



صکوک اجاره؛ ابزاری کارآمد جهت تامین مالی اسلامی

اسداله الوندی زاده^۱، نوش آقرین غریبی زاده^۲

^۱ دانشجوی دکتری، گروه اقتصاد، واحد شیراز، دانشگاه آزاد اسلامی، شیراز، ایران؛ کارشناس مالی بانک مسکن

^۲ دانشجوی دکتری مهندسی نرم افزار و بانکدار بانک مسکن

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۱۲/۲۸ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۰۳/۱۳ تاریخ انتشار آنلاین: ۱۴۰۲/۰۵/۳

چکیده

یکی از مهم ترین مباحث مطرح در علوم مالی، روش های تامین مالی است. بدین منظور ابزارهای مختلف تامین مالی طراحی و مورد استفاده قرار می گیرند. طراحی ابزارهای متنوع تامین مالی مورد تأیید قواعد حقوقی اسلام، که در راستای تنوع بخشیدن به ابزارهای مالی و ثبات در منابع درآمدی سازمان ها در ایران می باشد، از نیازهای اساسی این سازمان ها به شمار می آید. امروزه اندیشمندان مالی اسلامی با استفاده از عقود اسلامی و ظرفیت علم فقه، توانسته اند متناسب با نیازهای مالی جوامع اسلامی گونه های مختلفی از اوراق بهادار اسلامی طراحی کنند. یکی از اوراقی که تا به امروز علاوه بر سطح بین المللی، در کشور ایران هم اجرایی گشته و توسط شرکتهای بزرگ مورد استفاده قرار گرفته است، اوراق اجاره است. با توجه به توسعه روزافزون این ابزار در جهان و ایران، در این مقاله تلاش می شود تا تجارب موجود بین المللی و داخلی مورد بررسی و تحلیل واقع شود و چشم انداز آینده صکوک اجاره تبیین گردد.

واژه های کلیدی: صکوک اجاره، تبدیل به اوراق بهادار نمودن، دارایی های فیزیکی، تامین مالی

مقدمه

امروزه اندیشمندان مالی اسلامی با استفاده از عقود اسلامی و ظرفیت علم فقه توانسته اند متناسب با نیازهای مالی جوامع اسلامی گونه های مختلفی از اوراق بهادار اسلامی طراحی کنند که به سه گروه عمده ابزارهای مالی غیرانتفاعی جهت تأمین مالی اهداف خیرخواهانه، ابزارهای انتفاعی با سود معین برای سرمایه گذاران ریسک گریز و ابزارهای مالی انتفاعی با سود انتظاری برای سرمایه گذاران ریسک پذیر تقسیم می شوند. یکی از اوراقی که تا به امروز علاوه بر سطح بین المللی در ایران نیز اجرایی گشته اوراق اجاره است. اوراق اجاره اوراق بهاداری است که بر اساس عقد اجاره منتشر می شود و نشان دهنده مالکیت مشاع دارندگان آن؛ در دارایی مبنای انتشار اوراق است (موسویان، ۱۳۸۶: ۱۲). در این مقاله سعی شده است ضمن بیان مکانسیم اوراق اجاره به تجارب کشورها در این زمینه اشاره شود.

از لوازم پیشرفت اقتصادی هر کشوری در جهان امروز، توسعه بازارهای مالی آن کشور است. بورس اوراق بهادار وظیفه سازماندهی پس اندازهای خرد و کلان مردم و جهت دهی آن به سمت فعالیت های مولد اقتصادی را بر عهده دارد. هر شرکت تجاری که نیاز به تأمین مالی و یا اعتبار داشته باشد با انتشار اوراق بهادار خویش در بورس می تواند به این اهداف برسد. طبیعی است هر چه تنوع این ابزارهای مالی بیشتر باشد به علایق و سلاقی تعداد بیشتری از مردم جهت سرمایه گذاری پاسخ می دهد.

یکی از مهمترین انواع صکوک معرفی شده، صکوک اجاره است. صکوک اجاره در حقیقت اوراق بهاداری است که دارنده آن به صورت مشاع، مالک بخشی از دارایی است که منافع آن بر اساس قرارداد اجاره به مصرف کننده یا بانی واگذار شده است. در صکوک اجاره حق استفاده از منافع دارایی یا مجموعه ای از دارایی ها، در برابر اجاره بها از مالک به شخص دیگری منتقل می شود. مدت قرارداد اجاره مشخص است و می توان اجاره بها را در ابتدای دوره، انتهای دوره، با سررسیدهای ماهانه، فصلی یا سالانه پرداخت کرد. از آن جا که صکوک اجاره اوراق بهاداری است که بیان گر مالکیت مشاع فرد است، می توان آن را در بازار ثانویه و به قیمتی که به وسیله عامل های بازار تعیین می شود، معامله کرد.

سازمان ها و شرکت ها جهت انجام وظایف خود نیازمند انجام سرمایه گذاری می باشند که همگی مستلزم منابع درآمدی پایدار، سالم و کافی است. دستیابی به این منابع صرفاً از طریق نظام بانکی و اخذ تسهیلات میسر نبوده و لذا جهت تأمین مالی و اجرای پروژه های سرمایه گذاری ایجاد تنوع در روش های تأمین مالی اجتناب ناپذیر می باشد. با توجه به اهمیت منابع مالی، بازار سرمایه از این پتانسیل برخوردار می باشد که با ارائه ابزارهای مالی متنوع زمینه به کارگیری نقدینگی سرگردان را فراهم سازد. صکوک به عنوان یکی از ابزارهای بازار سرمایه از این قابلیت برخوردار است که نقدینگی سرگردان جامعه را به سمت سرمایه گذاری پروژه ها هدایت کند (موسویان، ۱۳۸۶). در کشورهای اسلامی جایگزین اوراق قرضه که مبتنی بر قرض با بهره است (بازار بدهی کلاسیک)، ابزار مالی جدیدی به نام صکوک طراحی و منتشر گردیده است. صکوک نوعی دارایی قابل اطمینان است که به عنوان اوراق بهادار تضمینی و قابل معامله دسته بندی می شود و به مثابه پلی میان بازار پول و بازار سرمایه است. سوالی که اینجا مطرح می شود اینست که علت عدم استقبال از صکوک اجاره در کشور ما نسبت به سایر کشورهای اسلامی چیست؟

ادبیات موضوع و پیشینه

ادبیات نظری

۱. تعریف صکوک

فرهنگ "المنجد" واژه "صک" (جمع آن أَصْک، صُکوک و صِکاک) را کتاب، نامه و رسید دریافت پول و... ترجمه کرده است. دایره المعارف "قاموس عام لکل فن و مطلب" در این رابطه چنین بیان می کند: "صک به معنای سند و سفته (سفته) است و معرب واژه چک در فارسی است. اعراب این واژه را توسعه دادند و آن را بر کلیه انواع حوالجات و تعهدات به کار بردند. آن ها این واژه را بر کتاب به صورت عام و بر سند اقرار به مال به صورت خاص اطلاق کردند. در عرف عرب این واژه، حواله، انواع سفته، سند و هر آنچه که

تعهد یا اقراری از آن ایفاء شود را شامل می‌شود. واژه‌های صک الوکاله به معنای وکالت‌نامه و صک الکفاله به معنای کفالت‌نامه نیز در زبان عربی رواج یافته است. " (صادقی، ۱۳۸۷، ۱۵۸).

استاندارد شرعی شماره ۱۷ سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی، صکوک را این گونه تعریف کرده است: گواهی‌هایی با ارزش اسمی یکسان که پس از اتمام عملیات پذیره‌نویسی، بیانگر پرداخت مبلغ اسمی مندرج در آن توسط خریدار به ناشر است و دارنده آن مالک یک یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها، منافع حاصل از دارایی و یا ذینفع یک پروژه یا یک فعالیت سرمایه‌گذاری خاص می‌شود (سادات جمال و لعل بار، ۱۴۰۰).

حق و عباس^۱، کحف^۲، الگاری^۳ و زرقا^۴ ایده‌های اصلی درباره انتشار صکوک را ارائه کردند. همچنین سویلم^۵ و الگامل^۶ به دقت عامل عدم اطمینان را در حوزه نظام مالی اسلامی مورد بررسی قرار داده اند (Arsalan Tariq & Dar, 2007: 204-206).

ایده نخستین انتشار اوراق اسلامی به دهه ۱۹۸۰ بر می‌گردد. در آن زمان کوشش‌های فراوانی به وسیله بانک‌های اسلامی جهت غلبه بر مسئله نقدینگی صورت گرفت. در جولای ۱۹۸۳، بانک مرکزی مالزی در جایگاه پیشگام در این زمینه، از اوراق بهادار دولتی یا اسناد خزانه که بهره پراخت می‌کردند استفاده نکرد و به جای آن از اوراق بدون بهره به نام گواهی سرمایه‌گذاری دولتی استفاده کرد. نرخ سود این اوراق از رابطه ثابتی تبعیت نمی‌کرد و بیشتر بر ملاحظه‌های کیفی طرح تاکید می‌شد. برای تعیین نرخ بازدهی، معیارهای گوناگونی مانند وضعیت کلان اقتصادی، نرخ تورم و نرخ بازدهی دیگر اوراق بهادار مشابه مورد توجه قرار می‌گرفت؛ بدین ترتیب شبهه ربوی بودن سود به ظاهر برطرف می‌شد و افراد مسلمان به خرید این اوراق اقدام می‌کردند (پهلوان و رضوی، ۱۳۸۶: ۱۰). در دهه ۱۹۹۰، همزمان با گسترش ساختارهای گوناگون معامله‌های مالی به وسیله بانک‌های اسلامی، ایده استفاده از ابزارهای مالی اسلامی نیز تشدید شد. به دنبال آن متخصصان مالی در کنار عالمان دینی به مطالعه راهکارهای مناسب اقدام کردند. ایده انتشار اوراق اجاره برای نخستین بار به وسیله منذر کحف^۷ 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 (همان: ۲۳).

استفاده از لفظ صکوک جهت ابزارهای مالی اسلامی برای نخستین بار در سال ۲۰۰۲ در جلسه فقهی بانک توسعه اسلامی^۸ (IDB) پیشنهاد شد. بعد از آن سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی (AAOIF) ۹ اقدام به معرفی چهارده نوع صکوک کرد. یکی از مهمترین انواع صکوک معرفی شده صکوک اجاره^{۱۰} است. صکوک اجاره در حقیقت اوراق بهاداری است که دارنده آن به صورت مشاع، مالک بخشی از دارایی است که منافع آن بر اساس قرارداد اجاره به مصرف‌کننده یا بانی واگذار شده است (سروش، ۱۳۸۶: ۱۵).

در صکوک اجاره حق استفاده از منافع دارایی یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها، در برابر اجاره بها از مالک به شخص دیگری منتقل می‌شود. مدت قرارداد اجاره مشخص است و می‌تواند اجاره بها را در ابتدای دوره، انتهای دوره، با سررسیدهای ماهانه، فصلی یا سالانه پرداخت کرد از آن جا که صکوک اجاره اوراق بهاداری است که بیان‌گر مالکیت مشاع فرد است، می‌توان آن را در بازار ثانویه و به قیمتی که به وسیله عامل‌های بازار تعیین می‌شود، معامله کرد (سروش، ۱۳۸۶: ۱۶).

1- Haque & Abbas, 1999

2 -Kahf, 1997

3 -Elgari, 1997

4 -Zarqa, 1997

5- Suwailem -Al, 2000

6- Gamal-El, 2000

7- Monzer Kahaf

8- Islamic Development Bank

9- Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institution

10- Ijarah Sukuk

بر اساس بند ۱ ماده ۱، ضوابط انتشار اوراق اجاره، صکوک اجاره (اوراق اجاره) اوراق بهاداری است که نشان دهنده مالکیت مشاع دارندگان آن، در دارایی مبنای انتشار اوراق است که اجاره داده می‌شود (سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۸۶).
به طور کلی اوراق صکوک، برگرفته از فرآیند تبدیل به اوراق بهادار کردن است که در آن، واسطه دارایی‌هایی را به دست آورده و بر مبنای آنها اوراقی را منتشر می‌کند که نشان دهنده ذینفع بودن دارندگان اوراق از آن دارایی‌ها است. در نتیجه، شرط اصلی انتشار اوراق صکوک، وجود دارایی مشهود در ترازنامه نهادی است که قصد تجهیز منابع مالی خود را دارد (نجفی، ۱۳۸۵، ص ۳۲).
ارزش اوراق صکوک منتشره در دنیا در نیمه اول سال ۲۰۰۷ به ۲۴ میلیارد دلار رسیده است که بیش از ارزش کل آن در سالهای گذشته است (دولتی، ۱۳۸۸، ۱۵۴). در این میان، صکوک اجاره ۷۰ تا ۸۰ درصد تأمین مالی از طریق اوراق صکوک را به خود اختصاص می‌دهد.

۲- تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار^۱

واژه تبدیل به اوراق بهادار کردن، یکی از واژه‌هایی است که از ظهور آن در ادبیات مالی جهان بیش از دو دهه نمی‌گذرد. "تبدیل به اوراق بهادار کردن" فرآیندی است که طی آن، دارایی‌های مؤسسه مالک دارایی یا بانی^۲ از ترازنامه آن مؤسسه جدا می‌شود، در عوض، تأمین وجوه توسط سرمایه‌گذارانی انجام می‌شود که یک ابزار مالی قابل مبادله را می‌خرند و این ابزار نمایانگر بدهکاری مزبور می‌باشد، بدون اینکه به وام‌دهنده اولیه مراجعه‌ای صورت پذیرد (نجفی، ۱۳۸۵).

در جایی دیگر در تعریف تبدیل به اوراق بهادار کردن آمده است: تبدیل به اوراق بهادار کردن، فرآیندی است که در آن واسطه‌های مالی مانند بانک‌های تجاری حذف شده و اوراق بدهی قابل خرید و فروش مستقیماً به سرمایه‌گذاران فروخته می‌شود. در واقع یک شرکت تأمین سرمایه^۳، مجموعه‌ای از دارایی‌های مالی را جمع نموده و اوراق بدهی را برای تأمین مالی آن مجموعه به سرمایه‌گذاران بیرونی می‌فروشد (نجفی، ۱۳۸۵).

ایده تبدیل کردن دارایی‌ها به اوراق بهادار در دهه ۱۹۸۰ در تأمین مالی متعارف رایج شد و در دهه ۱۹۹۰ در ساختارهای مختلف معاملات مالی توسط بانک‌های سرمایه‌گذاری اسلامی در زمینه‌ی مشارکت‌ها در پروژه‌ها، مورد استفاده قرار گرفت. به دلیل چنین تجربه‌ای، متخصصان مالی در بانک‌های اسلامی و نیز علمای شریعت تقریباً با ایده‌ی اوراق بهادار کردن و نیازهای اجرایی آن آشنا بودند. بنابراین ایده‌ی اوراق اجاره- دارایی و آشنایی با جزییات عملیاتی دارایی‌های تبدیل شده به اوراق بهادار منجر به توسعه صکوک اجاره شد.

پیشینه پژوهش

- زهتاییان (۱۳۸۱) در مقاله‌ای با عنوان صکوک سرمایه‌گذاری به تبیین قواعد فقهی مرتبط با انتشار و معاملات صکوک سرمایه‌گذاری می‌پردازد تا با رعایت این نکات، مؤسسات مالی اسلامی بتوانند از صکوک سرمایه‌گذاری بهره ببرند.

- موسویان (۱۳۸۹) در مقاله‌ای با عنوان صکوک مضاربه؛ ابزاری مناسب برای توسعه بخش صادرات ایران، ضمن ارائه مدل‌های عملیاتی اوراق مضاربه در بخش صادرات، نشان می‌دهد که اوراق مضاربه از لحاظ فقهی و اقتصادی ابزاری مناسب برای تأمین مالی بخش صادرات است.

- تسخیری (۱۳۸۷) به بررسی مبانی شرعی اوراق بهادار اسلامی (صکوک) می‌پردازد و به این نتیجه دست می‌یابد که اوراق بهادار اسلامی گرچه از جهت شیوه عملیاتی شباهت‌هایی با اوراق بهادار ربوی دارند اما از جهت محتوا و ماهیت حقوقی تفاوت‌های اساسی دارند.

3-Asset securitization

2- Originator

3 -Investment Bank

- مهربانی (۱۳۸۹) در پژوهشی ضمن معرفی ابزارهای تامین مالی به بررسی پیش نیازها و الزامات برای موفقیت این ابزارها در جهت تامین مالی پروژه های شهرداری می پردازد و به این نتیجه می رسد که اساسی ترین راهکار شهرداری برای برون رفت از تنگنایهای مالی دستیابی به بازار مالی کارآمد و پویا و حاکمیت شرکتی است.

- آیینی (۱۳۸۹) در مقاله ای با عنوان تامین مالی صنعت بهسازی و نوسازی شهری به بررسی پیش شرطهای ورود سرمایه های خرد و کلان به این صنعت پرداخته است و با ذکر این نکته که بهسازی و نوسازی شهری، به دلیل نزدیک بودن ویژگی ها و مختصات آن با ویژگی ها و مسائل بخش مسکن و ساختمان، به این نتیجه رسیده است که بهسازی و نوسازی شهری می تواند در قالب یک صنعت قابل سرمایه گذاری مطرح شود. در این حوزه، ویژگی های صنعت از جمله تغییر برای استفاده بیشتر و بهتر و خلق ارزش افزوده فراهم است.

- عبده تبریزی (۱۳۸۶) در پژوهشی به شیوه های تامین مالی پروژه های مجتمع تجاری- اداری و مسکونی مجد مشهد (فاز دوم) پرداخته است. در این پژوهش با مقایسه روشهای مالی بر شمرده شده در گزارش با تأکید بر زمان بندی اجرا، محدودیت های هر روش و از طرفی با در نظر گرفتن شرایط اقتصادی، سیاسی داخلی و بین المللی فعلی و قابلیت ها و محدودیتهای جاری نهادهای مالی و سرمایه ای، روش صندوق عام که جزو روشهای مبتنی بر سرمایه است را به عنوان در دسترس ترین و کاربردی ترین روش برای شرکت عمران و مسکن سازان شریقی پیشنهاد می نماید.

- جعفرزاده (۱۳۸۸) در مقاله ای به بررسی و معرفی شیوه های موفق تامین مالی بکارگرفته شده در طرح بهسازی و نوسازی اطراف حرم مطهر امام رضا (ع) پرداخته است.

حسن کیانی و محمد سلیمانی (۱۳۹۸) در مقاله ای به تامین مالی و حاکمیت شرکتی (مطالعه موردی، شرکت های منتشر کننده صکوک در ایران) پرداخته اند. بین انتشار صکوک و کیفیت حاکمیت شرکتی رابطه مثبتی وجود داشته باشد. برای ارزیابی این نگاه تنوریک، در قالب یک مطالعه مورد مشخصه های حاکمیت شرکتی شرکت های

منتشرکننده صکوک در ایران طی سال های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵ بررسی شده است که نتایج نشان می دهد متغیرهای حاکمیت شرکتی اثر مثبت و معنادار بر انتشار صکوک در میان شرکت های مورد مطالعه داشته اند.

غفوری و همکاران (۱۴۰۱) در مقاله ای به ماهیت حقوقی صکوک انتظاری در حقوق ایران پرداخته اند. نتایج تحقیق نشان می دهد که از آنجا که اوراق قرضه مبتنی بر قرض با بهره است، از دیدگاه اسلام ربا محسوب شده و حرام است؛ لذا در کشورهای اسلامی نمی توان از این اوراق جهت تامین مالی استفاده کرد. برای رفع این مشکل در ابتدا به انتشار اوراق مشارکت پرداخته شد؛ اما از آنجا که این اوراق به پشتوانه یک طرح فیزیکی منتشر میشود و زمانی که شرکت ها برای خرید دارایی و تامین نقدینگی دچار مشکل شوند، اوراق مشارکت کاربردی ندارند، متخصصان مالی ابزار مالی جدید را طراحی نمودند. با وجود سابقه کم صکوک در بازارهای مالی به عنوان ابزاری نوین در تامین مالی مورد استقبال قرار گرفته است.

الحاج، محمد و راملی^۱ (۲۰۱۵) با انتخاب یک نمونه شامل ۲۵ شرکت ثبت شده در بورس نشان دادند که اندازه هیئت مدیره تأثیر ۲۰۱۲ (با استفاده از داده های شرکت های) مثبت معناداری بر رتبه صکوک دارد. ابراهیم و هارون^۲ ۲۰۰۹، نشان دادند انتشار صکوک و - غیر مالی ثبت شده در بورس مالزی برای دوره ۲۰۰۰ همچنین حاکمیت شرکتی اثر قابل توجهی بر تصمیم های تامین مالی در میان شرکت های مالزیایی ۲۰۱۴ (مؤلفه های اصلی را بررسی کردند که انتشار اوراق) داشته است. شاهر، ابراهیم و مود^۳ بدهی اسلامی و اوراق بدهی متعارف، در شرکت های ثبت شده در بورس مالزی را تحت تأثیر قرار می دهند. نتایج این مطالعه نشان می دهد که فقط قیمت تعدیل شده سهام عامل تعیین کننده انتشار یا عدم انتشار اوراق بهادار توسط شرکت هاست و نه متغیرهای حاکمیت شرکتی.

1 -Elhaj, Muhamed and Ramlı

2 -Ibrahim and Haron

3 -Shahar, Ibrahim and Mohd

ایده نخستین انتشار اوراق اسلامی به دهه ۱۹۸۰ بر می‌گردد. در آن زمان کوشش‌های فراوانی به وسیله بانک‌های اسلامی جهت غلبه بر مسئله نقدینگی صورت گرفت. در جولای ۱۹۸۳، بانک مرکزی مالزی در جایگاه پیشگام در این زمینه، از اوراق بهادار دولتی یا اسناد خزانه که بهره پراخت می‌کردند استفاده نکرد و به جای آن از اوراق بدون بهره به نام گواهی سرمایه‌گذاری دولتی استفاده کرد. نرخ سود این اوراق از رابطه ثابتی تبعیت نمی‌کرد و بیشتر بر ملاحظه‌های کیفی طرح تأکید می‌شد. برای تعیین نرخ بازدهی، معیارهای گوناگونی مانند وضعیت کلان اقتصادی، نرخ تورم و نرخ بازدهی دیگر اوراق بهادار مشابه مورد توجه قرار می‌گرفت؛ بدین ترتیب شبهه ربوی بودن سود به ظاهر برطرف می‌شد و افراد مسلمان به خرید این اوراق اقدام می‌کردند (پهلوان و رضوی، ۱۳۸۶: ۱۰).

در دهه ۱۹۹۰، همزمان با گسترش ساختارهای گوناگون معامله‌های مالی به وسیله بانک‌های اسلامی، ایده استفاده از ابزارهای مالی اسلامی نیز تشدید شد. به دنبال آن متخصصان مالی در کنار عالمان دینی به مطالعه راهکارهای مناسب اقدام کردند. ایده انتشار اوراق اجاره برای نخستین بار به وسیله مندرکحف^۱ 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 (همان: ۲۳).

استفاده از لفظ صکوک جهت ابزارهای مالی اسلامی برای نخستین بار در سال ۲۰۰۲ در جلسه فقهی بانک توسعه اسلامی^۲ (IDB) پیشنهاد شد. بعد از آن سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی (AAOIF)^۳ اقدام به معرفی چهارده نوع صکوک کرد. یکی از مهمترین انواع صکوک معرفی شده صکوک اجاره^۴ است. صکوک اجاره در حقیقت اوراق بهاداری است که دارنده آن به صورت مشاع، مالک بخشی از دارایی است که منافع آن بر اساس قرارداد اجاره به مصرف‌کننده یا بانی واگذار شده است (سروش، ۱۳۸۶: ۱۵). در صکوک اجاره حق استفاده از منافع دارایی یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها، در برابر اجاره بها از مالک به شخص دیگری منتقل می‌شود. مدت قرارداد اجاره مشخص است و می‌تواند اجاره بها را در ابتدای دوره، انتهای دوره، با سررسیدهای ماهانه، فصلی یا سالانه پرداخت کرد از آن جا که صکوک اجاره اوراق بهاداری است که بیان‌گر مالکیت مشاع فرد است، می‌توان آن را در بازار ثانویه و به قیمتی که به وسیله عامل‌های بازار تعیین می‌شود، معامله کرد (سروش، ۱۳۸۶: ۱۶).

بر اساس بند ۱ ماده ۱، ضوابط انتشار اوراق اجاره، صکوک اجاره (اوراق اجاره) اوراق بهاداری است که نشان‌دهنده مالکیت مشاع دارندگان آن، در دارایی مبنای انتشار اوراق است که اجاره داده می‌شود (سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۸۶: ۱).

به طور کلی اوراق صکوک، برگرفته از فرآیند تبدیل به اوراق بهادار کردن است که در آن، واسطه‌داری‌هایی را به دست آورده و بر مبنای آنها اوراقی را منتشر می‌کند که نشان‌دهنده ذینفع بودن دارندگان اوراق از آن دارایی‌ها است. در نتیجه، شرط اصلی انتشار اوراق صکوک، وجود دارایی مشهود در ترازنامه نهادی است که قصد تجهیز منابع مالی خود را دارد (نجفی، ۱۳۸۵: ص ۳۲). ارزش اوراق صکوک منتشره در دنیا در نیمه اول سال ۲۰۰۷ به ۲۴ میلیارد دلار رسیده است که بیش از ارزش کل آن در سالهای گذشته است (دولتی، ۱۳۸۸: ۱۵۴). در این میان، صکوک اجاره ۷۰ تا ۸۰ درصد تأمین مالی از طریق اوراق صکوک را به خود اختصاص می‌دهد.

منابع مالی برای موسسات اعتباری مسکن

الف- پس‌انداز داوطلبانه یا آزاد

پس‌انداز خانوارها بزرگترین و گسترده‌ترین بخش از منابع پس‌اندازی موجود در اقتصاد ملی را تشکیل می‌دهد و با ثبات‌ترین سهم را در فرآیند توسعه داراست. موسسات مالی مسکن در سراسر جهان برای تأمین منابع مالی فعالیت‌های خود اتکای ویژه‌ای به پس‌انداز خانوارها دارند. حسابهای پس‌اندازهای داوطلبانه شامل دو دسته اصلی از سپرده‌گذارها هستند. یکی اینکه در هر زمان و هنگام

1- Monzer Kahaf

2- Islamic Development Bank

3- Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institution

4- Ijarah Sukuk

نیاز می توان از آن حساب برداشت نمود (سپرده دیداری) و پس اندازه های مدت دار که سررسید معینی از چند ماه تا چندین سال دارند (سپرده غیر دیداری).

ب- طرح های قراردادی پس انداز

در طرح های قراردادی پس انداز ضمن پرداخت سود به سپرده گذار، در قبال پس انداز شرایط تعیین شده در پایان طرح، تسهیلاتی نیز اعطا می شود. پاداش پرداختی علاوه بر ایجاد اطمینان خاطر از دریافت تسهیلات با نرخ بهره پایین تر از بازار، موفقیت بزرگی را متوجه طرح های قراردادی پس انداز نموده است. لیکن با موفقیت بیشتر طرح، فشار بیشتری به موسسه وارد خواهد آمد، چرا که همه روزه بر تعداد سپرده گذاران واجد شرایط دریافت تسهیلات اضافه شده و به این ترتیب تعهدات موسسه افزایش می یابد.

ج- انتشار اوراق قرضه مسکن

انتشار اوراق بهادار یکی از ابزارهای سنتی تجهیز منابع مالی بانکهای رهنی است. این اوراق عمدتاً توسط موسسات سرمایه گذاری همچون شرکتهای بیمه، صندوقهای بازنشستگی و سرمایه گذاران شخصی خریداری می شوند. اوراق مذکور معمولاً در بازار بورس ثبت و معامله می شوند و سالانه سود قابل پرداختی در بردارند. همچنین قبل از موعد سررسید نیز قابل خریداری می باشند. سرمایه گذاران این فرصت را دارند که اوراق مزبور را هر زمان که لازم باشد به پول نقد تبدیل نموده و در عین حال وام دهندگان رهنی نیز وجوه بلندمدتی را برای وام دهی بلندمدت در بخش مسکن دریافت می دارند.

د- طرح پس انداز اجباری و صندوقهای ویژه مسکن

طرح های پس انداز اجباری به منظور افزایش منابع و سپس تخصیص این منابع در طرح های عمومی همچون مسکن اجرا می شود. این امر در اکثر کشورهایی که دارای توان پس اندازی پایین بوده و یا پس اندازها در جریان نقدینگی قرار نمی گیرند کاربرد دارد. طرح های اجباری در این کشورها مقرون به صرفه بوده و به نوعی سبب کاهش هزینه های دولت در تامین منابع مالی و تخصیص آنها می شود. این گونه طرحها را می توان در مورد افراد یا واحدهای اقتصادی و یا حتی هر دو اعمال نمود. مزیت اصلی چنین طرحهایی تامین وجوه در بلندمدت و جریان با ثبات سرمایه است. معمولاً در این طرحها وجوهی از حقوق ماهانه کارکنان کسر و به حسابی واریز می شود و اعضا قادر هستند پس از سپری شدن مدت انتظار مبالغی را جهت خرید مسکن بصورت وام از صندوق یا حساب مزبور دریافت نمایند. البته برای پاسخگویی به تعهدات صندوق می بایست وجوه جمع آوری شده به منظور کسب درآمد در طرح های بازده سرمایه گذاری شود. این شیوه علاوه بر سودآوری، قدرت خرید وجوه را در مقابل تورم حفظ می نماید (میرشجاعی، ۶: ۱۳۸۴-۸).

ارکان صکوک اجاره

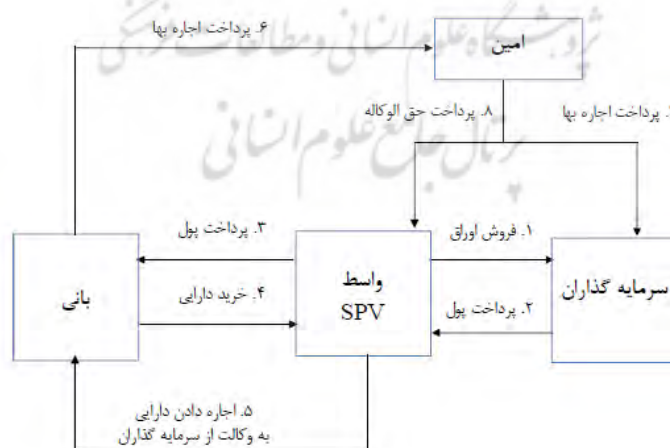
یکی از روش های تامین مالی یک پروژه یا یک شرکت تامین مالی با استفاده از صکوک اجاره می باشد در این نوع تامین مالی نهاد واسط صکوک منتشر خواهد کرد و با منابع به دست آمده ناشی از صکوک، دارایی مورد نیاز شرکت را می خرد و آن را به صورت قرارداد اجاره به شرکت اجاره می دهد. در طول مدت قرارداد اجاره نهاد واسط مبلغ اجاره را به صورت ماهانه یا سالانه جمع و در میان دارندگان صکوک توزیع می کند (عارف، اقبال و محمد، ۲۰۱۴).

به منظور انتشار اوراق صکوک اجاره دست کم وجود سه نهاد مالی ضروری است که عبارتند از بانی، واسط و امین. بانی شخص حقوقی است که صکوک اجاره با هدف تامین منابع مالی مورد نیاز وی منتشر می شود و می تواند اقدام کند به اجاره دارایی ای که (از واسط به نمایندگی از سرمایه گذاران) مبنای انتشار صکوک اجاره قرار گرفته است. واسط نهاد مالی است که صرفاً به منظور نقل و انتقال دارایی به وکالت از دارندگان صکوک اجاره و انتشار این اوراق تشکیل می شود. امین نیز شخصی حقوقی است که به نمایندگی از سرمایه گذاران و به منظور حفظ منافع آنان در چارچوب ضوابط اجرایی انتشار صکوک اجاره، مسئولیت نظارت بر کل فرآیند عملیاتی صکوک اجاره را بر عهده دارد (سازمان بورس و اوراق بهادار، ۲، ۱۳۸۶).

تبیین مدل عملیاتی انتشار اوراق اجاره (صکوک اجاره):

نهادهای فعال در انتشار این نوع اوراق اجاره عبارتند از:

۱. بانی
 ۲. واسط
 ۳. امین
 ۴. شرکت تأمین سرمایه
 ۵. موسسه رتبه بندی اعتباری
- در ادامه فرآیند انتشار اوراق اجاره آورده شده است:
۱. بانی اقدام به انتخاب امین می نماید.
 ۲. واسط توسط امین تأسیس می شود.
 ۳. قیمت دارایی توسط بانی تعیین و به تأیید امین می رسد.
 ۴. واسط جهت اخذ مجوز انتشار از سازمان، اقدام به ارائه اطلاعات و مدارک مورد نیاز می نماید.
 ۵. موسسه رتبه بندی اعتباری، اوراق اجاره را رتبه بندی می کند.
 ۶. واسط اقدام به تعیین شرکت تأمین سرمایه می نماید.
 ۷. واسط امید نامه اوراق را به عموم عرضه می کند و از طریق شرکت تأمین سرمایه اقدام به پذیره نویسی صکوک اجاره نموده و مالکیت دارایی را به صاحبان اوراق منتقل کرده و به وکالت، امور مربوط به دارایی را مدیریت می کند.
 ۸. واسط با پرداخت وجوه بدست آمده بانی، دارایی را به وکالت از سرمایه گذاران خریداری می نماید (قرارداد بیع و حق العمل کاری).
 ۹. اسناد و مدارک مثبت مالکیت دارایی به وکالت از سرمایه گذاران در اختیار امین قرار می گیرد.
 ۱۰. واسط به وکالت از سرمایه گذاران دارایی را به بانی اجاره می دهد (قرارداد اجاره).
 ۱۱. بانی اجاره بها را در موعدهای مقرر به امین پرداخت می کند.
 ۱۲. امین پس از کسر کارمزد خود و واسط، الباقی مبلغ اجاره بها را به سرمایه گذاران پرداخت می نماید.
- فرآیند عملیاتی انتشار صکوک اجاره به طور خلاصه به صورت زیر خواهد بود :



در پایان مدت قرارداد یکی از حالت های زیر رخ خواهد داد:

۱. قرارداد از نوع اجاره عادی باشد؛

در این صورت فرآیند به صورت زیر خواهد بود:

الف - در پایان مدت قرارداد و توافق واسط و بانی مبنی بر فروش دارایی به بانی؛ دارایی به قیمت کارشناسی و مورد تأیید امین به وی فروخته می شود.

ب - در صورت عدم توافق، بانی ملزم به تسلیم دارایی به واسط خواهد بود. واسط دارایی را به وکالت از سرمایه گذاران و به قیمت کارشناسی مورد تأیید امین به فروش می رساند.

ج - امین پس از کسر کارمزد خود و واسط، مبلغ باقی مانده را در مقابل دریافت اوراق صکوک پرداخت می نماید.

۲. قرارداد از نوع اجاره به شرط تملیک باشد؛

در این صورت فرآیند به صورت زیر خواهد بود:

الف - در پایان مدت قرارداد دارایی به تملک بانی در خواهد آمد. تملک دارایی ممکن است به یکی از حالت های زیر باشد:

۱. تملک مجانی^۱

۲. تملک در مقابل مبلغ معینی که در ابتدای قرارداد مشخص شده باشد.^۲

۳. تملک در مقابل قیمت کارشناسی و براساس قیمت بازاری دارایی و مورد تأیید امین.

۴. تملک بر اساس کسری از قیمت بازاری دارایی و مورد تأیید امین.

ب - در صورتی که تملک مجانی نباشد، بانی وجوه را به امین پرداخت می نماید.

ج - امین پس از کسر کارمزد خود و واسط، مبلغ باقی مانده را در مقابل دریافت اوراق صکوک پرداخت می نماید.

۳. اجاره همراه با شرط اختیار فروش برای سرمایه گذاران^۳

الف - بانی ضمن عقد اجاره ملزم می شود در صورت اعلام اراده سرمایه گذاران به فروش دارایی به وی، دارایی را خریداری نماید.^۴

ب - در پایان مدت قرارداد اجاره، واسط می تواند دارایی را به مصرف کننده یا شخص دیگری بفروشد (در صورتی که سرمایه گذاران (واسط) تمایل داشته باشند دارایی را به بانی به فروش رسانند، بانی ملزم به خرید آن به قیمت از پیش تعیین شده خواهد بود).

ج - امین پس از کسر کارمزد خود و واسط، مبلغ باقی مانده را در مقابل دریافت اوراق صکوک پرداخت می نماید.

۴. اجاره همراه با شرط اختیار خرید برای بانی

الف - سرمایه گذاران ضمن عقد اجاره ملزم می شوند در صورت اعلام اراده بانی به خرید دارایی، دارایی را به وی بفروشند.

ب - در پایان مدت قرارداد اجاره، واسط می تواند دارایی را به بانی یا شخص دیگری بفروشد (در صورتی که بانی تمایل به خرید دارایی داشته باشد واسط ملزم به فروش آن به وی به قیمت از پیش تعیین شده خواهد بود).

ج - امین پس از کسر کارمزد خود و واسط، مبلغ باقی مانده را در مقابل اخذ اوراق صکوک پرداخت می نماید.

بررسی تجربه سایر کشورها در استفاده از صکوک:

در سطح بین المللی آمار و ارقام حاکی از آن است که کشورها و شرکتهای متعددی از این ابزار با توجه به راهبردهای خود استفاده نموده اند. بر اساس گزارش^۵ IIFM تا سال ۲۰۱۱ در بخش صکوک بین المللی ۶۵ درصد اوراق شرکتی، ۲۴ درصد اوراق دولتی و ۱۱ درصد ترکیبی از اوراق دولتی و شرکتی بوده است.

۱. در این حالت با پرداخت آخرین قسط، مالکیت به بانی منتقل خواهد شد. به عنوان مثال قراردادهای اجاره به شرط تملیک مسکن که در حال حاضر در سیستم بانکی وجود دارد از این نوع می باشد؛ در این نوع قراردادهای، مبلغ هر قسط زیاد است.

۲. این حالت زمانی مناسب خواهد بود که بانی توان پرداخت اقساط با مبالغ بالا را نداشته باشد و از طرف دیگر در پایان مدت قرارداد پول زیادی بدست وی برسد.

۳. در این نوع اجاره نگرانی (ریسک) سرمایه گذاران مبنی بر وجود حداقل یک مشتری برای دارایی تحت تملک از بین میرود؛ همچنین این امر سبب خواهد شد بانی در استفاده از دارایی دقت لازم را بنماید.

۴. ممکن است این حق در قبال دریافت مبلغ معینی از سرمایه گذاران، به آنها اعطا شود.

میزان انتشار صکوک در سطح بین‌المللی

جدول ۱. میزان انتشار صکوک در سالهای ۲۰۰۶ تا ۲۰۱۲

سال	۲۰۰۶	۲۰۰۷	۲۰۰۸	۲۰۰۹	۲۰۱۰	۲۰۱۱	فصل اول ۲۰۱۲
میزان انتشار (میلیون دلار)	۳۰۰۱۴	۴۸۹۶۲	۱۸۸۲۶	۲۵۵۹۴	۴۶۳۱۳	۹۳۷۲۳	۴۴۹۰۴

منبع: IIFM SUKUK ISSUANCE DATABASE

۱) صکوک بین‌المللی مالزی

اولین ابزار مالی اسلامی که در سطح بین‌المللی منتشر گردید، صکوک بین‌المللی مالزی است. صکوک بین‌المللی مالزی بود که نخستین بار به ارزش ۶۰۰ میلیون دلار در سال ۲۰۰۲ منتشر شد. هدف گذاری آن نه تنها سرمایه‌گذاران اسلامی شرق آسیا، بلکه سرمایه‌گذاران سنتی در اروپا، آسیا و آمریکا نیز بود. این اوراق، در بورس اوراق بهادار لوکزامبورگ نیز پذیرفته شد. صکوک مالزی نخستین بار با لحاظ موازین شرعی توسط کمیته نظارتی بازار مالی بین‌المللی اسلامی منتشر شد. ۵۱ درصد از این اوراق در خاورمیانه و ۳۰ درصد به سرمایه‌گذاران آسیایی در آسیا فروخته شد. تعداد زیادی از سرمایه‌گذاران خاورمیانه، در این بازار مشارکت کرده و برای رشد بازار سرمایه و افزایش همکاری‌های کشورهای اسلامی از طریق ابزارهای مالی قابل پذیرش جهانی، تلاش کردند.

از دیگر اوراق بهاداری که در قالب اوراق قرضه اسلامی در سطح بین‌المللی منتشر گردید، می‌توان به صکوکی که به ارزش ۱۵۰ میلیون دلار در بورس بین‌المللی لابوان پذیرفته شد، اشاره نمود. مالزی تا اواخر سال ۲۰۱۰ میلادی بزرگ‌ترین ناشر صکوک باقی می‌ماند و از این میان ۶۴/۶ درصد سهم بازار این اوراق را دارا خواهد بود. (MIFC، 2010) اوراق صکوک در این کشور به ارزشهای سایر کشورها نیز منتشر می‌گردد و از این رو بازار سرمایه این کشور به بازار اسلامی چند ارزی بین‌المللی تبدیل شده است. صکوکی که به ارزشهای خارجی منتشر شده‌اند از طریق دولت مرکزی مالزی، شرکت Nomura Holdings Inc و شرکت Khazanah Nasional Bhd در هشت ماهه اول سال ۲۰۱۰ منتشر شده‌اند. در سال ۲۰۱۰ معادل ۱۵ صکوک جدید در بورس مالزی منتشر شده است که بالغ بر ۷۰/۵ میلیارد رینگیت (واحد پول مالزی) بوده است (وزارت دارایی مالزی، ۲۰۱۰-۲۰۱۱).

همچنین این کشور در ماه ژوئن سال ۲۰۱۰ بزرگ‌ترین انتشار صکوک در جهان را به ارزش ۱/۲۵ میلیارد دلار معادل ۳/۸۶ رینگیت مالزی صورت داده است که دارای بازدهی ۳/۹۲۸ درصد است.

۲) صکوک بین‌المللی قطر

دولت قطر در سال ۲۰۰۳ اقدام به انتشار ۷۰۰ میلیون دلار صکوک کرد که سررسید آن، سال ۲۰۱۰ بود. صکوک بین‌المللی قطر به عنوان یک ابزار مالی خاص در قطر به وجود آمد. این نخستین تجربه قطر در انتشار اوراق قرضه اسلامی بین‌المللی است که دولت آن را عرضه کرد. موسسه P&S این اوراق را با رتبه A+ رتبه‌بندی کرده و HSBC بازسازی آن را به عهده دارد.

۳) صکوک بین‌المللی اردن

دولت اردن در نظر دارد تا صکوک ۵ ساله‌ای به ارزش ۷۵۰ میلیون دلار در سال ۲۰۱۰-۲۰۱۱ منتشر کند. برنامه این دولت مبنی بر انتشار این اوراق با نرخ بهره ۳/۸۷۵ درصد با نرخ ثابت است که به صورت هر شش ماه یک بار سود آن پرداخت می‌شود. انتشار این اوراق توسط ائتلافی از بانک‌های بین‌المللی JP Morgan، Credit Suisse، HSBC و Arab Bank انجام خواهد شد (وزارت اقتصاد اردن، ۲۰۲۰).

رشد بازار جهانی صکوک در سال ۲۰۲۱

بر اساس گزارش موسسه رتبه‌بندی استاندارد اند پورز، انتظار می‌رود حجم انتشار صکوک جهانی تا پایان سال میلادی ۲۰۲۳ به

۱۵۵ میلیارد دلار برسد. به گزارش روابط عمومی شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه، به گفته موسسه P&S با توجه به کاهش نرخ بهره و وجود نقدینگی فراوان پیش بینی می شود حجم انتشار صکوک در سال ۲۰۲۱ با ۱۱ درصد رشد نسبت به ۱۳۹۸ میلیارد دلار سال گذشته به ۱۵۵ میلیارد دلار برسد و این در حالی است که رکورد بیشترین حجم انتشار صکوک در جهان در سال ۲۰۱۹ با ۱۶۷ میلیارد دلار ثبت شد.

در شش ماهه نخست سال میلادی ۲۰۲۲ مجموعاً ۹۰.۶ میلیارد دلار صکوک در جهان منتشر شده که نسبت به ۸۶.۴ میلیارد دلار دوره مشابه در سال ۲۰۲۱ کمی افزایش یافته است. کشورهای نظیر مالزی، عربستان سعودی و عمان حجم بالایی از تامین مالی از طریق انتشار صکوک را در شش ماهه نخست سال ۲۰۲۲ به خود اختصاص دادند.

حجم انتشار صکوک در کشورهای نظیر بحرین، اندونزی، ترکیه و امارات متحده عربی نسبت به دوره مشابه در سال گذشته کاهش داشته است. این کاهش در ترکیه به علت افزایش انتشار صکوک داخلی در واحد لیر رخ داده و در امارات متحده عربی نیز پس از اتخاذ استانداردهای جدید شرعی، تامین مالی از طریق انتشار این اوراق کاهش یافته است. همچنین پیش بینی می شود شرکت های خصوصی و بانک ها که با اوج گرفتن بیماری کرونا در سال گذشته بیشتر به حفظ پول می پرداختند و هزینه های سرمایه ای خود را به تعویق انداخته بودند در نیمه دوم سال میلادی جاری مجدداً به حمایت از بازار صکوک بپردازند. بانک های مرکزی در سراسر جهان به منظور تعدیل آسیب های اقتصادی بیماری کرونا و کمک به تثبیت بازارهای مالی و بخش بانکی مجموعه ای از اقدامات حمایتی را اجرا نمودند. یکی از این اقدامات کاهش نرخ بهره به نزدیکی صفر یا حتی زیر صفر در بسیاری از کشورها بود که انتظار می رود کماکان در سال جاری و آتی نیز با در نظر گرفتن شرایط ریکاوری اقتصاد جهانی پایین باقی بماند.

در خصوص صنعت مالی اسلامی ۲.۴ تریلیون دلاری نیز پیش بینی ها حاکی از رشد تک رقمی آن در سال جاری می باشد و این در حالی است که رشد این صنعت در سال ۲۰۱۹ که رکورد دار بیشترین حجم انتشار صکوک بود برابر با ۱۱.۴ درصد می باشد. همچنین بر اساس گزارش ریفرنیتیو پیش بینی می شود ارزش این صنعت در سال ۲۰۲۴ به ۳.۶۹ تریلیون دلار برسد.

صکوک مرتبط با طرح های سرمایه گذاری پایدار و مسئولیت پذیر و همچنین صکوک سبز نیز می تواند در نیمه دوم سال جاری در افزایش حجم انتشار اوراق مالی اسلامی تاثیرگذار باشد.

جدول ۲: لیست انواع صکوک اسلامی منتشرشده توسط موسسات مالی مختلف

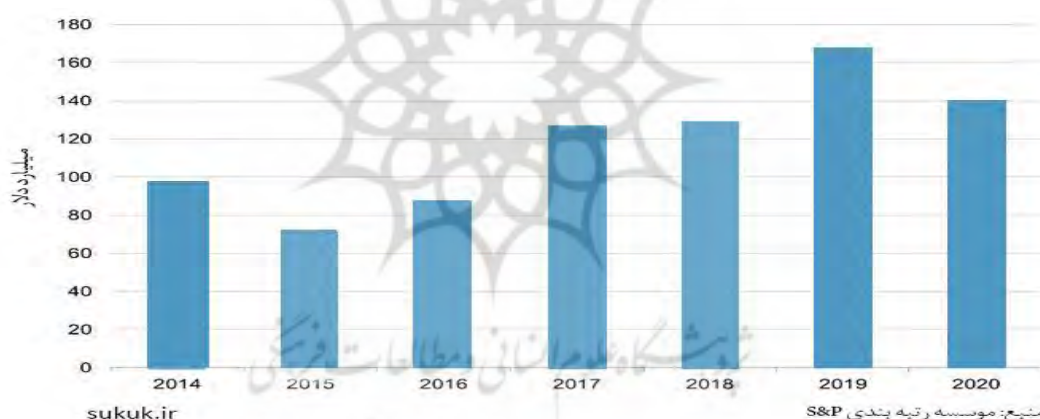
ردیف	کشور	تعداد	حجم بر اساس میلیون دلار
۱	مالزی	۲۲۵۸	۱۶۹۸۷۸
۲	بحرین	۲۳۴	۱۰۶۵۴
۳	اندونزی	۷۵	۶۷۸
۴	گامبیا	۴۹	۳۰
۵	امارات	۴۳	۳۲۹۴۶
۶	پاکستان	۳۹	۴۵۶۸
۷	عربستان	۲۵	۱۷۰۹۹
۸	سودان	۲۳	۱۳۳۴۴
۹	برونئی	۲۱	۱۱۷۶
۱۰	کویت	۱۱	۲۰۲۶
۱۱	قطر	۷	۱۱۵۶۸
۱۲	سنگاپور	۵	۱۹۲
۱۳	امریکا	۳	۷۶۷
۱۴	ترکیه	۲	۴۵۰

ردیف	کشور	تعداد	حجم بر اساس میلیون دلار
۱۵	انگلستان	۲	۲۷۱
۱۶	یمن	۲	۱۵
۱۷	آلمان	۱	۱۲۳
۱۸	اردن	۱	۱۱۹
۱۹	ژاپن	۱	۱۰۰

منبع: IIFM SUKUK ISSUANCE DATABASE

جدول فوق بیانگر این مطلب می‌باشد که استفاده از ابزارهای تامین مالی اسلامی نه تنها در بین کشورهای اسلامی بلکه در سایرکشورها هم از مقبولیت زیادی برخوردار است. با توجه به مدل کاربردی گفته شده، طرح اولیه آن است که به پشتوانه قابلیت درآمدزایی و عایدات جاری سالیانه ساختمانها در قالب اجاره ماهیانه یا سالیانه و یا درآمدزایی آتی ناشی از افزایش قیمت ساختمان ها به عنوان یک ارزش افزوده، ساختمان های موجود در فرآیند تبدیل به اوراق بهادار نمودن از طریق نهادهای واسطه به عموم مردم عرضه شود. این فرآیند شامل ارزش هر سهم و تعیین تعداد اوراق هر ساختمان و اعلام عرضه عمومی خواهد بود.

به دلیل توجیه اقتصادی حاصل از این دو جریان مالی می توان اوراق بهاداری را طراحی ومنتشر نمود. عامه مردم با خرید این اوراق عملاً" مالک دارایی مربوطه به عنوان یک بنگاه اقتصادی می‌شوند و شهرداری با وجوه حاصله از فروش آن به اجرای پروژه های عمرانی اقدام می نماید.



نمودار ۱. حجم صکوک منتشره در جهان

تجربه ایران در زمینه صکوک اجاره

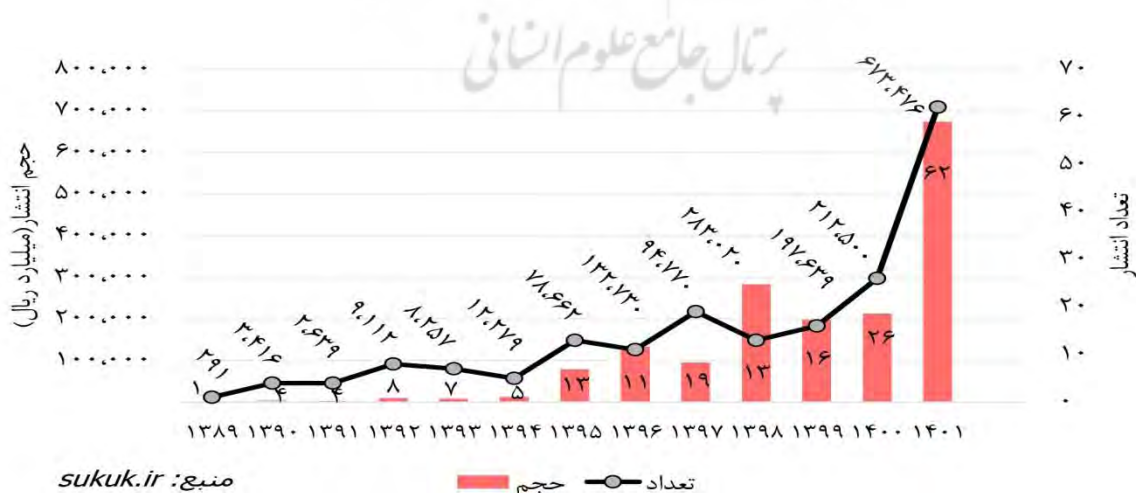
هر چند کشور ایران از سال ۱۳۷۳ و با انتشار صکوک مشارکت (اوراق مشارکت) طرح نواب، به صورت رسمی در تامین مالی از طریق صکوک وارد گردید و این شیوه تامین مالی همچنان ادامه دارد، اما تامین مالی از طریق صکوک اجاره، به عنوان دومین نوع صکوک در این کشور، تنها در سالهای اخیر مورد توجه قرار گرفته است. در این رابطه اولین اوراق اجاره در ایران جهت تامین مالی خرید یک فروند هواپیما توسط شرکت هواپیمایی ماهان باحجم ۲۹/۱۵ میلیارد تومان منتشر گردد. پس از آن نیز هفت بار دیگر اوراق اجاره در کشور منتشر شده است که حجم کل این اوراق تا کنون حدود ۶۰۴/۶ میلیارد تومان میشود که همگی توسط شرکتها منتشر شده اند. 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 م یباشد. 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 بانک مرکزی در سال ۹۰، نرخ تمامی اوراق اجاره به ۲۰ درصد رسید. به طور کلی

در حال حاضر حداقل سه نوع عملیاتی مجاز (به لحاظ فقه شیعه و حقوق ایران) جهت استفاده از صکوک اوراق اجاره در کشور وجود دارد که تاکنون دو نوع آن، یعنی صکوک اجاره جهت تامین نقدینگی (با هدف آزادسازی منابع محصور در داراییهای سرمایه ای) و صکوک اجاره جهت تامین دارایی (با هدف خرید دارایی) سرمایه ای کاربردی شده است. نوع سوم اوراق اجاره که تاکنون اجرایی و عملیاتی نشده و خلأ آن در تامین مالی بخش مسکن کاملاً مشهود است اوراق اجاره رهنی است. به نظر می رسد انتشار اوراق اجاره رهنی توسط بانک مسکن می تواند نقش بسیار بسزایی در تامین مالی بخش مسکن داشته باشد (موسوی، ۱۳۹۱: ۱۰۳).

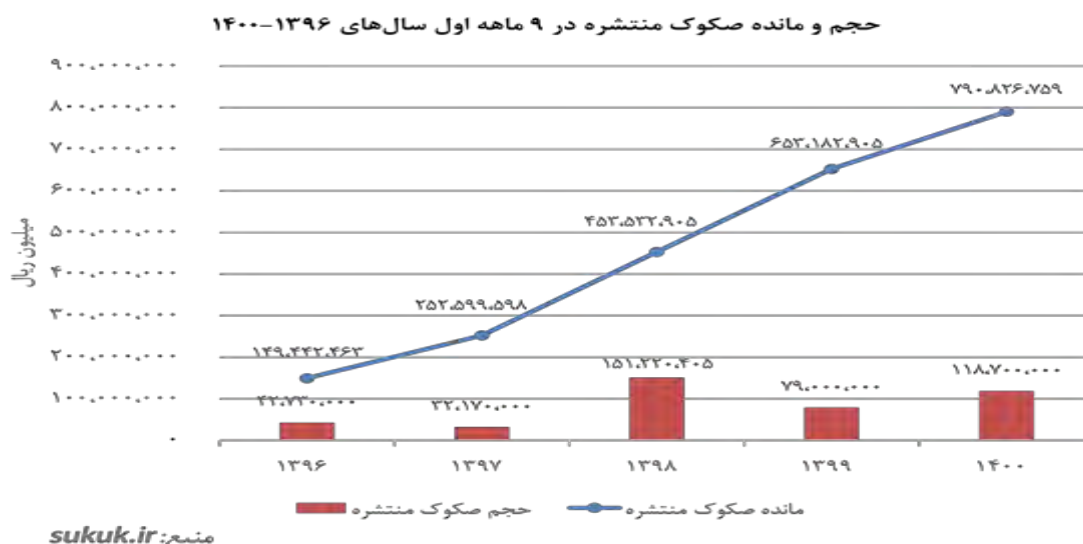
مزایای بهادارسازی دارایی ها

مهم ترین مزیت و کارکردهای قابل توجه طرح پیشنهادی، تحقق تامین مالی مجدد سرمایه های حبس شده در ساختمان های موجود از طریق تبدیل این دارایی ها به اوراق بهادار نمودن است که می تواند به اندازه ارزش روز ساختمانها بازار سرمایه عمران شهری را مجدداً توسعه داده و از فقر منابع نجات بخشد. در صورت سازماندهی و هدایت سرمایه های کوچک مردم به سمت خرید این اوراق، می توان سرمایه های حبس شده در بسیاری از ساختمان های مهم اداری، تجاری و خدماتی را آزاد نمود و آنها بتوانند برای توسعه و عمران شهرها، گام های دیگری را بردارند. برای تامین مالی بیشتر، در یک ساز و کار تشویقی در قالب وجوه اداره شده در اختیار سیستم بانکی کشور قرار دهد تا برای تامین منابع اجرای طرح های عمران شهری و نوسازی محلات فرسوده شهر، تسهیلات مناسب با کارمزد و سود ترجیحی پرداخت نمایند.

از منظر مدیریت مالی و سرمایه گذاری، فراهم نمودن فرصت سرمایه گذاری در دارایی های واقعی در مقابل داراییهای مالی مانند سهام برای عموم مردم، تنوع بخشیدن به ابزارهای سرمایه گذاری در بخش زمین و مستغلات، حمایت از اقشار ضعیف و متوسط جامعه و گسترش عدالت اجتماعی و افزایش ثروت خانوارها، تامین سلاقی سرمایه گذاران مختلف که دارای درجه ریسک پذیری و افق های سرمایه گذاری متفاوتی می باشند، جذب و تخصیص بهینه منابع مالی مازاد جامعه به سرمایه پذیران (شهرداری ها)، بهره گیری از روشهای بهینه تامین مالی به منظور برآورده ساختن نیازهای متنوع شهرها، رشد و توسعه متوازن زیرساختهای شهری و همچنین توسعه خدمات، استفاده از منابع و تسهیلات ارزان قیمت، استفاده از منابع عمومی در چارچوب نظام پولی کشور، بهره گیری از نقدینگی های سرگردان جامعه جهت تامین مالی پروژه های با بازده مناسب و فراهم نمودن زمینه مشارکت بیشتر بخش خصوصی در عمران شهری کشور، افزایش نقدینگی شهرداری، جایگزینی دارایی هایی که نقدینگی پایینی دارند و یا غیرنقد هستند با وجوه نقد، ریسک پایین و در نتیجه هزینه کمتر این شیوه تامین مالی در مقایسه با روش های موجود و در نهایت استفاده مجدد شهرداری از دارایی تبدیل شده به اوراق اجاره از دیگر مزایا و کارکردهای شیوه تامین مالی به کمک ابزار صکوک اجاره است که در خور توجه می باشد.



نمودار ۲. حجم و تعداد کل صکوک منتشره به تفکیک سال



نمودار ۳. حجم و مانده صکوک منتشره در ۹ ماهه اول سال ۱۳۹۶-۱۴۰۰

نتیجه‌گیری و پیشنهادات

در نوشتگان مدیریت مالی، مهمترین کارکرد طراحی اوراق بهادار، تأمین مالی برای هدف‌های نهاد مالی منتشرکننده است. روشن است هرگونه ورق بهادار، برای انتشار باید پشتوانه‌ای مطمئن و پذیرفتنی داشته باشد تا اعتماد خریداران اوراق پیش‌گفته را بیرون از میزان و نوع بازده آن جلب نماید. هرگونه روند مالی یا نقدینگی مورد انتظار در آینده، دارایی ثابت، جاری، انواع امتیازات، حقوق مالی و غیرمالی و مانند این‌ها، می‌تواند به عنوان پشتوانه به کار گرفته شوند. صکوک اجاره، ابزاری جدید است که در یکی دو دهه اخیر توسط متفکرین اقتصاد و مالی اسلامی و با استفاده از ظرفیتهای موجود در فقه اسلامی طراحی شده است. این اوراق در دوره کوتاهی توانسته است به توسعه قابل توجهی دست یابد و مورد استفاده دولتها و شرکتهای ملی و بین‌المللی قرار گیرد. اهمیت این اوراق اسلامی را می‌توان ریسک پایین و مبتنی بر دارایی بودن آن دانست.

تجربه دنیا نشان از امکان‌پذیری تبدیل هرگونه دارایی به اوراق بهادار و تأمین مالی دوباره برای مقاصد مورد نظر دارد. در مجموع می‌توان گفت به پشتوانه دو جریان ارزش کنونی و آینده، می‌توان دارایی‌های فیزیکی متعلق به شهرداری را که بسیار قابل توجه بوده تبدیل به اوراق بهادار کرده و به عموم مردم عرضه کرد و منابع به دست آمده را در سازوکاری تشویقی، در اختیار سیستم بانکی کشور گذاشت تا با ترکیب منابع خود برای تأمین مالی پروژه‌های مسکن سرمایه‌گذاری نماید.

منابع

منابع فارسی

- آئینی، محمد. (۱۳۸۹). «تأمین مالی صنعت بهسازی و نوسازی شهری»، سومین همایش مالیه شهری، تهران.
- پهلوان، حمید و رضوی، سید روح‌الله (۱۳۸۶). «اوراق صکوک: تعریف، انواع و ساختار»، تهران: مدیریت پژوهش توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار.
- پورزندی، محمد؛ هاشمی، سید مناف؛ طاهرخانی، حبیب‌الله. (۱۳۸۶). تجربه مدیریتی ایجاد پایداری در منابع درآمدی شهرداری»، همایش بین‌المللی مدیریت.
- تبریزی، عبده. (۱۳۸۶). «بررسی شیوه‌های تأمین مالی پروژه مجتمع تجاری-اداری و مسکونی مجد مشهد (فاز دوم)»، مشهد، شرکت عمران و مسکن‌سازان ثامن.
- سازمان بورس و اوراق بهادار. (۱۳۸۶). «ضوابط ابزار مالی اوراق اجاره»، تهران.

- سروش، ابوذر. (۱۳۸۶). «بررسی صکوک اجاره»، ماهنامه بورس، شماره ۶۵، مردادماه.
- سروش، ابوذر؛ صادقی، محسن. (۱۳۸۶). «مدیریت ریسک اوراق بهادار اجاره (صکوک اجاره)» فصلنامه اقتصاد اسلامی، سال هفتم، شماره ۲۷.
- سادات جمال، شراره و لعل بار، علی. (۱۴۰۰). صکوک ابزار نوآورانه مالی-اسلامی، شرح کاملی بر صکوک، فصلنامه پژوهش های معاصر در علوم مدیریت و حسابداری، سال سوم، شماره ۹.
- جعفر زاده نجار، مرتضی؛ جنتی، مینا. (۱۳۸۸). «شیوه های موفق تامین مالی از محل منابع داخلی در طرح بهسازی و نوسازی بافت فرسوده» دومین کنفرانس بین المللی توسعه نظام تامین مالی در ایران، تهران.
- دفتر مطالعات راهبردی. (۱۳۹۵). «گزارش دوم پروژه ارائه راهکارهای تامین و افزایش درآمدهای شهرداری اصفهان»، شهرداری اصفهان.
- دولتی، نیکو؛ جعفری، ابوالفضل. (۱۳۸۸). «بررسی چالش های مالیاتی تامین مالی از طریق صکوک اجاره»، فصلنامه مطالعات اقتصاد اسلامی، سال دوم، شماره دوم.
- صادقی، رضا. (۱۳۸۷). «مدیریت ریسک اوراق اجاره»، فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، سال ۷، شماره ۲۷.
- کیائی، حسن؛ سلیمانی، محمد. (۱۳۹۸)، تامین مالی بر مبنای صکوک (مطالعه موردی شرکت های منتشر کننده صکوک در ایران)، دو فصلنامه جستارهای اقتصادی ایران، ش ۳۱.
- مهربانی، فاطمه. (۱۳۸۹). «کارکرد ابزارها و نهادهای مالی در تامین مالی پروژه های شهری»، سومین همایش مالیه شهری، تهران
- نجفی، مهدی. (۱۳۸۵). «بررسی فرآیند تامین مالی از طریق انتشار اوراق صکوک»، تهران: پایان نامه کارشناسی ارشد دانشکده معارف اسلامی و مدیریت دانشگاه امام صادق.
- نصر اصفهانی، رضا. (۱۳۸۹). «تحلیل عملکرد شهرداری اصفهان از حیث درآمدهای پایدار و ناپایدار همراه با ارائه راهکارهای جدید»، سومین همایش مالیه شهری، تهران.
- هاشمی، سیدمناف؛ طاهرخانی، حبیب اله. (۱۳۸۲). «ایجاد پایداری در منابع درآمدی شهرداری تهران»، سومین همایش مالیه شهری، تهران.
- غفوری، منوچهر، صادقی، محمد و رجب زاده، علیرضا. (۱۴۰۱). ماهیت حقوقی صکوک انتظاری در حقوق ایران، ماهنامه علمی (مقاله علمی - پژوهشی) جامعه شناسی سیاسی ایران، سال پنجم، شماره هشتم.
- موسویان، سید عباس. (۱۳۸۶). «ابزارهای مالی اسلامی»، قم: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی
- میرشجاعی، فخری. (۱۳۸۴). «نقش بانک مسکن در تامین مالی مسکن»، مجموعه پژوهشهای اقتصادی بانک مرکزی
- موسوی، سیدمحسن. (۱۳۹۱). «تاریخچه طراحی و توسعه صکوک اجاره در جهان و ایران»، فصلنامه تازه های اقتصاد، تابستان ۱۳۹۱، شماره ۱۳۶.

منابع لاتین

- Arsalan Tariq, Ali , and Dar, Humayon ,Risks of Sukuk Structures: Implication for resource mobilization,Thunderbird International Business Review, Vol 49(2),203-223,March - April,2007.
- Municipal finance: Increasing Local Government Resources to Fund Multi-Sectoral Facilities”,Supporting Local Governance in the ANE - Region: Fostering Multi -Sectoral, Approaches Workshop, Cairo, Egypt, 2005.
- United Nations Human Settlements Programm,Guido to Municipal Finance. Nairobi:UN-