید این اوراق در بازار ثانویه (با ارزش بالاتر از قیمت اسمی) آنها را از ناشر (با قیمت اسمی) بخرند؛\* بنابراین در عمل تشکیل و وجود بازار ثانویه برای این اوراق غیرممکن است (حداقل تا زمانی که مواد قانونی مربوط لغو شود).

به‌طور عموم با توجه به تعریف و ماهیت اوراق مشارکت، این اوراق برای تأمین مالی طرح‌های «ایجاد» کاربرد می‌یابند. این در حالی است که اگر بنگاهی نیاز به تأمین مالی کوتاه‌مدت (مانند تأمین مالی سرمایه در گردش) یا هر نوع تأمین مالی غیر از پدیدساختن طرح داشته باشد، عملاً امکان انتشار اوراق مشارکت برای تأمین نیازهای مالی پیش‌گفته وجود ندارد. در حقیقت یکی از ایرادهای وارده به اوراق مشارکت، عدم تنوع این اوراق برای مصارف گوناگون تأمین مالی است (فطرس و محمودی، ۱۳۸۷، ص ۱۴).

با توجه به تجربه چند سال اخیر انتشار اوراق مشارکت، در عمل مشاهده می‌شود که سود علی‌الحساب اوراق مشارکت، همان سود قطعی این اوراق است و اکثر ناشران مبلغی مازاد بر سود علی‌الحساب را به صاحبان اوراق پرداخت نمی‌کنند که این امر نیز شبیه ربوی بودن این اوراق را می‌رساند. در صورتی که این امر محرز شود بدون شک این اوراق در معرض تلقی به‌عنوان معامله‌های ربوی قرار خواهند داشت و در حقیقت این امر محدودیت استفاده از اوراق مشارکت (همانند اوراق قرضه) را برای تأمین مالی بنگاه‌ها به دنبال خواهد داشت؛ بنابراین با توجه به مشکل‌های پیش‌گفته، برای حل آنها باید به دنبال دیگر ابزارهای تأمین مالی جدید بود که مشکل‌های استفاده از اوراق مشارکت و اوراق

\* در حال حاضر اوراق مشارکت بسیار از طرح‌های بلندمدت در بانک‌های عامل در بازه زمانی طولانی به فروش می‌رسد.

قرضه را نداشته باشند. یکی از این ابزارها که مدت کوتاهی است در کشور معرفی شده، صکوک است. جدول ۱ خلاصه‌ای از مزیت‌ها و عیب‌های اوراق قرضه و اوراق مشارکت را نشان می‌دهد.

جدول ۱: خلاصه مزیت‌ها و عیب‌های اوراق قرضه و اوراق مشارکت

مزیت‌ها	هزینه مؤثر کم، وجود بازار ثانویه، داشتن سود معین	اوراق قرضه
عیب‌ها	عدم مطابقت با شریعت، خطر ورشکستگی بنگاه به‌علت ناتوانی در بازپرداخت اصل و بهره قرض	
مزیت‌ها	مشخص بودن محل مصرف، کاهش نقدینگی و کنترل تورم، شفاف‌سازی هزینه نقدینگی	اوراق مشارکت
عیب‌ها	قابلیت بازخریدی به‌وسیله ناشران اوراق، عدم امکان مبادله در بازار ثانویه، عدم تنوع، شبه ربوی بودن اوراق مشارکت	سرمایه‌گذاری

## اوراق اجاره تأمین نقدینگی

اوراق اجاره با توجه به اینکه تا زمان سررسید قابلیت بازخرید به‌وسیله ناشر را ندارد، بدون شک مورد استقبال بنگاه‌ها قرار می‌گیرد (هماهنگ با برنامه جریان مالی بلندمدت بنگاه‌ها خواهد بود)؛ ثانیاً، با توجه به وجود بازار ثانویه امکان خرید و فروش این اوراق در بازار وجود داشته و محدودیت‌های قانونی اوراق مشارکت را نیز ندارند. با توجه به تنوع صکوک، این اوراق می‌توانند هم برای تأمین مالی طرح‌های ایجاد و توسعه‌ای و دیگر نیازهای مالی منتشر شوند.\*

با توجه به اینکه مبنای انتشار صکوک مانند اوراق اجاره، قرارداد اجاره است، هیچ مشکلی از نظر تطبیق و هماهنگی با مبانی شریعت در این اوراق مشاهده نشده است (موسویان، ۱۳۸۴، ص ۲۴۲). با توجه به اینکه پشتوانه این اوراق دارایی است (سند

\* سازمان حسابداری و حسابرسی مؤسسه‌های مالی اسلامی (AAOIFI) ۱۴ نوع صکوک به ترتیب ذیل معرفی و مطابق با شریعت معرفی کرده است: ۱. صکوک اجاره؛ ۲. صکوک مشارکت؛ ۳. صکوک مضاربه؛ ۴. صکوک مالکیت دارایی‌هایی که در آینده ساخته می‌شود؛ ۵. صکوک مالکیت: منافع دارایی‌هایی که در آینده ساخته می‌شود؛ ۶. صکوک نماینده سرمایه‌گذاری؛ ۷. صکوک مالکیت منافع دارایی‌های موجود؛ ۸. صکوک مزارعه؛ ۹. صکوک مساقات؛ ۱۰. صکوک سلم؛ ۱۱. صکوک ارائه خدمات؛ ۱۲. صکوک استصناع؛ ۱۳. صکوک حق الامتیاز؛ ۱۴. صکوک مرابحه.

سرمایه‌گذاری مشاع) نه شخص یا بدهی (سند استقراض)، این امر سبب می‌شود تا ریسک سرمایه‌گذاری در این اوراق به مراتب کمتر از اوراق مشارکت باشد. به عبارت دیگر اعتبار صکوک، به ارزش دارایی پشتوانه بستگی دارد؛ در حالی که اعتبار اوراق قرضه به اعتبار صادرکننده یا ناشر آن وابسته است. در این اوراق امکان افزایش ارزش دارایی (در حالت تورمی)، در نتیجه افزایش ارزش اوراق وجود دارد؛ در حالی که اصل بدهی قابل افزایش نیست. کاهش ارزش دارایی نیز با در نظر گرفتن مؤلفه «اختیار فروش» به خریدار خنثا می‌شود.\* با این اوصاف همان‌گونه که مشاهده می‌شود صکوک اجاره ضمن مرتفع کردن تمام عیب‌های اوراق قرضه و اوراق مشارکت، ویژگی‌های منحصر به فردی است که در ادامه به این موارد اشاره می‌شود.

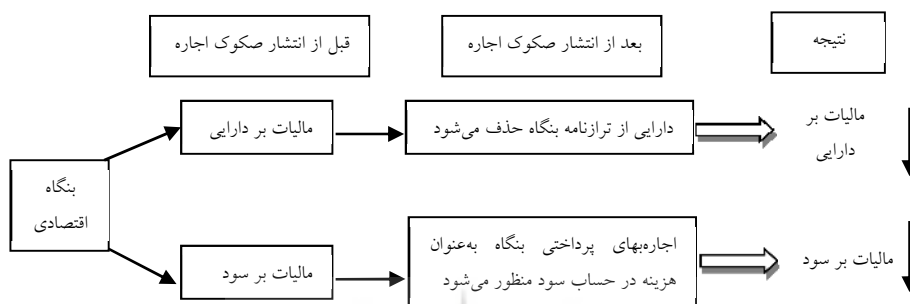
در قراردادهای اجاره، برای مدت‌زمان اجاره هیچ محدودیتی وجود ندارد؛ بنابراین قراردادهای اجاره می‌توانند تا زمانی که دارایی موجود باشد، تنظیم شوند؛ در نتیجه صکوک اجاره می‌تواند مربوط به مقاطع زمانی کوتاه‌مدت، میان‌مدت و بلندمدت باشد. طبق این قراردادها لزومی ندارد که اجاره‌بها به صورت نقد پرداخت شود؛ بنابراین صکوک اجاره را می‌توان طبق توافق طرفین تبدیل به سهام کرد. این موضوع برای شرکت‌هایی که حاضر هستند برای تأمین مالی، قسمتی از دارایی‌های خود را واگذار کنند؛ اما هم‌چنان مدیریت را در اختیار داشته باشند، اهمیت بیشتری دارد. صکوک اجاره مانند اوراق قرضه، قابلیت رتبه‌بندی اعتباری به وسیله مؤسسه‌های رتبه‌بندی بین‌المللی را دارند. از این رو به راحتی قابلیت انتشار در بازارهای بین‌المللی را نیز دارند (فطرس و محمودی، ۱۳۸۷، ص ۱۸).

از دیدگاه مالیاتی، استفاده از اوراق اجاره تأمین نقدینگی برای تأمین مالی بنگاه‌ها، باعث می‌شود تا این بنگاه‌ها از معافیت‌های مالیاتی برخوردار شود. در فرایند انتشار این اوراق همان‌گونه ذکر شد، دارایی‌های بنگاه به صاحبان اوراق فروخته می‌شود؛ سپس بنگاه آن دارایی‌ها را اجاره می‌کند. بر این اساس؛ اولاً، از آنجایی که در ترازنامه بنگاه، رقم مربوط به دارایی‌های یادشده حذف می‌شود، بنگاه از پرداخت مالیات بر دارایی (قانون مالیات‌های مستقیم) معاف می‌شود؛ ثانیاً، با توجه به اینکه اجاره پرداختی بنگاه به صاحبان اوراق اجاره

\*. یعنی زمانی که قیمت بازاری اوراق صکوک کمتر از قیمت اسمی باشد، به خریدار این اختیار داده می‌شود تا در صورت عدم فروش در بازار، در سررسید به قیمت اسمی به ناشر تحویل شود.

در ردیف هزینه عملیاتی بنگاه قرار می‌گیرد (و این امر باعث کاهش سود حسابداری بنگاه می‌شود)، مالیات بر سود بنگاه نیز تا حد بسیار فراوانی کاهش می‌یابد. شکل ۲ رویه هر دو نوع مالیات را در دو حالت پیش از انتشار اوراق اجاره و بعد از آن نشان می‌دهد.

شکل ۲: اثر مالیات‌های وضع‌شده دارایی و سود بنگاه (پیش و بعد از انتشار صکوک اجاره)



از دیدگاه مدیریت، انتشار صکوک اجاره باعث می‌شود تا بنگاه به منظور تأمین مالی و به‌عنوان هزینه آن با شریکان جدید روبه‌رو نشود و استقلال مدیریتی خود را حفظ کند. از دیدگاه نقدینگی، این اوراق قدرت نقدشوندگی بیشتری نسبت به اوراق مشارکت دارند که این امر در حفظ نقدینگی بازار (به‌ویژه در وضعیت تورمی) مؤثر است. بانک مرکزی نیز می‌تواند در عملیات بازار باز به خرید و فروش صکوک اجاره دولتی اقدام کند.

به‌رغم برشمردن مزیت‌های اوراق اجاره که به آنها اشاره شد، جهت پیاده‌سازی و انتشار موفق این اوراق در کشور اقدام‌هایی مانند استاندارد کردن دارایی‌ها، پدیدساختن مؤسسه‌های رتبه‌بندی و استقرار و سازمان‌دهی بازار ثانویه مناسب ضروری است. به باور بسیاری از صاحب‌نظران اوراق اجاره تأمین دارایی با سه ریسک اساسی از بین رفتن دارایی، ثابت بودن مبلغ اجاره‌بها و کاهش قیمت دارایی روبه‌رو هستند؛ البته برای هر یک راهکارهایی به شرح ذیل ارائه شده است:

۱. بیمه کردن دارایی؛
۲. تعیین اجاره‌بها بر پایه روند ارزش کل بازار یا بازدهی اوراق مشابه؛
۳. اختیار فروش.

در طول دوره عمر اوراق اجاره، مالکیت دارایی متعلق به صاحبان اوراق است و طرف مقابل فقط اجاره دارایی را به صاحبان اوراق می‌پردازد. در این رابطه در صورتی که شرایط قرارداد اجاره به‌صورتی باشد که پس از پایان عمر اوراق (سررسید) مالکیت دارایی بر

عهدہ دارندگان اوراق باشد یا ناشر اوراق دارای اختیار خرید اوراق در سررسید داشته باشد و اختیار خود را اعمال نکند، در این صورت کاهش قیمت دارایی به منزله کاهش ارزش آن بخش از دارایی صاحبان اوراق می‌باشد که صرف خرید این اوراق شده است. این مقوله در مورد اوراقی که سررسید طولانی نیز دارند صادق است. از سوی دیگر ارزش بازاری اوراق اجاره در صورتی که قیمت دارایی کاهش یابد، افت می‌کند؛ در نتیجه بازدهی این اوراق و نرخ اجاره آن را کاهش می‌دهد؛ بنابراین ریسک کاهش نرخ اجاره اوراق پیش‌گفته به دنبال کاهش قیمت دارایی پایه افزایش می‌یابد. در بورس اوراق بهادار ایران، طبق ماده ۱۲ دستورالعمل اجرایی انتشار اوراق صکوک، انواع قراردادهای اجاره مورد قبول در انتشار اوراق اجاره؛ قرارداد اجاره به شرط تملیک و قرارداد اجاره با اختیار فروش دارایی در سررسید اجاره با قیمت معین است؛ بنابراین کاهش قیمت دارایی پایه فقط بر میزان نرخ اجاره‌بها اثر می‌گذارد؛ زیرا در سررسید مالکیت دارایی به مستأجر انتقال پیدا می‌کند. شایان ذکر است که نرخ اجاره در بلندمدت تابع عواملی است که در بخش‌های پیشین به توضیح آن پرداخته شده است.

افزون بر موارد پیش‌گفته باید توجه داشت که پیاده‌سازی اوراق اجاره در بازار پولی و سرمایه‌ای کشور محملی برای ملحوظ‌کردن برخی از کاستی‌هایی است که هم‌اکنون در چارچوب قوانین و مقررات و رویدادهای محیطی مشاهده می‌شود و به باور خبرگان (دانشگاهی و اجرایی مصاحبه‌شده) از چالش‌های اساسی این حوزه شمرده می‌شود. از این رو عدم توجه به آنها، زمینه پدید آمدن اختلال در فرایند انتشار اوراق را پدید خواهد آورد؛ بنابراین برای کسب کامیابی در این عرصه (مانند دیگر کشورها) باید مؤلفه‌های مورد نظر بررسی و چالش‌های مربوطه با معرفی راهکارهای مناسب مرتفع شوند.

## آسیب‌شناسی پیاده‌سازی اوراق اجاره

### بازار پول

دستورالعمل اجرایی انتشار صکوک اجاره (ریالی - ارزی) در نظام بانکی در قالب ۲۳ ماده مورخ ۱۳۹۰/۱۲/۱۶ به تصویب شورای پول و اعتبار رسید. ارزیابی برخی از مواد این دستورالعمل نشان‌گر ابهام‌ها و کاستی‌هایی است که در مرحله اجرا و پیاده‌سازی این شیوه تأمین مالی مطرح می‌شوند.

۱. طبق کلیات این دستورالعمل، صکوک برای شرکت‌های دولتی، مؤسسه‌های اعتباری و شهرداری‌ها در نظام بانکی قابل انتشار است (تعریف بانی در بند «د» ماده ۱)؛ اما در تعریف فروشنده چنین عنوان شده که (بند «ز» ماده ۱) «فروشنده شخص حقوقی یا حقیقی که به فروش دارایی به ناشر براساس قرارداد فروش موضوع این دستورالعمل اقدام می‌کند». با توجه به تناقض در تعریف بانی و فروشنده از این ماده چنین استنباط می‌شود که فروشنندگان می‌توانند اشخاص «غیردولتی» باشند.\* به‌طور نمونه طرحی را در نظر بگیرید که با مشارکت یک مؤسسه اعتباری دولتی تأسیس شده باشد، این مؤسسه اعتباری می‌تواند برای تأمین میزان اعتبار طرح، به‌عنوان بانی به انتشار اوراق اجاره اقدام کند؛ بنابراین طرح مربوط به بخش خصوصی با مشارکت مؤسسه اعتباری، در قالب تسهیلات بانکی از محل فروش اوراق اجاره منتفع می‌شود. با این بینش اوراق اجاره واحدهای خصوصی، در بازار پول انتشار می‌یابد که این امر با کلیات دستورالعمل پیش‌گفته در تناقض است.

۲. بند مربوط به اعطای امتیاز «اختیار فروش» به صاحبان اوراق صکوک دیده نشده است که این امر نیز شفافیت معامله‌ها و قیمت‌گذاری این اوراق را زیر سوال می‌برد. نیز تمایل سرمایه‌گذاران را برای مشارکت در چنین بازاری کم‌رنگ می‌کند.

۳. طبق ماده ۳ این دستورالعمل «انتشار صکوک اجاره، فقط به‌وسیله ناشر به شکل عرضه عمومی در بازارهای مالی با مجوز بانک مرکزی مجاز است» اگر منظور از بازارهای مالی، بازار سرمایه باشد، اجازه انتشار صکوک در بازار بورس منوط به دریافت مجوز از سازمان بورس و اوراق بهادار است؛ البته سازمان بورس و اوراق بهادار خود شرایط ویژه‌ای برای اعطای مجوز انتشار و دادوستد اوراق اجاره دارد که تا حدودی با سازوکار نظام بانکی ناسازگار است؛ به‌طور مثال، در صورتی که بنگاهی برای پدیدساختن یا توسعه پروژه‌ای از راه نظام بانکی به انتشار اوراق اجاره اقدام کند. برای حضور در بازار بورس و اوراق بهادار باید صورت‌حساب‌های مالی دو سال گذشته خود را جهت دریافت مجوز به سازمان بورس ارائه بدهد. حال در شرایطی که این بنگاه هنوز پدید نیامده یا در مرحله ساخت بوده و وارد مرحله بهره‌برداری نشده است؛ امکان دادوستد اوراق این بنگاه در بازار سرمایه وجود ندارد (قانون بازار اوراق بهادار، مصوب ۱۳۸۴) و بنگاه در وضعیت

\*. طبق ماده ۴ فروشنده می‌تواند بانی یا هر شخص حقیقی و حقوقی دیگری باشد.



بلا تکلیفی قرار می‌گیرد. نیز بسیاری از بنگاه‌هایی که مشغول به فعالیت هستند، ممکن است شرایط سازمان بورس و اوراق بهادار را داشته نباشند. به باور اکثر مصاحبه‌شوندگان، بسیاری از شرکت‌های دولتی هستند که زیان‌ده بوده یا نسبت بدهی آنها به دارایی یا سرمایه آنها بسیار بالا است. در چنین شرایطی یکی از راهکارهای بهبود وضعیت این شرکت‌ها ممکن است انتشار اوراق اجاره باشد. حال آنکه سازمان بورس و اوراق بهادار به‌عنوان حافظ حقوق سهام‌داران و مشارکت‌کنندگان در بازار، مجوز ورود اوراق چنین بنگاه‌هایی را که با تکیه بر بودجه‌های دولتی به فعالیت خود ادامه می‌دهند، در بازار سرمایه نخواهد داد.

۳. برای صکوک اجاره، بازار ثانویه در نظر گرفته نشده است و ورود به بازار سرمایه نیز طبق موارد پیش‌گفته محدودیت‌های بسیار دارد؛ بنابراین با انتشار صکوک، خریداران باید تا زمان سررسید این اوراق منتظر بمانند. در چنین وضعیتی حتی امکان بازخرید صکوک (مانند اوراق مشارکت) به‌وسیله ناشر دیده نشده است؛ بنابراین فردی که این صکوک را می‌خرد باید تا زمان سررسید آن منتظر بوده و طی این مدت با توجه به اینکه اجاره صکوک ثابت است، هیچ‌گونه اختیاری برای تبدیل این اوراق برای خرید دیگر دارایی‌های مالی با بازدهی احتمالی بیشتر را نداشته باشد.

در پایان باید به این مطلب اشاره کرد که با توجه به عدم وجود بازار ثانویه برای اوراق اجاره بانکی و عدم امکان قابلیت بازخریدی برای این اوراق به ناشر، اجرا و پیاده‌سازی این اوراق در نظام بانکی به توفیقی دست نخواهد یافت.

جهت رفع این مشکل و کامیابی در پیاده‌سازی اوراق اجاره نظام بانکی، باید ضمن بازبینی و اصلاح مجدد دستورالعمل پیش‌گفته، شرایطی پدید آورد تا فرایند صدور و انتشار این اوراق به‌وسیله بانک مرکزی با هماهنگی سازمان بورس و اوراق بهادار صورت گیرد تا اولاً، محدودیت عرضه در بازار سرمایه مرتفع شود؛ ثانیاً، بازار ثانویه برای معامله اوراق یادشده تشکیل شود.

## ۲. بازار سرمایه

ضوابط ابزار مالی اوراق اجاره در قالب ۲۲ ماده در تاریخ ۱۳۸۶/۱۱/۱ به تصویب شورای عالی بورس و اوراق بهادار رسید\* و در حال حاضر اوراق اجاره برخی از شرکت‌ها در فرابورس در حال دادوستد است.

\*. دستورالعمل اجرایی سال ۱۳۸۶ صکوک اجاره در سال‌های ۱۳۸۹ و ۱۳۹۰ مجدد تجدیدنظر شد.

اگرچه محدودیت‌های اشاره شده برای انتشار صکوک در بازار پول، در بازار سرمایه دیده نمی‌شود؛ اما موارد ذیل هم‌چنان از جمله محدودیت‌های موجود برای پیاده‌سازی موفق این اوراق در بازار سرمایه است:

۱. طبق ماده ۴ ضوابط «دارایی باید در برابر تمام خسارات و حوادث بیمه شود»، یکی از دغدغه‌های اساسی بنگاه‌های منتشرکننده اوراق اجاره آن است که با توجه به حجم بالای اوراق اجاره منتشره و طولانی بودن زمان سررسید این اوراق، شرکت‌های بیمه توانایی (و تمایل) پوشش کامل ریسک دارایی را نداشته باشند. به عبارت دیگر، براساس شاخص‌های توان‌گری مالی، عمده شرکت‌های بیمه، حاضر به پوشش تمام خسارت‌های احتمالی دارایی‌های پیش‌گفته نبوده یا در صورت اقدام، کارمزد بالایی را مطالبه کنند که این امر هزینه انتشار اوراق اجاره برای بنگاه‌ها را افزایش دهد. به باور صاحب‌نظران بازار سرمایه، استفاده از راهکارهایی مانند بیمه مشترک (مشارکت چند شرکت بیمه) به صورت کنسرسیوم یا بهره‌برداری از سازوکار بیمه اتکایی خارجی، شرایط لازم برای تسهیل تدارکات فرایند پوشش خسارت‌های دارایی‌های یادشده با هزینه کمتر را پدید می‌آورد. تحقق این امر نیازمند تصویب آیین‌نامه و دستورالعمل‌های مناسب در این باره است.
۲. به باور بسیاری از صاحبان بنگاه‌های اقتصادی، کارمزد دریافتی شرکت‌های ضامن و واسط اوراق بالاتر از متوسط کارمزدهای بورس‌های جهان است که این امر باعث افزایش هزینه انتشار اوراق اجاره برای بنگاه‌ها می‌شود. شایان ذکر است ضوابطی درباره میزان کارمزدهای دریافتی به‌وسیله سازمان بورس تدوین شده است؛ اما نظارت دقیق بر فرایند اجرای این ضوابط وجود ندارد. در پیوست متوسط هزینه معامله‌های بازارهای بورس کشورهای دیگر با هزینه معامله‌های در بازار بورس و اوراق بهادار مقایسه شده است. براساس جدول ارائه شده، متوسط هزینه معامله‌های در ایران بیش از مشابه آن در دیگر کشورهای مورد مطالعه است.
۳. گرچه ضوابط قیمت‌گذاری حسب نوع دارایی در حال حاضر وجود دارد؛ اما این ضوابط کلی بوده و دقت بالایی ندارد، به باور حساب‌برسان خبره، کپی‌برداری از فرمول‌های مشابه در نمونه‌های خارجی با توجه به ساختار مالی کشور الگوی مناسبی شمرده نمی‌شود. در این باره تدوین ضوابط دقیق و شفاف برای قیمت‌گذاری دارایی حسب نوع آن، ضروری به‌نظر می‌رسد. نظارت دقیق سازمان بورس بر اجرای فرایند قیمت‌گذاری دارایی‌ها نیز در این باره چارچوب الزامی به‌نظر می‌رسد.

۴. به باور صاحب‌نظران در حال حاضر مؤسسه‌های رتبه‌بندی داخلی توان لازم جهت رتبه‌بندی اوراق اجاره را ندارند. این امر نه تنها در داخل کشور باعث تردید سرمایه‌گذاران به خرید اوراق اجاره می‌شود؛ بلکه امکان انتشار این اوراق در بازارهای بین‌المللی را نیز با محدودیت روبه‌رو می‌سازد.

۵. در صورتی که پس از انتشار اوراق اجاره بخشی به فروش برسد و بخش دیگر فروخته نشود، تدابیر لازم برای اوراق باقی‌مانده اندیشیده نشده و این امر ممکن است موجبات بلا تکلیفی صاحبان بنگاه و خریداران صکوک را فراهم کند. در نتیجه باید ضمن برطرف کردن موارد پیش‌گفته، فرایند انتشار اوراق اجاره، به صورت شفاف و دقیق در آیین‌نامه‌ها و دستورالعمل‌های اجرایی ارائه شود.

### اثر نرخ سود تسهیلات بر کامیابی اوراق اجاره در بازار سرمایه

در این بخش به آثار انواع گوناگون نرخ سود تسهیلات و نیز نوسان‌های آن بر میزان تمایل بنگاه‌ها برای استقبال از اوراق اجاره اشاره می‌شود. یکی از هدف‌های این بخش در حقیقت دنبال کردن چالش‌های پیاده‌سازی اوراق اجاره در کشور است؛ زیرا در سال‌های اخیر نرخ سود تسهیلات در نظام بانکی نوسان‌های فراوانی داشته و ادامه چنین وضعیتی بر کامیابی انتشار اوراق اجاره اثرگذار خواهد بود. در حقیقت این تحلیل را می‌توان به نوعی به‌عنوان تحلیل محیطی ارزیابی و قلمداد کرد.

به‌طور کلی در شبکه بانکی کشور دو نوع نرخ سود برای تسهیلات اعطایی نظام بانکی وجود دارد:

الف) نرخ سود تسهیلات ترجیحی؛

ب) نرخ سود تسهیلات غیرترجیحی.

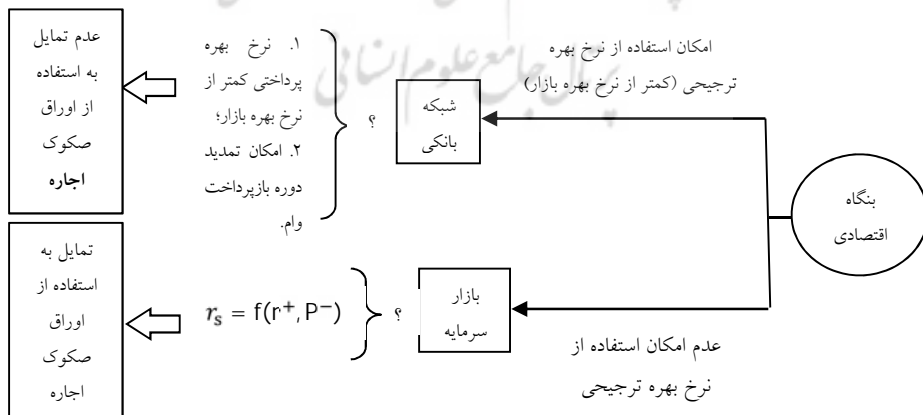
نرخ سود تسهیلات ترجیحی به‌طور عمده برای بهبود فضای کسب‌وکار به‌وسیله صندوق توسعه ملی یا دیگر منابع حمایتی برای پشتیبانی از پدیدآمدن و توسعه بنگاه‌های اقتصادی خاص تعیین می‌شود که در مجموع نرخ پایین‌تر از نرخ سود تسهیلات معمولی دارد.\* این نرخ‌ها از راه بانک‌های تخصصی (صنعت و معدن، کشاورزی و مسکن) اعلام می‌شود. نرخ

\* به‌طور مثال، سود تسهیلات ترجیحی در حدود کمتر از ۱۰ درصد است؛ در حالی که سود تسهیلات غیرترجیحی بیش از ۲۰ درصد است.

سود تسهیلات غیرترجیحی نیز به وسیله دیگر مؤسسه‌های مالی و اعتباری برای تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی در قالب تأمین مالی کوتاه‌مدت و بلندمدت اعطا می‌شود.

در بنگاه‌هایی که امکان استفاده از تسهیلات با نرخ سود ترجیحی وجود داشته باشد، بدون شک این بنگاه‌ها به سراغ این تسهیلات می‌روند و تمایل چندانی به استفاده از اوراق اجاره نخواهند داشت؛ چرا که افزون بر پایین بودن نرخ سود تسهیلات از محل این منابع، در صورت تأخیر در بازپرداخت بدهی بنگاه، امکان تمدید یا حتی تقسیط بدهی‌های به تأخیر افتاده وجود دارد. گاهی بانک‌ها جهت تسریع در پرداخت بدهی‌ها حتی حاضر به بخشودگی تمام جرایم دیرکرد این بنگاه‌ها می‌شوند (مصادق این امر محتوای بند ۲۸ قانون بودجه ۹۰ و ۹۱ است).

بنگاه‌هایی که امکان استفاده از تسهیلات با نرخ سود ترجیحی را نداشته باشند بدون شک از تسهیلات اوراق اجاره استقبال خواهند کرد؛ زیرا قیمت اوراق اجاره (هزینه اجاره بها) تابعی مثبت از نرخ سود تسهیلات غیرترجیحی و تابع منفی از نرخ تورم دارایی‌ها است؛ زیرا ارزش دارایی‌ها تعیین‌کننده ارزش اوراق اجاره آنها خواهد بود. با افزایش قیمت این دارایی‌ها، قیمت بازاری اوراق اجاره افزایش یافته و با افزایش سوددهی برای صاحبان اوراق باعث می‌شود تا اجاره‌بهای دریافتی آنها از مؤجر (منتشرکننده اوراق) کم شود؛ بنابراین با این وصف هزینه استفاده از اوراق اجاره ( $I_s$ ) کمتر از نرخ سود تسهیلات غیرترجیحی (شکل ۲) می‌شود؛ در نتیجه بنگاه‌ها تمایل خواهند داشت تا از اوراق اجاره برای تأمین مالی خود استفاده کنند. رویه کلی شرایط پیش‌گفته، در شکل ۲ به تصویر کشیده شده است.



پس از مشخص شدن میزان تمایل بنگاه‌ها برای استفاده از اوراق اجاره بر حسب نوع بنگاه و نوع نرخ سود تسهیلات اعم از ترجیحی و غیرترجیحی، در ادامه اثر نوسان‌های نرخ سود تسهیلات غیرترجیحی بر میزان استقبال بنگاه‌ها (حالت دوم پیش‌گفته) در دو وضعیت؛ طرح‌های ایجاد و طرح‌های توسعه‌ای مورد بررسی قرار می‌گیرد. شایان ذکر است قیمت اوراق اجاره (هزینه اجاره‌بها) تابعی از نوع قرارداد اجاره، نرخ بازدهی اوراق، نرخ بازدهی اوراق مشابه و نرخ تورم است (موسویان، ۱۳۸۶، ص ۲۱۴). نرخ سود تسهیلات غیرترجیحی به‌عنوان نماینده نرخ بازدهی اوراق مشابه در نظر گرفته می‌شود.

### الف) طرح‌های ایجاد

فرض کنید نرخ سود تسهیلات غیرترجیحی (یا نرخ بازدهی اوراق مشابه) افزایش یابد. با افزایش نرخ سود تسهیلات غیرترجیحی، قیمت کالا و خدمات افزایش یافته و این امر سبب شدت گرفتن تورم و افزایش قیمت دارایی‌ها می‌شود. با فرض افزایش یکسان نرخ بهره و تورم ( $P = r$ ) با توجه به هزینه استهلاک دارایی، در حقیقت شدت افزایش نرخ بهره بیشتر از قیمت واقعی دارایی ( $\dot{P} - \delta K$ ) خواهد بود. در نتیجه با توجه به معادله‌های ذیل، هزینه اجاره‌بها که تابعی از نرخ بهره، تورم، استهلاک و ... است، افزایش می‌یابد. با افزایش هزینه اجاره‌بها تمایل بنگاه‌ها به استقبال از اوراق اجاره کاهش می‌یابد؛ بنابراین در حالت اول فقط زمانی در شرایط افزایش نرخ سود تسهیلات غیرترجیحی، از طرح‌های ایجاد استقبال می‌شود (اوراق اجاره) که یا طرح سوددهی بالایی داشته باشد یا شدت افزایش قیمت واقعی آن بیشتر از میزان افزایش نرخ سود تسهیلات غیرترجیحی باشد که در نتیجه هزینه اجاره‌بها کاهش می‌یابد.

حال فرض کنید که نرخ سود تسهیلات غیرترجیحی کاهش یابد. با توجه به نرخ‌های تورم نسبتاً بالا در کشور طی سال‌های اخیر بدون شک هزینه اجاره‌بها برای بنگاه کاهش خواهد یافت و این امر باعث استقبال بنگاه‌ها از اوراق اجاره خواهد شد؛ بنابراین در طرح‌های ایجاد نوسان‌های نرخ سود تسهیلات غیرترجیحی ارتباط مستقیمی (معکوسی) با هزینه اجاره‌بهای اوراق اجاره (تمایل به استفاده از اوراق اجاره) دارد.

$$\text{If } \begin{cases} R \uparrow \rightarrow P \uparrow \Rightarrow \dot{r} > \dot{P} - \delta K ; C = f(r^+, P^-, \delta^+, \pi^-) & \text{شرایط عدم استقبال} \\ R \downarrow \rightarrow P \uparrow \Rightarrow \dot{r} < \dot{P} - \delta K ; C = f(r^+, P^-, \delta^+, \pi^-) & \text{شرایط استقبال} \end{cases}$$

$$\tau_s = f^+(r); \tau_s \quad C$$

شایان ذکر است که با توجه به اینکه در چند سال اخیر نرخ سود تسهیلات در حال افزایش است، قاعدتاً هزینه اجاره این اوراق افزایش خواهد یافت؛ در نتیجه این اتفاق کامیابی پیاده‌سازی صکوک را با تردید روبه‌رو می‌سازند.

### ب) طرح‌های توسعه‌ای

در طرح‌های توسعه‌ای، بنگاه به پشتوانه دارایی‌های پدید آمده در گذشته جهت تأمین مالی طرح‌های توسعه‌ای یا تأمین مالی کوتاه‌مدت (مانند سرمایه در گردش) به انتشار اوراق اجاره اقدام می‌کند.

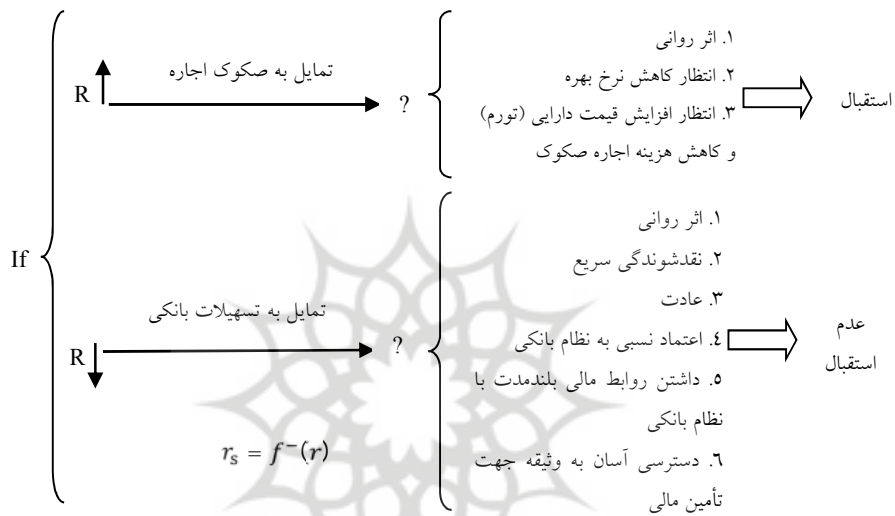
با افزایش نرخ سود تسهیلات، بنگاه اقتصادی تمایل به استفاده از اوراق اجاره خواهد داشت؛ زیرا افزایش نرخ سود تسهیلات به لحاظ حساسیت بنگاه‌ها اثر روانی منفی را برای استفاده از تسهیلات بانکی در ذهن مدیران مالی این بنگاه‌ها پدید می‌آورد. نیز صاحبان بنگاه‌ها انتظار کاهش نرخ بهره افزایش یافته را خواهند داشت؛\* بنابراین در حال حاضر تأمین مالی با نرخ سود تسهیلات بالا را به صلاح بنگاه نخواهند دید. از طرف دیگر با افزایش نرخ سود تسهیلات، قیمت دارایی‌های بنگاه افزایش خواهد داشت و این به معنای انتظار کاهش هزینه اجاره‌بهای اوراق اجاره است؛ زیرا مدیران بنگاه انتظار دارند که نرخ بهره کاهش یابد؛ اما هیچ اطمینانی راجع به کاهش قیمت دارایی ندارند (نمونه آن کشور ایران است که طی چند دهه گذشته قیمت دارایی‌ها در حال افزایش بوده در حالی که نرخ سود تسهیلات بانکی در سال‌های گوناگون متفاوت بوده است).

با کاهش نرخ سود تسهیلات تمایل مدیران مالی بنگاه‌های اقتصادی بیشتر به سمت تسهیلات بانکی و عدم استقبال از اوراق اجاره خواهند رفت؛ زیرا اولاً، اثرهای روانی کاهش نرخ سود تسهیلات مثبت است؛ ثانیاً، دسترسی به منابع مالی تسهیلات بانکی با

---

\* در طرح‌های ایجاد با توجه به اینکه دارایی وجود ندارد؛ اما در کوتاه‌مدت پدید می‌آید (دوره ساخت) ارتباط بین افزایش کوتاه‌مدت نرخ سود تسهیلات و میزان تمایل به استفاده از صکوک با طرح‌های توسعه‌ای متفاوت است؛ زیرا در طرح‌های توسعه‌ای، دارایی در گذشته پدید آمده است؛ بنابراین انتظار کاهش نرخ سود تسهیلات افزایش یافته اگرچه برای طرح‌های ایجاد که در کوتاه‌مدت پدید می‌آید (در زمان افزایش نرخ تسهیلات) مؤثر است؛ اما برای طرح‌های توسعه‌ای، این تأثیر به جهت وجود دارایی‌ها ناچیز است.

سرعت بیشتری محقق می‌شود. در طرح‌های توسعه‌ای، به علت وجود رابطه بلندمدت بین بنگاه با شبکه بانکی (دوره ساخت و بهره‌برداری و ارتباطی که با این نظام از گذشته وجود داشت)، پدیدساختن اعتماد نسبی به شبکه بانکی و دیگر مؤلفه‌هایی مانند عادت، نقدشوندگی سریع و دسترسی آسان به وثیقه یا دارایی پدید آمده در گذشته باعث می‌شود تا تمایل صاحبان بنگاه به استفاده از تسهیلات بانکی افزایش یابد.



### جمع‌بندی، نتیجه‌گیری و پیشنهادها

نظام مالی اسلامی، شبکه‌ای از بازارهای مالی، نهادهای مالی و ابزارهای مالی است که براساس اصول شریعت اسلام بنیان نهاده شده و ویژگی اصلی آن مشارکت در سود و زیان است. از این بین ابزارهای مالی اسلامی مانند صکوک به علت داشتن این ویژگی ظرفیت و قابلیت بالایی دارند؛ به گونه‌ای که کامیابی این ابزار در جریان بحران مالی ۲۰۰۸ مهر تأییدی برای کارآمدی آن جهت تأمین مالی قلمداد شد. در حال حاضر نیز این ابزار در بسیاری از کشورهای اسلامی و غیراسلامی نتیجه‌های موفقیت‌آمیزی در جهت تحقق گسترش شیوه‌های تأمین مالی کسب کرده است و این امر باعث شده تا در ایران نیز کوشش‌هایی جهت عملی‌کردن استفاده از اوراق اجاره به‌ویژه اوراق اجاره در بازار پول و سرمایه صورت بگیرد؛ اما باید توجه داشت که پیاده‌سازی این ابزار نیازمند پدیدساختن

زیرساخت‌های نهادی و قانونی شفاف است تا با بومی‌سازی این ابزار مطابق با ساختار اقتصادی کشور، تجربه‌های موفق دیگر کشورها در ایران نیز تکرار شود. در این گزارش با مقایسه اوراق اجاره و اوراق مشارکت مشاهده شد که بسیاری از نقدها، چالش‌هایی که متوجه اوراق مشارکت شده است مانند محدودیت‌های پدیدساختن بازار ثانویه برای این ابزار و برخی شبهه‌های شرعی این اوراق، در الگوی صکوک اجاره، مرتفع شده و به‌عنوان یک ابزار کارآمد قابلیت جذب و انتقال پس‌اندازها به بخش‌های مولد اقتصاد عمل کند. در این بین پیاده‌سازی اوراق اجاره در بازار پول، به‌علت ابهام‌هایی که در برخی از قوانین و مقررات آن مشاهده می‌شود و نیز محدودیت‌های پدیدساختن بازار ثانویه برای صکوک در عمل موفقیت‌آمیز نخواهد بود. در بازار سرمایه نیز وجود محدودیت‌های بیمه‌ای دارایی، غیرمنطقی بودن کارمزدهای نهادهای واسط و عدم نظارت دقیق بر آنها، نامشخص بودن ضوابط تعیین و قیمت‌گذاری دارایی، نبود مؤسسه‌های رتبه‌بندی معتبر و نیز اثر منفی افزایش نرخ تسهیلات بانکی برای انتشار اوراق اجاره طرح‌های ایجاد، باعث خواهد شد تا با پیاده‌سازی این اوراق در بازار سرمایه، دست‌کم در بلندمدت، نتیجه‌های مورد نظر حاصل نشود. از این رو برای بهبود عملکرد اوراق اجاره در بازارهای پول و سرمایه پیشنهادهای ذیل ارائه می‌شود:

۱. هماهنگی بانک مرکزی و سازمان بورس و اوراق بهادار جهت فراهم‌آوردن شرایط حضور اوراق اجاره نظام بانکی در بازار ثانویه؛
۲. فراهم‌آوردن زمینه حضور شرکت‌های بیمه به‌صورت کنسرسیومی و مشترک و تدارک بیمه اتکایی برای پوشش خسارت‌های دارایی‌های پشتوانه صکوک منتشر شده؛
۳. تدوین و تنظیم دقیق ضوابط تعیین و قیمت‌گذاری دارایی و کارمزدهای دریافتی نهادهای واسط و نظارت دقیق و جامع بر اجرای این ضوابط؛
۴. پدیدساختن مؤسسه‌های رتبه‌بندی معتبر و دعوت از مؤسسه‌های رتبه‌بندی بین‌المللی برای حضور در بازار مالی کشور؛
۵. محدودسازی دامنه نوسان‌های نرخ تسهیلات بانکی.



## منابع و مأخذ

۱. پهلوان، حمید و سیدروح‌الله رضوی؛ «اوراق صکوک، تعریف، انواع و ساختار»؛ مدیریت پژوهش، تهران: توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۸۶.
۲. دولتی، نیکو و ابوالفضل جعفری؛ «بررسی چالش‌های مالیاتی تأمین مالی از طریق اوراق صکوک اجاره»؛ فصلنامه مطالعات اقتصاد اسلامی، ش ۲، ۱۳۸۸.
۳. سروش، اباذر؛ «بررسی اوراق صکوک اجاره»؛ فصلنامه بورس و اوراق بهادار، ش ۶۵، ۱۳۸۶.
۴. \_\_\_\_\_؛ «مروری بر ابزارهای مالی اسلامی با تأکید بر اوراق اجاره (صکوک اجاره) و اوراق سفارش ساخت (صکوک استصناع) در ایران»؛ مدیریت پژوهش، تهران: توسعه و مطالعات اسلامی، سازمان بورس اوراق بهادار، ۱۳۹۰.
۵. \_\_\_\_\_ و محسن صادقی؛ «ریسک‌های اوراق اجاره (صکوک اجاره) و روش‌های پوشش آن»؛ فصلنامه بورس و اوراق بهادار، ش ۶۷، ۱۳۸۷.
۶. سعیدی، علی و ابوذر سروش؛ «ابعاد حسابداری و مالیاتی اوراق (صکوک) اجاره در ایران»؛ فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، س ۹، ش ۳۳، ۱۳۸۸.
۷. شهرآبادی ابوالفضل و ندا بشیری؛ «صکوک جایگزینی برای ابزار مشتقه در بازارهای مالی اسلامی»؛ فصلنامه بورس و اوراق بهادار، ش ۶۵، ۱۳۸۶.
۸. صالح‌آبادی، علی، سجاد سیاح و مهدی نجفی؛ «تبیین فقهی و ارائه الگوی تکنیکی بازاریابی در طراحی و راه‌اندازی اوراق اجاره در ایران»؛ فصلنامه جستارهای اقتصادی، ش ۱۵، ۱۳۹۰.
۹. مبلغی، احمد؛ «اوراق اجاره»؛ فصلنامه فقه و حقوق، ش ۲، ۱۳۸۳.
۱۰. موسویان، سیدعباس؛ ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)؛ تهران، سازمان انتشارات پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، ۱۳۹۰.
۱۱. موسویان، سیدعباس و سعید فراهانی‌فرد؛ «اوراق بهادار اجاره (صکوک اجاره)»؛ فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، ش ۲۴، ۱۳۸۵.

۱۲. موسویان، سیدعباس و مجتبی کریمی؛ «بررسی فرایند تأمین مالی از طریق انتشار اوراق اجاره (صکوک اجاره)»؛ دومین کنفرانس بین‌المللی توسعه نظام تأمین مالی در ایران، ۱۳۸۹.

۱۳. فطرس، محمدحسین و حسین محمودی؛ «صکوک، ابزاری مناسب برای جانشینی اوراق قرضه»؛ کنفرانس اقتصاد اسلامی و توسعه، ۱۳۸۷.

۱۴. نجفی، مهدی؛ بررسی فرایند تأمین مالی از طریق انتشار اوراق صکوک؛ پایان‌نامه کارشناسی ارشد، تهران: دانشگاه امام صادق علیه السلام، ۱۳۸۵.

15. Christophe J. Godlewski, Rima Turk Ariss & Laurent Weill; "Do Markets Perceive Sukuk and Conventional Bonds as Different Financing Instruments?"; **BOFIT Discussion Paper**, No. 6, 2011.
16. Mornzer, kahaf; "The Use of Assets Ijarah Bond for Bridging the Budget Gap"; edited **Islamic financial Instrument for Public Sector Resource Mobilization**, 1997.
17. Khnifer, Mohammed; "Demystifying the Cost of Funding for Sukuk"; **Islamic Business & Finance**, Vol67, 2012.
18. Selim, Cakir & Faezeh Raei; "Sukuk vs. Eurobonds: Is There a Difference in Value-at-Risk?"; **IMF Working Paper**, 2007.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
رتال جامع علوم انسانی