دوفصلنامهٔ علمی ـ پژوهشی
جستارهای اقتصادی
س۸، ش۱۵، بهار و تابستان ۱۳۹۰
صفحات ۹ ـ ۳۷

Biquarterly Journal
of
Economic Essays
Vol.8, No.15, Spring & Summer 2011

تبیین فقهی و ارائه الگوی تکنیکی ـ بازاریابی در طراحی و راه‌اندازی اوراق اجاره در ایران

دکتر علی صالح‌آبادی*
سجاد سیاح**
مهدی نجفی***

چکیده

بازار بدهی به عنوان بخش مهمی از سیستم مالی، در کنار نظام بانکداری، نقش مؤثری در تأمین پول دارد. قوانین اسلام معامله‌های مبتنی بر ربا را منع کرده است. بنابراین، در نظام اسلامی نمی‌توان از ابزارهای متعارف بدهی استفاده کرد و به ابزارهای جایگزین مناسب برای اوراق بدهی متعارف نیاز است که با قوانین اسلامی نیز منطبق باشد.

این مقاله با ارائه الگوی مفهومی مبتنی بر رویکرد بازاریابی و تکنیکی به بحث درباره ابعاد فقهی و راه‌اندازی صکوک اجاره در بازار مالی ایران می‌پردازد. درنهایت، نتیجه‌گیری می‌شود که صکوک اجاره، جایگزین مناسبی برای اوراق قرضه و مکمل دیگری برای اوراق مشارکت است. همچنین دولت باید برای تعریف، حمایت، به‌کارگیری این ابزار جدید مالی و ایجاد بازارهای ثانویهٔ مورد نیاز سرمایه‌گذاران فردی اقدام کند.

واژه‌های کلیدی: اوراق اجاره (صکوک اجاره)، مبانی فقهی اجاره، ساختار صکوک
طبقه‌بندی JEL: F30, G15, G18, G28

* عضو هیئت علمی دانشگاه امام صادق(ع)
** دانشجوی دکترای مدیریت مالی دانشگاه تهران Email: sayyah77@gmail.com
*** دانشجوی دکترای مدیریت مالی دانشگاه تهران
تاریخ دریافت: ۱۳۸۸/۰۹/۲۳ تاریخ تأیید: ۱۳۸۹/۰۳/۱۹

Archive of SID

www.SID.ir

۱. مقدمه

رابطه مثبت توسعه بازارهای مالی و رشد اقتصادی، در مطالعات قابل توجهی در سه دهه اخیر تأیید شده و طیف وسیعی از اقتصادپژوهان را به نقش مؤثر توسعه بازارهای مالی در رشد اقتصادی معتقد کرده است (پوررستمی، ۱۳۸۷، ص۲۴). درواقع، وجود بازارهای مالی قدرتمند، یکی از این سازوکارهای لازم برای دستیابی به رشد و توسعه اقتصادی به شمار می‌آید. بنابراین، ایجاد و توسعه واسطه‌های مالی به منظور بسیج و هدایت پس‌اندازها به سمت سرمایه‌گذاری مولد می‌تواند نقش تعیین‌کننده‌ای بر رشد و توسعه اقتصادی کشور داشته باشد (حسن‌پور کاشانی، بی‌تا؛ زیبایی، ۱۳۸۷، ص۴۵). بیشتر این مطالعات با توجه به نتایج آزمون‌های انجام‌شده، به این جمع‌بندی رسیده‌اند که می‌توان با تسهیل نوآوری‌های مالی و طراحی ابزارها و نهادهای مالی لازم در کشور، تدوین نظام حقوقی کارآمد و قوانین مؤثر، ایجاد ثبات و امنیت در سیاستگذاری، تعمیق دانش سرمایه‌گذاری نزد دست‌اندرکاران بازار اوراق بهادار و درنهایت، گسترش فرهنگ سهامداری نزد خانوار ایرانی، بازار سرمایه را توسعه بخشید، تا شاهد شکل‌گیری فرآیند پایدار «پس‌انداز، سرمایه‌گذاری، توسعه اقتصادی» در کشور باشیم (صالح‌آبادی، ۱۳۸۶؛ پوررستمی، ۱۳۸۷؛ طلاکش، ۱۳۸۶). به همین دلیل، رویکرد کلی در بازارهای مالی دنیا، حرکت به سمت نوآوری و تنوع‌بخشی در طراحی انواع و اقسام ابزارهای مالی است؛ ابزارهایی که هر کدام نیازی را پاسخ می‌دهد، تنوعی را ایجاد می‌کند و ریسکی را کاهش می‌دهد.

در دهه گذشته تقریباً همه ارکان نظام مالی اسلامی، اعم از بانک‌ها، سرمایه‌گذاران و مقام ناظر به سرعت رشد کرده است و حتی توانسته سرمایه‌گذاران غیر مسلمان را جذب کند. در حال حاضر، بیش از پانصد صندوق اسلامی در دنیا وجود دارد که بیش از ۱۵۳ تا از آنها در سال ۲۰۰۷ ایجاد شده است. پیش‌بینی می‌شود در سال ۲۰۱۰م حجم دارایی‌های مالی اسلامی بیش از یک هزار میلیارد دلار شود (کِتل،[1] ۲۰۱۰، ص VIII). در بین انواع دارایی‌های مالی اسلامی، اوراق بهادار اسلامی (انواع صکوک) منتشره، نقش اساسی در تأمین پول مورد نیاز بنگاه‌های دولتی و بخش خصوصی ایفا کرده است. از بین انواع صکوک بین‌المللی، بیش از ۴۰ درصد مربوط به صکوک اجاره، ۲۲ درصد مربوط به صکوک مشارکت، ۲۱ درصد نیز مربوط به صکوک مضاربه بوده است (سالمان،[2] ۲۰۰۸). از این‌رو، امروزه نه‌تنها بر ساختار و فرآیند عملیاتی انواع صکوک تأکید می‌شود؛ بلکه

1. Kettell
2. Salman

www.SID.ir

راه‌اندازی بازار ثانویه فعال و ملزومات آن، همچون طراحی شاخص مناسب برای آن نیز به یک ضرورت تبدیل شده است.

۲. تبیین مسئله

بررسی کلی نظام تأمین مالی مبتنی بر اوراق بدهی در ایران نشان می‌دهد که در سال ۱۳۲۰، اولین اوراق قرضه معادل ۲۰۰ میلیون ریال منتشر شد و به دنبال آن و با فواصل زمانی متفاوت، اوراق قرضه‌های مختلفی نیز منتشر شد (رحیمی، ۱۳۸۱، ص۳). قانون تجارت ایران، علاوه بر تأیید انتشار اوراق قرضه طی مواد ۵۱-۷۱، به ابعاد مختلف اوراق قرضه پرداخته و حدود اختیارات، و روش‌های انتشار و سایر مسائل حقوقی آن را تبیین کرده است. پس از پیروزی انقلاب اسلامی و با تصویب و اجرای قانون بانکداری بدون ربا در سال ۱۳۶۳، انتشار اوراق قرضه به علت دربرداشتن بهره ثابت، متوقف شد؛ چرا که این اوراق براساس عقد قرض منعقد می‌شود و هر گونه زیادتی در این عقد، ربا محسوب می‌شود. اوراق مشارکت که در نیمه اول دهۀ ۱۳۷۰ در ایران طراحی شد، برای برطرف کردن مشکل اوراق قرضه بود. این اوراق براساس عقد مشارکت مدنی قابل تحلیل است. با توجه به تعریف اوراق مشارکت (مشخص بودن طرح) و جایگزینی مفهوم سود علی‌الحساب به جای سود قطعی به نظر می‌رسد که مشکل شرعی اوراق قرضه برای اوراق مشارکت وجود نداشته باشد (فطرس و محمودی، ۱۳۸۴، ص۱۰-۲۵).

هرچند انتشار اوراق بدهی در ایران با عنوان «اوراق مشارکت»، نشانگر موفقیت و استقبال گرم از بازار این اوراق بوده است؛ اما به‌طور کلی، بررسی تجربه انتشار اوراق مشارکت در ایران نمایانگر یک‌سری نقاط ضعف و چالش‌های این اوراق است که بیشتر به ابعاد اجرایی و عملیاتی این اوراق برمی‌گردد. برای مثال، عدم وجود بازار ثانویه فعال، تحمیل برخی قیود خاص،[1] ابهام شرعی به‌خصوص درباره اوراق مشارکت بانک مرکزی (هادوی تهرانی، ۱۳۷۸، ص۵۰)، ابهام در عملکرد و پیشرفت پروژه، عدم تنوع و جذابیت و همچنین عدم تداوم منظم (بانک مرکزی، ۱۳۸۶، ص۵-۱۰)، از جمله مهم‌ترین چالش‌های اوراق مشارکت محسوب می‌شود. البته به‌تدریج این نقاط ضعف با اصلاح و بهبود مقررات برطرف می‌شود. به هر صورت، لازمه رشد و پویایی بازارهای مالی و

۱. طبق ماده ۸ این آیین‌نامه، سهم‌الشرکه ناشر در طرح باید به تشخیص هیئت پذیرش و حداقل ۵۰ درصد کل سرمایه‌گذاری ریالی پروژه باشد و طبق ماده ۹ نیز ارزش اوراق مشارکت قابل انتشار برای شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس به تشخیص هیئت پذیرش و حداکثر تا ۷۰ درصد ارزش ویژه هر شرکت مجاز است.

www.SID.ir

درنتیجه، دستیابی به توسعه اقتصادی، وجود ابزارهای مالی مناسب و متنوع است. یکی از ابزارهای مالی اسلامی که توسط کارشناسان مالی اسلامی پیشنهاد شده و در برخی کشورهای اسلامی به مرحله اجرا نیز درآمده، اوراق اجاره است. این اوراق افزون بر قابلیت تجهیز و تخصیص منابع در بازار اولیه، قابلیت خرید و فروش در بازار ثانویه را نیز دارد و می‌تواند به عنوان ابزار مالی کارآمد در کشورهای اسلامی استفاده شود (مجتهد و حسن‌زاده، ۱۳۸۴). اما ویژگی‌ها و شرایط عقد اجاره چیست؟ ساختار عملیاتی مناسب این اوراق به چه شکل است؟ ابعاد فقهی آن چیست و به‌طور کلی، برای طراحی موفق‌آمیز اوراق اجاره، چه سازوکاری باید مورد توجه قرار گیرد؟

۳. مفهوم‌شناسی

۳ـ۱. واشکافی مفهوم صکوک

صکوک که برخی اوقات به اشتباه از آن با عنوان «اوراق قرضه اسلامی» یاد می‌شود، مبتنی بر مالکیت یک دارایی(ها) خاص توسط سرمایه‌گذاران است (سیکیر و رائی،[1] ۲۰۰۷، ص۳). واژه «صک» (جمع آن أصُک، صُکوک و صِکاک) به معنای کتاب، نامه و رسید دریافت پول (بندریگی، ۱۳۷۴، ص۹۴۴) و همچنین به معنای سند و سفتجه (سفته) ترجمه شده است. این واژه معرّب چک در فارسی است. اعراب این واژه را توسعه داده‌اند و آن را بر تمامی انواع حواله‌ها و تعهدها به کار برده‌اند (البستانی، ۱۹۰۰، ص۷۴۹). به‌طور کلی، صکوک به جای اینکه ورقه بدهی مبتنی بر قرض باشد، ورقه بدهی براساس یک دارایی پایه است که در نقل و انتقال‌های مالی واقعی منتشر می‌شود. از این‌رو و به دلیل اینکه این نقل و انتقال‌ها همراه با ریسک است، ضمانتی برای درآمد قطعی سرمایه‌گذاری در اوراق وجود ندارد، مگر آنکه اوراق توسط فردی ضمانت شده باشد.

در دهه ۱۹۹۰م، همزمان با گسترش ساختارهای گوناگون معامله‌های مالی توسط بانک‌های اسلامی، ایده استفاده از ابزارهای اسلامی بازار سرمایه نیز قوت گرفت. ارسلان طریق (۲۰۰۷) پیشینه ایده‌های ابزارهای اسلامی بازار سرمایه را به حق و عباس[2] (۱۹۹۹)، قحف[3] (۱۹۹۷)، الگاری (۱۹۹۷) و زرقا (۱۹۹۷) نسبت می‌دهد. احمد و خان (۱۹۹۷) نیز طراحی و انتشار اوراق صکوک توسط دولت‌ها را پیشنهاد کرده‌اند. جذابیت صکوک از

1. Cakir & Raei
2. Haque & Abbas
3. Monzer kahaf

www.SID.ir
Archive of SID

لحاظ ویژگی‌های ریسک آن، خیلی گسترده‌تر از اوراق قرضه است و به دلیل مبتنی بودن بر دارایی پایه، معامله‌های سفته‌بازی را محدود و درنتیجه، از وقوع بحران‌های مالی ناشی از معامله‌های اوراق قرضه جلوگیری می‌کند. همچنین مشارکت‌کنندگان در صکوک نسبت به بقیه سرمایه‌گذاران به اطلاعات بیشتری نیازمندند و نیز براساس ضوابط اسلامی، ناشر صکوک از سرمایه‌گذاری در تولیدهای غیر اسلامی و قمار بازی و مشابه آن منع شده است (طارق،[1] ۲۰۰۷، ص۲۰۲ـ۲۰۸). سرمایه‌گذاران عمده صکوک، بانک‌های غیر اسلامی در اروپا و خلیج فارس هستند.

سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی در استاندارد حسابداری شماره هفده خود، چهارده نوع صکوک سرمایه‌گذاری را معرفی کرده که عبارت است از: صکوک مالکیت دارایی(های) مورد اجاره (صکوک اجاره)، صکوک مالکیت دارایی(هایی) که در آینده ساخته می‌شود، صکوک مالکیت منافع دارایی(های) موجود، صکوک مالکیت منافع دارایی(هایی) که در آینده ساخته می‌شود، صکوک سلم، صکوک استصناع، صکوک مرابحه، صکوک مشارکت، صکوک مضاربه، صکوک نماینده سرمایه‌گذاری، صکوک مزارعه، صکوک مساقات، صکوک مقارضه و صکوک حق‌الامتیاز (نجفی، ۱۳۸۴، ص۲۹). برخی از این صکوک‌ها، بازدهی ثابت و برخی دیگر، بازدهی متغیر دارند. در ادامه، بر صکوک اجاره متمرکز خواهیم شد.

۳ـ۲. مفهوم اجاره

اجاره در لغت به معنای کرایه و نیز مکافات و نتیجه عمل است (قدیری، ۱۳۷۷). شارع برای اجاره همانند سایر عقود معنای خاصی در نظر نگرفته است و آنچه که در روایات آمده، بر مبنای عرفی آن حمل می‌شود (قدیری، ۱۳۷۷، ص۱۵). در تعریف اصطلاحی اجاره، فقها اقوال گوناگونی دارند. سید محمدکاظم یزدی، اجاره را به تملیک عمل یا منفعت در مقابل عوض، معنا کرده است، هرچند که پس از آن گفته احتمال دارد حقیقت اجاره، مسلط کردن دیگری بر عین انتفاع از آن در مقابل دادن عوض باشد (یزدی طباطبایی، بی‌تا، ص۵۷۲). در **مجمع البحرین** اجاره به «عقدی که در آن منفعت در مقابل عوض معلوم تملیک می‌شود» تعریف شده است (نجفی، ۱۳۸۵، ص۲۰۴). عقد در تأسیس مفهوم اجاره به شرط تملیک (که اولین‌بار در آیین‌نامه موقت اجرایی اجاره به شرط

1. Tariq

www.SID.ir

تملیک مصوب ۱۳۶۱/۰۸/۲۶ شورای پول و اعتبار آمده است)، اجاره‌ای است که در آن شرط شده مستأجر در پایان مدت اجاره، عین مستأجره را در صورت عمل به شرایط قرارداد مالک شود. در عقد اجاره به شرط تملیک، رابطه بین مشتری و بانک رابطه استیجاری خواهد بود.[۱] عقد اجاره به دلیل ویژگی‌های ذیل برای انتشار اوراق صکوک مناسب است:[۲]

مطابق ماده ۴۹۸ قانون مدنی، اگر عین مستأجره به دیگری منتقل شود، اجاره به حال خود باقی است، مگر اینکه موجر حق فسخ در صورت نقل را برای خود شرط کرده باشد. بنابراین، موجر پس از اجاره باز هم می‌تواند دارایی خود را به ثالث منتقل کند. البته منتقل‌الیه ثالث باید از وقوع اجاره مطلع باشد، والا حق فسخ خواهد داشت،[۳] مگر آنکه اوراق توسط فردی ضمانت شده باشد.

ابزارهای مالی متداول به‌طور عموم در قالب عقود معاوضی قرار می‌گیرد.

عقد اجاره در مورد اجاره، مدت زمان آن و زمان دریافت اجاره‌بها انعطاف‌پذیری دارد. توضیح اینکه مطابق ماده ۴۷۵ قانون مدنی، محدودیتی درباره اجاره وجود ندارد. همچنین قرارداد اجاره می‌تواند تا زمانی ادامه یابد که یک دارایی (مورد اجاره) وجود دارد.[۴] متعاقدان در تعیین زمان پرداخت اجاره‌بها نیز محدودیتی ندارند.

هر مال مشروعی می‌تواند عوض منافع باشد، اعم از عین خارجی، منفعت، حق قابل انتقال، عمل و کلی فی‌الذمه (امام خمینی، ۱۳۹۰، ص۵۲۵).

۳ـ۳. مفهوم صکوک اجاره

«صکوک اجاره»، اوراق بهاداری است که دارنده آن به صورت مشاع، مالک بخشی از دارایی است که منافع آن براساس قرارداد اجاره به مشتری واگذار شده است. در صکوک اجاره، حق استفاده از منافع یک دارایی یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها، در برابر اجاره‌بها از مالک به شخص دیگری منتقل می‌شود. به دلیل آنکه صکوک اجاره، اوراق بهاداری است که بیانگر مالکیت مشاع فرد است، می‌توان آن را در بازار ثانویه به قیمت مبتنی بر عرضه و تقاضا معامله کرد. صکوک اجاره (اوراق اجاره)، براساس بند ۱ ماده ۱ ضوابط انتشار اوراق

۱. برای مطالعه بیشتر: ر.ک: پاکدامن،۱۳۷۳، ص۲۸۰.
۲. برای مطالعه بیشتر: ر.ک: شیروانی، ۱۳۷۸، ص۱۲.
۳. مطابق ماده ۴۷۳ قانون مدنی لازم نیست که موجر مالک عین مستأجره باشد؛ ولی باید مالک منافع آن باشد.
۴. برای درستی اجاره باید انتفاع از عین مستأجره با بقای اصل آن ممکن باشد (ماده ۴۷۱ قانون مدنی).

www.SID.ir
Archive of SID

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).

۳ـ۴. مقایسه اوراق قرضه و صکوک اجاره

اوراق قرضه و صکوک اجاره شباهت‌ها و تفاوت‌هایی نسبت به یکدیگر دارند. قابلیت نقدشوندگی، رتبه‌بندی اعتباری توسط مؤسسه‌های رتبه‌بندی، تنوع در طراحی و عرضه و داشتن سود ثابت، از جمله شباهت‌های اوراق قرضه و صکوک اجاره است (توماس و آدام،[1] ۲۰۰۴، ص۸). تفاوت‌های اوراق قرضه متعارف و صکوک اجاره نیز عبارت است از:

۱. صکوک اجاره بیانگر مالکیت مشاع از یک دارایی است؛ در حالی که اوراق قرضه فقط نشانگر تعهد بدهی یا وام ربوی است و بحث مالکیت دارندگان اوراق مورد توجه نیست؛
۲. دارایی موضوع اوراق اجاره از نظر شرعی باید مجاز و صحیح باشد؛ در حالی‌که این شرط برای اوراق قرضه مبتنی بر یک دارایی پایه الزامی نیست؛
۳. مبادله اوراق قرضه در بازار ثانویه لزوماً خرید و فروش بدهی است؛ ولی مبادله صکوک اجاره در بازار ثانویه، معامله مالکیت دارایی است؛
۴. عقد استفاده‌شده در اوراق قرضه، عقد قرض است؛ در حالی که عقد استفاده‌شده در صکوک اجاره، عقد اجاره است. از این‌رو، همه تفاوت‌های موجود در این دو عقد، شامل تفاوت‌های این دو ابزار مالی نیز می‌شود.

۳ـ۵. مزایا و ریسک‌های صکوک اجاره

مهم‌ترین هدف انواع مختلف اوراق اجاره تأمین مالی بانی[2] و افزایش نقدینگی آن است. با استفاده از این ابزار مالی، شرکت می‌تواند یا دارایی مورد نیاز خود را تأمین کند (به وسیله اجاره کردن دارایی موضوع صکوک اجاره) یا اینکه دارایی خود را به پول نقد تبدیل کند (از راه فروش و اجارهٔ دوباره دارایی). در این حالت، دارایی‌هایی با نقدینگی پایین از ترازنامه خارج‌شده و پول نقد جایگزین آن می‌شود. علاوه بر آنکه، همچنان بانی می‌تواند از آن دارایی‌ها استفاده کند. درنهایت، با فراهم کردن بازار ثانویه فعال، صکوک اجاره می‌تواند

1. Thomas & Adam

۲. توضیحات مربوط به «بانی» در بخش ارکان و ساختار اوراق اجاره آمده است.

Archive of SID

www.SID.ir

به توسعه بازارهای مالی کمک کند و با استفاده از راهکارهای تقویت اعتبار[1] و به دست آوردن رتبه اعتباری بالا، هزینه تأمین مالی کاهش یابد (طارق‌الله‌خان،[2] ۲۰۰۴، ص۶). البته این اوراق در کنار مزایای بیان‌شده، ریسک هم دارند. طارق، یک دسته‌بندی کامل از ریسک‌های مربوط به اوراق صکوک ارائه کرده که عبارت است از: ریسک از بین رفتن یا کاهش ارزش دارایی‌ها، ریسک نرخ سود، ریسک تورم و ریسک اعتباری (طارق، ۲۰۰۷، ص۹). علاوه بر موارد بالا، سایر ریسک‌های اوراق صکوک عبارت است از: ریسک عدم جمع‌آوری پول نقد به میزان لازم برای خرید دارایی، ریسک سوءاستفاده واسط از پول دریافتی، ریسک عدم فروش کالا به واسط، ریسک عدم اجاره کالا توسط مصرف‌کننده، ریسک از بین رفتن کلی یا جزئی دارایی، ریسک هزینه‌های دارایی اجاره‌شده، ریسک عدم پرداختی به موقع اجاره‌بها (سروش و صادقی، ۱۳۸۷، ص۸-۲۸). آن چیزی که در اینجا مهم است، اهمیت اطلاع و آگاهی مشارکت‌کنندگان از ریسک هر گونه دارایی مالی و از جمله صکوک است. البته بیشتر ریسک‌های صکوک را می‌توان با استفاده از سازوکار مناسب طراحی، به گونه مناسبی مدیریت کرد. برای مثال، ریسک کاهش ارزش دارایی در تاریخ سررسید را می‌توان از طریق اعطای اختیار فروش به دارندگان اوراق صکوک حذف کرد؛ زیرا در این صورت، آنها می‌توانند با اعمال اختیار فروش خود، اوراق صکوک را به قیمت مندرج در برگه اختیار فروش به شرکت واسط یا بانی بفروشند.

۴. ارکان و ساختار صکوک اجاره

۴-۱. ارکان

برای انتشار اوراق اجاره وجود حداقل سه نهاد مالی ضرورت دارد که عبارت است از: بانی، واسط و امین (سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۸۶).

۱. بانی:[3] شخص حقوقی متولی انتشار صکوک اجاره است که این اوراق با هدف تأمین مالی وی منتشر می‌شود. بانی براساس ضوابط انتشار اوراق اجاره، باید در ایران به ثبت رسیده باشد، حداکثر نسبت بدهی آن ۹۰ درصد بوده و اظهار نظر مؤسسه حسابرسی معتمد سازمان بورس و اوراق بهادار، درباره آن به صورت اظهار نظر مردود یا عدم اظهار نظر نباشد.

۲. امین: شخص حقوقی است که به نمایندگی از سرمایه‌گذاران و به منظور حفظ منافع آنان فعالیت می‌کند و مسئولیت نظارت بر کل فرآیند عملیاتی اوراق اجاره را بر عهده دارد.

1. Credit Enhancing
2. Tariqullah Khan
3. Originator

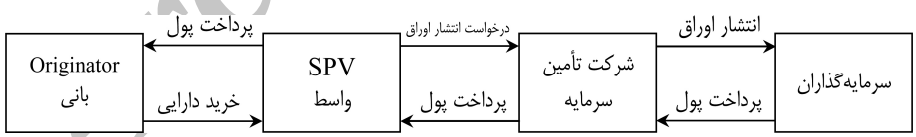
www.SID.ir
Archive of SID

مؤسسه‌های مالی بانکی و غیر بانکی می‌توانند به پیشنهاد بانی با دریافت مجوز از سازمان بورس و اوراق بهادار به عنوان امین فعالیت کنند. همچنین همه تراکنش‌های مالی مربوط به فرآیند انتشار اوراق اجاره تا تسویهٔ کامل اوراق توسط امین یا نمایندهٔ وی صورت می‌گیرد و مسئولیت آنها با امین است.

۳. واسط: شخص حقوقی است که صرفاً به منظور نقل و انتقال دارایی به وکالت از دارندگان صکوک و نیز انتشار صکوک اجاره تشکیل می‌شود. شرکت‌های واسط به دلیل جلوگیری از ریسک ورشکستگی، فقط می‌توانند یک فعالیت خاص انجام دهند و از انجام سایر فعالیت‌ها منع شده‌اند. شخصیت حقوقی این نوع شرکت‌ها به‌طور معمول با مسئولیت محدود یا شرکت سهامی خاص است که با یک هدف مشخص و دقیق تأسیس شده و عمر محدودی دارد. این شرکت براساس ماده ۸ ضوابط ابزار مالی اوراق اجاره، توسط امین و با مجوز سازمان بورس و اوراق بهادار تأسیس شده و فعالیت می‌کند. کاهش ریسک اعتباری، کاهش ریسک ورشکستگی و افزایش اطمینان سرمایه‌گذاران از مالکیت مشاع در دارایی، از جمله مهم‌ترین دلایل ایجاد واسط است. درواقع، وجود واسط سبب کاهش ریسک و افزایش شفافیت اطلاعاتی خواهد شد (سروش و صادقی، ۱۳۸۷، ص۸-۲۸). هم‌اکنون شرایط لازم برای تأسیس این نهاد مالی، با تصویب قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی بازار سرمایه در راستای اجرای قانون اصل ۴۴ قانون اساسی فراهم شده است.

۴-۲. ساختار صکوک اجاره

ایده کلی طراحی و انتشار اوراق صکوک اجاره در نمودار شماره ۱ آمده است.



نمودار ۱: ساختار کلی صکوک اجاره

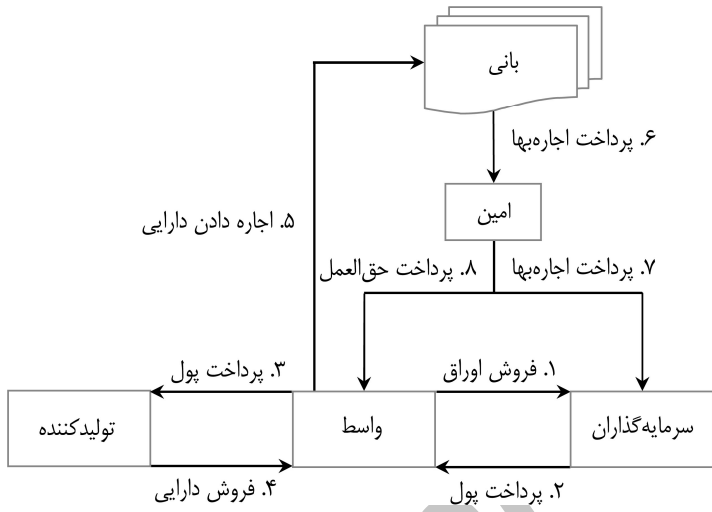
۴-۳. انواع اوراق اجاره

اوراق اجاره را می‌توان در یک تقسیم‌بندی کلی به سه دسته، شامل صکوک اجاره تأمین دارایی، صکوک اجاره تأمین نقدینگی و صکوک اجاره رهنی تقسیم کرد.

Archive of SID

www.SID.ir

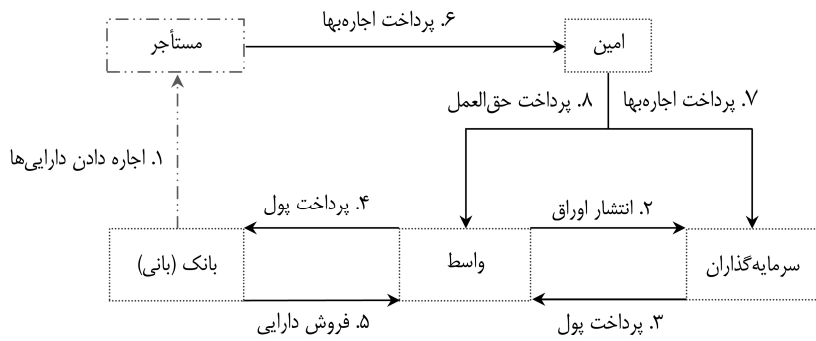
۱. صکوک اجاره تأمین دارایی: این نوع، صکوکی است که در آن واسط از طرف سرمایه‌گذاران دارایی را از فروشنده‌ای خریداری کرده و به بانی اجاره می‌دهد. فرآیند عملیاتی انتشار صکوک اجاره تأمین دارایی در نمودار زیر آورده شده است.



نمودار ۲

به دلیل آنکه صکوک اجاره برای به دست آوردن یک دارایی خاص برای بانی منتشر می‌شود؛ بنابراین، به صکوکی که در چنین فرآیندی منتشر می‌شود، صکوک اجاره تأمین دارایی گفته می‌شود.

۲. صکوک اجاره تأمین نقدینگی: در این نوع از صکوک، بانی دارایی خود را به واسط می‌فروشد و دوباره آن را اجاره می‌کند. فرآیند عملیاتی انتشار صکوک اجاره تأمین نقدینگی در نمودار شماره ۳ آورده شده است.

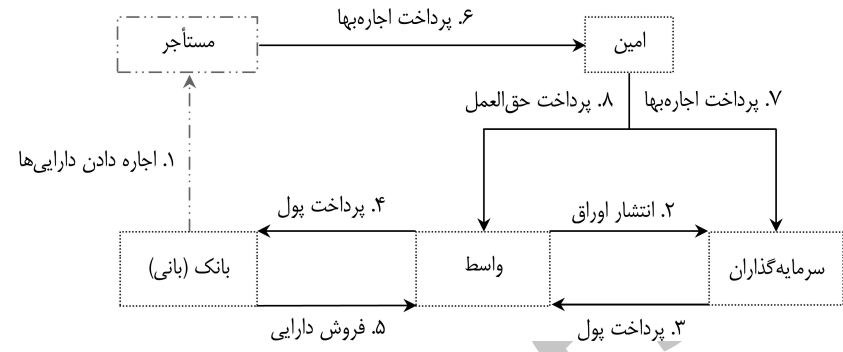


نمودار ۳

www.SID.ir

در این حالت، بانی با استفاده از صکوک اجاره به تأمین نقدینگی مورد نیاز خود اقدام می‌کند.

۳. صکوک اجاره رهنی: در این نوع از صکوک، بانی تسهیلاتی را به واسط می‌فروشد که در قالب عقد اجاره به شرط تملیک واگذار کرده است. این صکوک شبیه صکوک رهنی است. فرآیند عملیاتی انتشار این صکوک در ذیل آمده است.



نمودار ۴

۵. مبانی فقهی صکوک اجاره

در بررسی مبانی فقهی ابزارهای مالی، دو اصل درستی و لزوم قراردادها بررسی می‌شود. وقتی عقد و قراردادی بین افراد جامعه، اعم از بانی، صاحب سرمایه، واسط و غیره منعقد می‌شود و سابقه مخالفت شارع درباره آن قرارداد وجود ندارد؛ در این صورت، دو طرف ملزم به وفای به آن هستند. این مطالب از آیه ۳۴ سوره اسراء، آیه ۲۹ سوره نساء و احادیث «المؤمنون او المسلمون عند شروطهم»، «انّ الناس مسلطون علی اموالهم؛ مردم بر اموال خود مسلط هستند» (علامه مجلسی، بی‌تا، ص۲۷۳؛ احصایی، بی‌تا، ص۲۰۸) و «لا یحِلُّ دَمُ امْرِءٍ و لا مالهُ اِلاّ بِطِیبَةِ نَفْسٍ مِنْهُ؛ خون هیچ‌کسی به دیگری حلال نیست، مال هیچ‌کسی بر دیگری حلال نیست؛ مگر اینکه خودش با طیب خاطر رضایت دهد» (حر عاملی، بی‌تا، ج۳، ص۴۲۴) قابل استنباط است. همچنین یکی از ادلّه اصالت لزوم قراردادها، سیرهٔ عقلا است. مرحوم بجنوردی در قواعد فقهیه بیانی دارد که خلاصهٔ آن عبارت است از اینکه روش عقلا و خردمندان در قراردادها و پیمان‌هایشان این است که وفای به عهد و پیمان را لازم می‌شمارند و پایبندی به آن را سیره خود می‌دانند، دست کشیدن از پایبندی به عهد و پیمان را نقض عهد شمرده و مذمت می‌کنند، شارع مقدس نیز عقلا را از این روش،

Archive of SID

www.SID.ir

نه‌تنها منع و ردع نکرده؛ بلکه مطابق آیه وفای به عقد (مائده، ۱) به چنین روشی سفارش کرده است.

در مال از نظر اسلام (اعم از سنّی و شیعه) سه ممنوعیت باید در نظر گرفته شود: ربا، میسر و غرر (کتل، ۲۰۱۰، ص۲-۲۱). از اوراق قرضه متعارف و اوراق تجاری بازار پول به عنوان مصادیق ربا، از سفته‌بازی غیر اسلامی به عنوان مصادیق میسر و از فروش استقراضی به عنوان مصداق غرر یاد شده است. در اوراق اجاره، مبانی شرعی و فقهی رعایت شده است. برخی از اشکال‌های احتمالی که ممکن است بر صکوک اجاره وارد شود، عبارت است از:

۱. غرر

غرر نقطه مقابل شفافیت و معلوم بودن است. روایت مشهور از پیامبر اکرم(ص): «**نهی النبی عن بیع الغرر**» (حر عاملی، بی‌تا، ج۱۷، ص۴۴۸) و نیز حدیثی از امام علی(ع): «**إن الغرر عمل ما لایؤمن معه الغرر**» (نجفی، بی‌تا، ج۲۲، ص۳۷۸) به ممنوعیت غرر اشاره دارد. در یک مورد وقتی حضرت علی(ع) علت ناراحتی کنیزی را سؤال کرد، کنیز گفت: از این فروشنده خرما خریده‌ام، ولی برخلاف آنچه در برابر دید مشتریان گذاشته، خرمایی که به من داده، خیلی بد و نامطلوب است و فروشنده آن را پس نمی‌گیرد. نمی‌دانم چه کنم؟! امام فروشنده را به پس گرفتن خرما مجبور کرد که با فریب به فروش رسانده بود(شیخ صدوق، بی‌تا، ج۳، ص۲۷۱) ابن‌جوزی از علمای مالکی، برخی از مصادیق غرر را جهالت به ویژگی‌های قرارداد، اعم از موضوع، تاریخ، مقدار و کیفیت، دشواری تصرف و مالکیت، بیع الحصه، بیع منابذه بیع ملابسه می‌داند. بر طبق آیات ۹۰ و ۹۱ سوره مائده و آیه ۲۱۹ سوره بقره، قراردادهایی که در شرایط قمار و شانسِ محض[1] منعقد می‌شود، حرام است. مرحوم طبرسی روایتی از امام صادق(ع) نقل می‌کند که حضرت فرمود: «**کانت قریش یقامر الرجل فی اهله و ماله فنهاهم اللّه**؛ قریش بر سر خانواده و دارایی با افراد قمار می‌کرد تا اینکه خداوند از آن نهی کرد» (طبرسی، بی‌تا، ج۲، ص۳۶۶).

بر این اساس و با توجه به اینکه در فرآیند انتشار صکوک اجاره، همه اطلاعات مربوط از راه‌های گوناگون، مانند امیدنامه، بیانیه ثبت و اعلامیه پذیره‌نویسی به صورت شفاف و دقیق در اختیار سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرد؛ بنابراین، این شبهه نیز برطرف می‌شود.

1. pure game of chance; Al-Qimar & Al-Maisir

Archive of SID

www.SID.ir

۲. عقد معلق

یکی از شروط درستی عقد، تنجیز است؛ یعنی عقد باید منجز باشد. «عقد منجز، آن است که تأثیر آن برحسب انشاء موقوف به امر دیگری نباشد و الا معلق خواهد بود» (ماده ۱۸۹ قانون مدنی). به عبارتی، چنانچه اثر منظور در عقد، به وقوع شرط دیگری موکول باشد، عقد معلق است. ممکن است این ایراد به فرآیند انتشار صکوک اجاره نوع دوم (تأمین نقدینگی) وارد باشد که چون بیع دارایی‌ها توسط بانی به شرکت واسط مشروط به اجاره دوباره مشروط است، عقدی معلق است و نیز عقدی که در آن تعلیق باشد، به حکم اجماع باطل است (انصاری، ۱۳۵۰، ص۱۰۰؛ حسینی مراغی، ۱۳۷۶، ص۲۰۴). در پاسخ باید گفت که بین تعلیق و شرط در معنای أخص آن، تفاوت اساسی وجود دارد.

تعلیق، موکول و وابسته کردن عقد به امر دیگری است؛ به‌طوری که پیش از تحقق امر معلق‌علیه، عقدی به وجود نمی‌آید. درواقع، به وسیله تعلیق، دو طرف عقد می‌توانند پیدایش عقد را بر وجود امر دیگری مشروط کنند (عمید، ۱۳۴۲، ص۱۵) یا تعلیق عقد آن است که اثر به‌دست‌آمده از آن، که در همان حال عقد به وجود می‌آید، به علت چگونگی مذاکره‌های دو طرف، به‌طور ناقص ایجاد شود و زوال آن نقص، با توجه به پیدایش عامل یا عوامل جدید باشد (جعفری لنگرودی، ۱۳۷۸، ص۱۶۵). اما شرط، امر فرعی متصل به عقد است که تشکیل عقد بر آن امر فرعی متوقف نیست؛ بلکه عقد در زمان انشاء محقق می‌شود و شرط یا آثار آن را نیز با خود به وجود می‌آورد. به‌طور کلی، باید گفت که در فرآیند انتشار صکوک اجاره (به‌خصوص اوراق اجاره نوع دوم) تعلیق به وجود نمی‌آید؛ بلکه عقد بیع به اجاره دوباره دارایی‌ها از شرکت واسط به بانی مشروط می‌شود. البته این شرط در قرارداد بیان نمی‌شود؛ زیرا در صورت بیان و معلق شدن قرارداد فروش به قرارداد اجاره به شرط تملیک، شبهه بین‌العینه به وجود می‌آید. بررسی دقیق‌تر این موضوع به مقاله‌های تخصصی فقهی ارجاع داده می‌شود.

۳. مسئله ربا

با نگاهی به فرآیند انتشار صکوک اجاره می‌توان تفاوت ماهوی قرض و عقود موجود در فرآیند انتشار صکوک اجاره را دریافت. فرآیند انتشار صکوک اجاره شامل سه عقد است: عقد بیع دارایی‌ها توسط بانی به شرکت واسط، عقد اجاره دارایی بین شرکت واسط و بانی

Archive of SID

www.SID.ir

و عقد وکالت (حق‌العمل کاری) بین واسط و خریداران صکوک اجاره. هیچ‌یک از این سه عقد ماهیت قرض ندارد؛ پس شبهه ربا در فرآیند انتشار صکوک اجاره وارد نیست.

۴. جهل به عوضین

در فرآیند انتشار صکوک اجاره، بانی دارایی‌های خود را با مشخصات کامل با قیمت مشخصی به شرکت واسط می‌فروشد و عوضین برای هر دو طرف کاملاً روشن و خالی از هر گونه جهل و ابهام است. همچنین شرکت واسط، دارایی‌ها را با بیان شرایط معین (منطبق با شرایط عقد اجاره) به بانی اجاره می‌دهد که در اینجا نیز هر دو طرف نسبت به عوضین اطلاع کامل دارند. درنهایت، شرکت واسط، دارایی‌های خود را با اوصاف کاملی که در اطلاعیه پذیره‌نویسی درج می‌شود، به عموم سرمایه‌گذاران می‌فروشد.

۵. فروش دوباره دارایی اجاره داده شده

شرکت واسط، در فرآیند انتشار صکوک اجاره، دارایی‌هایی را که به بانی اجاره داده است، به عموم سرمایه‌گذاران می‌فروشد. پرسشی که ممکن است مطرح شود، این است که آیا فروش دارایی اجاره داده شده اشکال دارد و به‌درستی عقد اجاره یا بیع خللی وارد می‌کند؟ در پاسخ باید گفت که اجاره از عقود لازم است و توسط بیع باطل نمی‌شود. اگر پس از اجاره بیع واقع شود، اجاره باطل نمی‌شود؛ چون بیع با اجاره منافاتی ندارد و اجاره به منافع و بیع به عین تعلق می‌گیرد، اگرچه در صورت امکان، هنگام بیع، منافع نیز به تبع عین منتقل می‌شود (شیروانی، ۱۳۷۸، ج۸، ص۱۲) نکته‌ای که در اینجا وجود دارد، این است که خریداران صکوک باید از وقوع اجاره مطلع باشند که البته نسبت به این امر کاملاً آگاه هستند.

۶. معامله صوری

ماده ۲۱۸ قانون مدنی بیان می‌کند که هر گاه معامله با قصد فرار از دین به‌طور صوری انجام شود، آن معامله باطل است. معامله به انگیزه فرار از دین ممکن است صوری، یعنی بدون قصد انشاء باشد که بی‌شک به علت نبود قصد باطل است؛ زیرا قصد انشاء از ارکان اساسی عقد و بلکه مهم‌ترین رکن است. پس عقدی که در آن قصد انشاء نباشد، باطل و کان لم یکن است، اعم از اینکه به انگیزه فرار از دین واقع شده باشد یا خیر. فقهای

Archive of SID

www.SID.ir

اسلامی با بیان قاعده «**العقود تابعة للقصود**» و قانون مدنی با بیان مواد گوناگونی، از جمله مواد ۱۹۱ و ۱۹۷ به این امر اشاره داشته‌اند.

حال آیا مصداقی در فرآیند انتشار صکوک اجاره برای معامله صوری وجود دارد؟ با توجه به فرآیند انتشار صکوک اجاره که به‌طور کلی، شامل سه عقد بیع دارایی‌ها توسط بانی به شرکت واسط، عقد اجاره دارایی بین شرکت واسط و بانی و نیز عقد وکالت (جعاله) بین شرکت واسط و خریداران صکوک است، به‌ترتیب فروش واقعی، اجاره واقعی و منطبق بر شرایط عقد اجاره و نیز وکالت واقعی بین واسط و سرمایه‌گذاران صورت می‌گیرد. بنابراین، جایگاهی برای معامله صوری وجود ندارد.

۷. ضرر و ضرار

اهل لغت برای ضرر معانی گوناگونی، مانند خلاف نفع، ضد نفع، حال بد، نقص، سوءحال بیان کرده‌اند. بررسی موارد کاربرد واژه «ضرر» در قرآن و استعمال عرف نشان می‌دهد که گرچه کاربرد آن در نقصان جانی و مالی بیشتر است، اما به آن اختصاصی ندارد؛ بلکه شامل نقصان در اعتقاد، هدایت، آبرو و فرزند نیز می‌شود.[۱] ممنوعیت ضرر و ضرار باعث می‌شود تا آن دسته از معامله‌هایی که در سطوح مختلف فردی یا اجتماعی مخرب هستند، در جامعه رشد و نمو پیدا نکنند (موسویان، ۱۳۸۶، ص۱۰۳-۱۱۶). با توجه به کارکردهای اقتصادی و از جمله افزایش نقدینگی و تأمین نیازهای ریسک و بازده آحاد جامعه، ضرر و ضرار در این نوع سازوکار مصداق ندارد.

۸. انجام فعالیت‌های نامشروع

همه اعمال حقوقی در صکوک اجاره مشروع بوده و طبق ماده ۱۰ قانون مدنی الزام‌آور است.[۲]

۶. روش تحقیق و مدل مفهومی طراحی و راه‌اندازی

روش تحقیق استفاده‌شده در این پژوهش از لحاظ هدف کاربردی و از نظر نوع، پیمایشی است که در آن مطالعات کتابخانه‌ای و نیز نتایج تحقیق‌های پیمایشی مشابه انجام‌شده در سایر کشورها به کار رفته است.

---

۱. مانند آیه: «**عَلَيْكُمْ أَنفُسَكُمْ لاَ يَضُرُّكُم مَّن ضَلَّ إِذَا اهْتَدَيْتُمْ**» که منظور از ضرر، ضرر اعتقادی و هدایتی است (مائده، ۱۰۵).
۲. این ماده مقرر می‌دارد: قراردادهای خصوصی نسبت به کسانی که آن را منعقد نموده‌اند، در صورتی که مخالف صریح قانون نباشد، نافذ است.

www.SID.ir
Archive of SID

بیشتر مطالعات قبلی درباره نوآوری مالی و طراحی ابـزار مـالی، معطـوف بـه شناسـایی عوامل موفقیت یا شکست ابزارهای گوناگون بوده است (کولْب،[1] ۱۹۹۱؛ چارلتون،[2] ۱۹۸۴؛ تومِک و گِری،[3] ۱۹۷۰؛ ساندِر،[4] ۱۹۷۳؛ پیِروگ و استین،[5] ۱۹۸۹ و گِری،[6] ۱۹۶۶). برخی بـر مفهوم نیازسنجی مشتریان متمرکز شده‌اند و دو نیاز ابزاری و رفاهی را به عنوان فاکتورهـای اساسی برشمرده‌اند. بر این اساس و نیز با توجه به الزام‌ها و شرایط محیط بومی ایران، مـدل مفهومی طراحی و راه‌اندازی صکوک اجاره در نمودار شماره ۵ آمده است:



نمودار ۵: رویکرد تکنیکی ـ بازاریابی در طراحی صکوک اجاره

الف) رویکرد بازاریابی

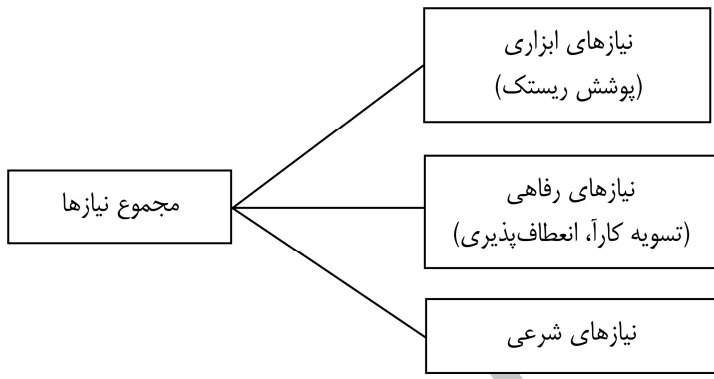
در رویکرد بازاریابی، فرض بر این است که موفقیت اوراق اجاره، به این نکته بـستگی دارد که این نوع ابزار مالی، در تأمین نیازهای مشتریان (بالقوه) با هزینه معقول، چقدر موفق‌آمیـز می‌تواند عمل کند. بر این اساس، این رویکرد، بـا تمرکـز بـر نیازهـای مـشتری، بـه دنبـال شناخت فرآیند تصمیم‌گیری مشتری است؛ مانند اینکه مشتری چگونه تـصمیم مـی‌گیـرد و چرا به این‌گونه عمل می‌کند.

1. Kolb
2. Carlton
3. Tomek & Gray
4. Sandor
5. Pierog & Stein
6. Gray

Archive of SID

www.SID.ir

مجموع نیازهای مشتری در بازار مالی ایران را می‌توان در سه دسته «نیازهای ابزاری»،[1] «نیازهای رفاهی»[2] (وان هورنه،[3] ۱۹۸۶، ص۵۶) و «نیازهای شرعی» طبقه‌بندی کرد (نمودار شماره ۶). درواقع مشتریان، «خدمت ـ محصولی» را انتخاب خواهند کرد که نیازهای آنها، اعم از نیازهای ابزاری و رفاهی را به گونه رضایت‌بخشی، در قیمت قابل قبولی برآورده کند.



نمودار ۶: مجموع نیازهای مشتریان

نیازهای ابزاری، به میزان اثربخشی پوشش ریسک آن اشاره دارد. پوشش‌دهندگان ریسک، به دنبال آن هستند که ریسک خود را با هزینه پایین کاهش دهند. درواقع، نیازهای ابزاری با خدمات اصلی و یا کارکرد اصلی بازار، یعنی‌کارآیی اطلاعاتی و عملیاتی مرتبط است. همچنین مشتری تمایل دارد که مجموعه اقدام‌های خود را در محیط اطلاعاتی شفاف و با انعطاف‌پذیری انجام دهد، به‌راحتی به بازار دسترسی داشته باشد و سیستم تسویه و پایاپای کارآمد باشد. نیازهای اخیر با عنوان «نیاز رفاهی» دسته‌بندی می‌شود. همچنین دغدغه انطباق ابزار مالی با تعالیم اسلامی، از دیگر نیازهای اصلی یک سرمایه‌گذار مسلمان است که در بخش پیشین به صورت تفصیلی به آن پرداخته شد.

با توجه به نیازهای سه‌گانه مزبور، مشتری براساس ترجیح‌های زمانی، با استفاده از معیارهای مالی به مقایسه فرصت‌های سرمایه‌گذاری اقدام کرده و براساس میزان ریسک‌گریزی یا ریسک‌پذیری خود، ابزار مالی را انتخاب می‌کند.

1. instrumental needs
2. convenience needs
3. Van Horne

www.SID.ir

ب) رویکرد تکنیکی

در این رویکرد بر «جنبه‌های فنی و تکنیکی ابزار مالی» تأکید می‌شود (برورسن و فوفانا،[1] ۲۰۰۱، ص۱۳۰). محور عمده تمرکز در طراحی ابزارهای مالی، توجه به این نکته خواهد بود که محصول یا صکوک طراحی‌شده، بر بازار مبتنی باشد و توزیع قیمت صکوک اجاره از نوعِ طراحی متأثر نشود. عوامل فنی طراحی و راه‌اندازی صکوک اجاره عبارت است از:

۱. جذاب کردن بازار و ایجاد بازار ثانویه: یکی از مسائلی که درباره اوراق مالی اسلامی به صورت کلی و اوراق اجاره به صورت اخص باید مورد نظر قرار داد، این است که در مقوله «مالی اسلامی»، مفهوم «اسلامی بودن» علاوه بر سازوکار طراحی منطبق با فقه باید با توجه به اهداف اقتصادی و اجتماعی تراکنش‌ها و معامله‌ها باشد. بر این اساس، مهم‌تر از چگونگی طراحی صکوک، تمرکز بر این نکته ضرورت دارد که سرمایه‌گذار چه نیاز اقتصادی را با استفاده از صکوک می‌خواهد پاسخ دهد. به نظر می‌رسد که در نظر گرفتن برخی از معافیت‌ها و تسهیلات در راه‌اندازی اوراق، حداقل در کوتاه‌مدت می‌تواند به راه‌اندازی این اوراق کمک زیادی کند. همچنین حل مشکل نقدشوندگی این اوراق می‌تواند طیف وسیعی از سرمایه‌گذاران خرد را به این بازار جذب کند؛ زیرا مشکل نقدشوندگی در بازار ثانویه صکوک، تمایل سرمایه‌گذاران به ورود به بازار صکوک بلندمدت را به‌شدت کاهش می‌دهد (خان،[2] ۲۰۰۸، ص۵۴). در حال حاضر، سررسید اوراق صکوک به‌طور معمول، میان‌مدت (بین ۳ تا ۵ سال) است که البته بیانگر در حال توسعه بودن این ابزار است. اخیراً روند اوراق صکوک منتشره نشان می‌دهد که سررسیدهای اوراق به سمت پنج سال حرکت می‌کند. البته با ورود اوراق رهنی می‌توان شاهد اوراق ۲۰ تا ۳۰ ساله بود. البته پیش‌نیاز آن، ایجاد بازار ثانویه فعال خواهد بود تا خریدار اولیه بتواند در صورت نیاز، اوراق خود را در بازار دوباره به فروش برساند (دورونیی،[3] ۲۰۰۷، ص۲۲). در این میان، سررسید اوراق اجاره به‌طور معمول، بین ۳ تا ۷ سال است.

۲. رتبه‌بندی اوراق: اوراق بدهی در دنیا براساس رتبه تخصیصی نرخ‌گذاری شده و مبادله می‌شود. رتبه‌بندی اعتباری، ارزیابی احتمال پرداخت به‌موقع تعهدهای مالی یک ناشر است. به عبارت دیگر، رتبه‌بندی اعتباری اظهار نظری درباره پیش‌بینی صلاحیت اعتباری یک نهاد، یک تعهد اعتباری، یک ورقهٔ بدهی یا اوراق بهادار شبه بدهی یا ناشر

1. Brorsen & Fofana
2. Khan
3. Thuronyi

www.SID.ir
Archive of SID

چنین تعهدهایی است. فرآیندهای استفاده‌شده در مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری بسیار گسترده است و به خود مؤسسه رتبه‌بندی اعتباری و متدلوژی‌های به کار گرفته شده بستگی دارد. باید با ایجاد کردن زیرساخت‌های لازم برای مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری، این امکان فراهم شود که صکوک اجاره براساس معیارهایی، مانند موقعیت مالی ناشر، قدرت نقدشوندگی دارایی، موضوع اوراق، راهبردهای برگزیده‌شده برای پوشش ریسک، میزان کفایت سرمایه ناشر و گستره تحمل ریسک ناشر، رتبه‌بندی شود.

۳. هزینه: مهم‌ترین هزینه در انتشار صکوک، هزینه مالیاتی است. مالیات، یکی از سیاست‌های مالی دولت‌ها به منظور تأمین بودجه، همچنین ابزاری برای تشویق و جهت‌دهی فعالیت‌های اقتصادی است. از سوی دیگر، مالیات یکی از عوامل و پارامترهای مهم در ارزیابی طرح‌های اقتصادی و سرمایه‌گذاری است. بنابراین، بازار سرمایه به مثابه یکی از بخش‌های مهم اقتصادی کشور، از طرف دولت و سرمایه‌گذاران تحت تأثیر پدیده مالیات است. از منظر دولت و به منظور ایجاد مشوق، شرکت‌های بورسی از مالیات ده درصد شرکت‌ها معاف هستند (هاشمی و مهرابی، ۱۳۸۷). براساس قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی در راستای اجرای قانون اصل ۴۴ قانون اساسی مصوب ۱۳۸۸/۱۰/۱۶، اوراق بهادار اسلامی (صکوک) از پرداخت هر گونه مالیات معاف شده است. براساس ماده ۱۱، نهاد واسط از پرداخت هر گونه مالیات، عوارض نقل و انتقال و مالیات بر درآمد آن دسته از دارایی‌هایی که از راه انتشار اوراق بهادار به عموم تأمین مالی می‌شود، معاف است. پول به دست آمده از اقدام‌های تأمین مالی که به وسیله انتشار اوراق بهادار توسط این‌گونه نهادها صورت می‌گیرد، باید در حساب خاصی متمرکز شود و هر گونه برداشت از این حساب باید تحت نظارت و با تأیید سازمان بورس و اوراق بهادار انجام گیرد. همچنین براساس ماده ۱۲ این قانون، درآمد به‌دست‌آمده از فروش دارایی به نهاد واسط برای تأمین مالی از راه عرضهٔ عمومی اوراق بهادار معاف از مالیات است و به نقل و انتقال آن هیچ‌گونه مالیات و عوارضی تعلق نمی‌گیرد. هزینهٔ استهلاک ناشی از افزایش ارزش دارایی در خرید دوباره همان دارایی توسط فروشنده به هر گونه‌ای که باشد، جزء هزینه‌های قابل قبول مالیاتی نخواهد بود.

علاوه بر این، با توجه به ساختار و مدل طراحی‌شده، همچنین مقررات تدوین‌شده توسط سازمان بورس برای کارمزدهای برخی از ارکان، مانند شرکت‌های تأمین سرمایه، به گونه‌ای سقف حداکثری تعیین شده است تا هزینه تأمین مالی با استفاده از این اوراق به حداقل برسد.

Archive of SID

www.SID.ir

۴. ریسک قانونی: با تعریف دقیق و بهبود مداوم در آیین‌نامه‌ها و مقررات صکوک اجاره می‌توان سرمایه‌گذاران را در مقابل ریسک‌های این اوراق ـ به‌خصوص ریسک نکول ـ محافظت کرد. به علاوه، ابزارهای ساختاریافته، مثل صکوک اجاره که ابعاد پیچیده‌ای دارد، باید به‌دقت روابط بین شرکت واسط، امین و غیره تعریف شود. تدوین استانداردهای حسابداری، از جمله دیگر الزام‌هایی است که در این‌باره باید به آن توجه کرد.

۵. فرهنگ‌سازی و گسترش و توسعه بازار: تبیین و آموزش مبانی حقوقی، فقهی و ساختاری این اوراق برای عموم مردم، یکی از مهم‌ترین اقدام‌هایی است که می‌تواند نقش مؤثری در جذب سرمایه‌های راکد و تخصیص بهینه منابع داشته باشد.

۶. رقابت: یک عنصر بهبود و جلوبرنده در بازار است که علاوه بر حفظ پویایی بازار، مانع تحمیل قیمت و انحصارگرایی در بازار می‌شود. همچنین رقابت به کشف قیمت منصفانه و عادلانه در بازار کمک کرده و با افزایش کارآیی بازار، درنهایت هزینه‌های معامله را کاهش می‌دهد.

۷. انتشار اوراق اجاره بین‌المللی: بررسی صکوک منتشره بین ۲۰۰۸ و ۲۰۰۹م نشان می‌دهد که از نظر تعداد، ۹۴ درصد (۲۲۷ صکوک) به صورت محلی و فقط ۶ درصد (۱۸ صکوک) به صورت بین‌المللی منتشر شده است. با توجه به پایین بودن هزینه تأمین مالی در خارج از ایران، به‌راحتی می‌توان توسط منابع خارجی، تأمین مالی کرد. البته با توجه به ریسک بالای سیاسی کشور، می‌توان از راهکارهایی، مانند «بیمه کردن ریسک سیاسی» و استفاده از خدمات «مؤسسه چندجانبه تضمین سرمایه‌گذاری» یا «میگا»[1] استفاده کرد. میگا، یکی از اعضای پنج‌گانه گروه بانک جهانی است. هدف این آژانس، افزایش میزان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی از راه ایجاد راهکارهای مناسب برای تضمین ریسک‌های تجاری سرمایه‌گذاران و وام‌دهندگان و همچنین کمک به رشد اقتصادی کشورهای در حال توسعه برای جذب سرمایه‌گذاران است.

۸. نوآوری در طراحی: با توجه به نیاز سرمایه‌گذاران، انواع متنوعی از صکوک اجاره را می‌توان طراحی و تدوین کرد. سه نوع اوراق اجاره طراحی‌شده و همچنین امکان طراحی انواع گوناگون اوراق اجاره با توجه به جریان‌های نقدی بانی متفاوت خواهد بود. از جمله موارد دیگری که وجود دارد، می‌توان برای مثال به صکوکی اشاره کرد که توسط بانک توسعه اسلامی طراحی شده است. این صکوک که به ارزش چهارصد میلیون دلار منتشر

1. Multilateral Investment Guarantee Agency (MIGA)

www.SID.ir

شده، ۶۶ درصد آن را صکوک اجاره، ۳۱ درصد مرابحه و ۳ درصد استصناع تشکیل داده است. چنین ساختاری، علاوه بر انعطاف‌پذیر کردن اوراق صکوک، می‌تواند به تخصیص بیشتر پول کمک کند. طبیعتاً می‌توان بخش عمده این صکوک را از عقودی انتخاب کرد که قابلیت مبادله در بازار ثانویه را داشته باشد (مثل عقد اجاره).

۹. حسابداری: اوراق اجاره ممکن است بر مبنای عقد اجاره، عملیاتی یا سرمایه‌ای باشد. براساس استاندارد حسابداری شماره ۲۱، در صورتی که اجاره حداقل یکی از شرایط زیر را داشته باشد، به عنوان اجاره سرمایه‌ای طبقه‌بندی می‌شود:

- اجاره از نوع اجاره به شرط تملیک باشد؛
- اجاره‌کننده اختیار داشته باشد که دارایی اجاره‌شده را در تاریخ اعمال اختیار خرید به قیمتی که انتظار می‌رود به‌مراتب کمتر از ارزش منصفانه داریی در آن تاریخ باشد، خریداری کند. در آغاز اجاره، نیز انتظار معقولی وجود داشته باشد که اجاره‌کننده از این اختیار استفاده خواهد کرد؛
- دارایی اجاره‌شده ماهیت خاصی داشته باشد؛ به گونه‌ای که فقط مستأجر بتواند بدون انجام تغییرهای قابل ملاحظه، از آن استفاده کند؛
- دوره اجاره حداقل ۷۵ درصد عمر اقتصادی دارایی را دربرگیرد، حتی اگر درنهایت، مالکیت دارایی منتقل نشود؛
- ارزش فعلی حداقل مبالغ اجاره در آغاز اجاره حداقل برابر با ۹۰ درصد ارزش منصفانه دارایی اجاره‌شده باشد.

بر این اساس، اوراق اجاره‌ای که شرایط اجاره سرمایه‌ای نداشته باشد، اوراق اجاره عملیاتی تلقی می‌شود (کمیته تدوین استانداردهای حسابداری، ۱۳۸۵). بر این اساس، واسط نقش موجر و بانی نقش مستأجر را بر عهده خواهد گرفت. سرمایه‌گذاران نیز به عنوان دارندگان اوراق اجاره، این اوراق را به عنوان سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت یا بلندمدت در نظر خواهند گرفت.

۱۰. قیمت‌گذاری: قیمت‌گذاری اوراق اجاره به جریان نقدی طراحی‌شده بستگی دارد. به غیر از جریان‌های نقدی، عامل مهم دیگری که بر قیمت اوراق تأثیر می‌گذارد، ریسک اوراق اجاره است. محاسبه ریسک این اوراق، به دلیل شرایط خاصش با محاسبه‌های سایر ابزارهای مالی متفاوت است. البته می‌توان با اعمال مدیریت ریسک مناسبی بر اوراق اجاره و با در نظر گرفتن ریسک بانی، جریان‌های نقدی را کاهش داد و براساس آن قیمت اوراق را تعیین کرد.

Archive of SID

www.SID.ir

۱۱. انجام مطالعات میدانی: برای انجام مطالعات میدانی مربوط به طراحی و راه‌اندازی هر ابزار مالی جدید، می‌توان مشابه‌ترین ابزار مالی موجود را یافت و با تحلیل آن، به راهکارها و رهنمودهای عملیاتی در حوزه طراحی ابزار جدید دست یافت. مشابه‌ترین ابزار مالی به صکوک، اوراق قرضه است؛ ولی حداقل به دو دلیل نمی‌توان صکوک و به‌خصوص صکوک اجاره و اوراق قرضه را به‌راحتی مقایسه کرد. اول اینکه، ماهیت این دو متفاوت است؛ در صکوک اجاره، رابطه مستأجر و موجر شکل می‌گیرد که کاملاً از رابطه قرض‌دهنده و قرض‌گیرنده در اوراق قرضه متعارف متفاوت است. دوم اینکه، برای این دو نوع ابزار مالی، نظام‌های مالیاتی متفاوتی در کشورهای مختلف حاکم است (دورونیی، ۲۰۰۷، ص۲۵). با این حال، عموماً سرمایه‌گذاران غیر مسلمان، صکوک را با اوراق قرضه متعارف خود مقایسه و تحلیل می‌کنند. درواقع، با توجه به اینکه هر دو نوع اوراق توسط مؤسسه‌های بین‌المللی رتبه‌بندی، بررسی و رتبه‌بندی می‌شود و بازده قابل پیش‌بینی (چه ثابت و چه متغیر) دارد، نوعی همگرایی بین اوراق قرضه و صکوک احساس می‌شود (گودلیوسکی و همکاران،[1] ۲۰۱۰، ص۵-۲۰). همچنین با توجه به اینکه به‌تدریج انواع صکوک در بورس‌های رسمی، همچون بورس دبی، مالزی و نیز بازارهای دست سوم در وین و نیز در لندن ـ به عنوان پل ارتباطی بین بازارهای مالی متعارف و بازارهای اسلامی در حال ظهور ـ معامله می‌شود، می‌توان با انجام مطالعات تطبیقی و میدانی به طراحی هرچه بهتر این ابزارها دست یافت. در این راستا، به خلاصه دو مطالعه در ادامه اشاره می‌شود:

الف) مزایای تنوع‌بخشی: آیا صکوک، منافع مورد انتظار ناشی از تنوع‌بخشی برای سرمایه‌گذاران و ناشران را فراهم می‌کند؟ در صورت مثبت بودن پاسخ، میزان این تنوع‌بخشی چقدر است؟ به عبارت دیگر، آیا رفتار اوراق قرضه و صکوک آن‌قدر همسان است که سرمایه‌گذار غیر مسلمان در خرید اوراق قرضه و صکوک بی‌تفاوت نباشد؟ نتایج یک مطالعه نشان می‌دهد که این دو نوع ابزار مالی از نظر ساختار ریسک ـ بازدهی متفاوت عمل می‌کنند؛ به‌طوری که افزودن صکوک به پرتفوی اوراق قرضه باعث کاهش ریسک می‌شود (سیکیر و رائی، ۲۰۰۷، ص۱۲).

ب) تحلیل عناصر و بازار صکوک:[2] در این‌باره می‌توان به تحلیل نتایج یک نظرسنجی از ۵۴ فعال بازار شامل ۳۵ کارگزار، بیمه‌گر، مدیر دارایی و مدیر ریسک و نیز جمعی از فعالان

1. Godlewski

۲. این تحقیق پیمایشی توسط Elena Tereschenko، Karihaloo Rakesh، Hisham Refaat و Srihari Devatha انجام شده است.

www.SID.ir
Archive of SID

دانشگاهی بازارهای اروپایی اشاره کرد. ۸۵ درصد پاسخ‌دهندگان با صکوک آشنا بودند. ۵۰ درصد از این افراد قبلاً در صکوک سرمایه‌گذاری کرده بودند و مهم‌ترین دلیل سرمایه‌گذاری‌شان را تعهد خود یا خواسته مشتری در رابطه با سرمایه‌گذاری مطابق اصول شریعت بیان کرده‌اند. نتایج نظرسنجی درباره سایر ابعاد به شرح ذیل بود:

۱. **قیمت:** یک سوم معتقد بودند که قیمت صکوک باید بالاتر از اوراق قرضه باشد و دلیل آن را پایین بودن نقدشوندگی صکوک، پوشش هزینه‌های قانونی اضافی و هزینه ناشی از ریسک پیچیدگی و نو بودن محصول بیان می‌کرده‌اند. یک سوم نیز گفته‌اند که یکسان باید قیمت‌گذاری شود؛ زیرا ویژگی‌های مشابهی دارد.

۲. **ناشر:** بیشتر آنها دولتی بودن و همچنین داشتن رتبه اعتباری حداقل BBB یا حداقل پذیرفته شدن ناشر در بورس را ترجیح می‌دادند.

۳. **سررسید:** بیشتر صکوک کنونی سررسید ۳ـ۵ساله دارند. دلیل کوتاه بودن سررسید این اوراق را علاوه بر نو بودن این محصول می‌توان مربوط به نوع ذائقه سرمایه‌گذاران آسیا و خاورمیانه‌ای دانست که چندان تمایلی به سرمایه‌گذاری بلندمدت ندارند. با توجه به اینکه کشورهای اروپایی، به‌خصوص برای استخراج منحنی عایدی[1] نیازمند اوراق با سررسیدهای متفاوت هستند، همچنین با ورود صنعت رهن به صکوک می‌توان انتظار داشت که شاهد انتشار صکوک بلندمدت باشیم. به هر حال، بیشتر پاسخ‌دهندگان علاقه‌مند به سرمایه‌گذاری در صکوک ۳ـ۵ سال بودند. تمامی شرکت‌های بیمه مورد مخاطب خواهان صکوک بلندمدت بودند.

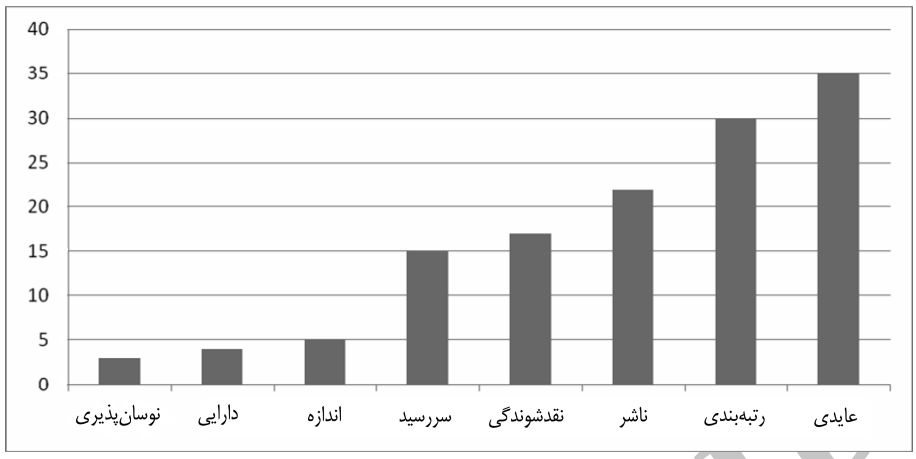
۴. **انواع کوپن و نوع:** درباره متغیر یا ثابت بودن نرخ بازدهی اوراق، بیش از ۵۰ درصد تفاوتی بین فصلی یا سه‌ماهه یا شش‌ماهه بودن کوپن‌ها قائل نبودند و ۴۵ درصد نیز گفته‌اند که بهتر است اوراق براساس دو نرخ ثابت و متغیر طراحی شود.

۵. **نوع انتشار، لیست شدن و رتبه‌بندی:** بیش از ۵۰ درصد تمایل داشتند که اوراق به صورت فردی منتشر شود و کمتر از یک درصد نیز تمایل داشتند که به صورت واحد صندوق منتشر شود. ۵۰ درصد لیست شدن را برای شفافیت و نقدشوندگی الزامی می‌دانستند، ۳۱ درصد خوب ارزیابی می‌کردند و ۲۹ درصد بی‌تفاوت بودند. همچنین بیشتر آنها (۸۰ درصد) رتبه‌بندی را خیلی مهم ارزیابی کرده بودند. به‌طور کلی، اهمیت هر یک از فاکتورها، در تصمیم‌گیری به صورت نمودار ذیل ارزیابی شده بود.

1. yield curve

Archive of SID

www.SID.ir



نمودار ۷

۷. نتیجه‌گیری

در این مقاله، با واشکافی مفهومی صکوک اجاره اشاره شد که از بین انواع اوراق بهادار اسلامی، قرارداد اجاره به خاطر برخورداری از برخی ویژگی‌های متمایز، این امکان را فراهم می‌کند که طراحان بازارهای مالی اسلامی بتوانند انواع ابزار مالی انتفاعی با سود معین را به عنوان جایگزین مناسبی برای اوراق قرضه طراحی و به جامعه ارائه کنند. در سطح کلان می‌توان از اوراق اجاره به عنوان ابزار سیاست مالی برای تأمین کسری بودجه دولت و نیز از راه فراهم کردن بازار ثانویه فعال، به عنوان ابزار سیاست پولی (کنترل حجم نقدینگی) استفاده کرد. در سطح اقتصاد خرد نیز با فراهم کردن نقدینگی و متنوع کردن محصولات بازارهای مالی می‌توان نیازهای مالی و سرمایه‌گذاری بنگاه‌های اقتصادی و اشخاص حقیقی را پاسخگو بود.

با معرفی سه مدل کاربردی از انواع اوراق اجاره، اشکال‌های احتمالی فقهی وارد بر اوراق اجاره بررسی شد. سازوکار معرفی‌شده، نه‌تنها با ضوابط عمومی قراردادها از دیدگاه فقه اسلامی (مثل ممنوعیت خوردن مال به باطل، ممنوعیت ضرر و ضرار، ممنوعیت غرر، ممنوعیت ربا و غیره) همخوانی دارد؛ بلکه هر کدام از مدل‌های پیشنهادی، یک محصول مهندسی مالی برگرفته از انواع قراردادهای وکالت، بیع، اجاره عادی و اجاره به شرط تملیک است.

در بخش بعدی مقاله، با ارائه یک مدل مفهومی برای طراحی و راه‌اندازی انواع صکوک، بر دو رویکرد بازاریابی و تکنیکی تأکید شد. برطرف کردن نیازهای شرعی، ابزاری و رفاهی

Archive of SID

www.SID.ir

در کنار تمرکز بر فرآیند تصمیم‌گیری مشتری بالقوه برای خرید ابزار مالی، از دیدگاه بازاریابی بحث شد. از دیدگاه فنی، به حوزه‌های سیاستی مانند جذاب کردن بازار و ایجاد نقدشوندگی (بازار ثانویه)، رتبه‌بندی اوراق، هزینه‌ها، ریسک صورت‌بندی قانونی، فرهنگ‌سازی و گسترش و توسعه بازار، طراحی شاخص، رقابت و شفافیت بازار، انتشار اوراق اجاره بین‌المللی، نوآوری در طراحی، ملاحظه‌های حسابداری، قیمت‌گذاری و مطالعات تطبیقی اشاره و تأکید شد.

Archive of SID

www.SID.ir

منابع

احمدی حاجی‌آبادی، سیدروح‌الله (۱۳۸۶)، «بررسی فقهی اوراق بهادار اسلامی (صکوک)»، مجله راهبرد، ش۱۲.

امامی، سیدحسن (۱۳۷۹)، **دورهٔ حقوق مدنی**، ج۲، [بی‌جا]: کتابخانه اسلامیه.

بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران (۱۳۸۶)، اداره بررسی‌های اقتصادی، آسیب‌شناسی اوراق مشارکت دولت، شرکت‌ها و بانک مرکزی و ارائه راهکارهای پیشنهادی.

بندریگی، محمد (۱۳۷۴)، **المنجد**، ج۱، چ۱، تهران: ایران.

پاکدامن، رضا (۱۳۷۳)، **مجموعه قوانین و مقررات خدمات اقتصادی - بازرگانی**، ج۱، تهران: مؤسسه مطالعات بازرگانی.

پهلوان، حمید و سیدروح‌الله رضوی (۱۳۸۶)، **اوراق صکوک: تعریف، انواع و ساختار**، مدیریت پژوهش توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار، [بی‌جا: بی‌نا].

تصویب‌نامه هیئت وزیران، «آیین‌نامه اجرایی قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت»، مورخ ۱۳۷۷/۵/۱۸.

جوادی آملی، (۱۳۸۴) **تسنیم در تفسیر قرآن کریم**، ج۱، قم: مؤسسه تحقیقاتی اسراء.

حر عاملی (بی‌تا)، **وسائل‌الشیعه**، ج۳، نرم‌افزار نورالاحادیث.

خمینی، سیدروح‌الله (۱۳۹۰)، **تحریر الوسیله**، ج۱، [بی‌جا]: دارالکتب الاسلامی.

رحیمی، زهرا (۱۳۸۱)، **بررسی آثار اقتصادی انتشار اوراق مشارکت و روش‌های گسترده کاربرد آن در تأمین مالی**، تهران: پژوهشکده پولی و بانکی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.

سروش، ابوذر و محسن صادقی (۱۳۸۷)، «مدیریت ریسک اوراق بهادار اجاره (صکوک اجاره)»، **مجله اقتصاد اسلامی**، ش۲۲.

سیدحکیم، **مستمسک عروة الوثقی**، ج۱۲، نرم‌افزار کتابخانه اهل‌بیت(ع).

شیروانی، علی (۱۳۷۸)، **ترجمه و تبیین شرح لمعه**، ج۸، چ۲، قم: دارالعین.

صبری هارون، محمد (۱۹۹۹)، **احکام الاسواق المالیه**، اردن: دارالنفائس.

ضوابط ابزار مالی اوراق اجاره (صکوک اجاره)، (۱۳۸۶)، سازمان بورس و اوراق بهادار.

علامه مجلسی (بی‌تا)، **بحارالانوار**، ج۲، نرم‌افزار کتابخانه اهل‌بیت(ع).

Archive of SID

www.SID.ir

فطرس، محمدحسین و حسین محمودی (۱۳۸۴)، صکوک، ابزاری مناسب برای جانشینی اوراق قرضه،]بی‌جا: بی‌نا].
قدیری، محمدحسن (۱۳۷۷)، الاجاره، چ۱، قم: مرکز انتشارات دفتر تبلیغاتی اسلامی.
کاتوزیان، ناصر (۱۳۷۸)، قانون مدنی در نظم حقوق کنونی، چ۳، تهران: نشر دادگستر و میزان.
ـــــــــــــ (۱۳۸۷)، عقد معین، ج۱، تهران: شرکت سهامی انتشار.
مجتهد، احمد و علی حسن‌زاده (۱۳۸۴)، پول و بانکداری و نهادهای مالی، تهران: پژوهشکده پولی و بانکی.
موسویان، سیدعباس (۱۳۸۶)، ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)، [بی‌جا]: تألیف پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.
ـــــــــــــ و سعید فراهانی‌فرد (۱۳۸۵)، «اوراق بهادار اجاره (صکوک اجاره)»، فصلنامه اقتصاد اسلامی، ش۲۴.
نجفی، محمدحسن (بی‌تا)، جواهر الکلام، نرم‌افزار کتابخانه اهل‌بیت(ع).
نجفی، مهدی (۱۳۸۴)، اصول و مبانی مالی اسلامی و چشم‌انداز آتی آن، تهران: مرکز تحقیقات دانشگاه امام صادق(ع).
ـــــــــــــ (۱۳۸۵)، بررسی فرآیند تأمین مالی از طریق انتشار اوراق صکوک، پایان‌نامه کارشناسی ارشد دانشگاه امام صادق(ع).
هادوی تهرانی، مهدی (۱۳۷۸)، مبانی فقهی اوراق مشارکت، مجموعه مقالات دهمین سمینار بانکداری اسلامی، مؤسسه عالی بانکداری.
یزدی طباطبایی، سیدمحمدکاظم (بی‌تا)، عروه الوثقی، ج۲، نرم‌افزار کتابخانه اهل‌بیت(ع).
احسایی، شیخ ابن‌ابی‌جمهور (بی‌تا)، عوالی اللئالی، ج۳، نرم‌افزار کتابخانه اهل‌بیت(ع).
AAOIFI, Shariah Standards (2003), *Accounting & Auditing Organization for Isalamic Financial Institutions*, no.17, Manama, Bahrain.
Ahmad, Ausaf & Khan Tariqullah (1997), *Islamic Financial Instruments for Public Sector Resource Mobilization*, Jeddah: Islamic Research and Training Institute.
Al-Khaleej, Ahkbar (2008), *The Guide to Islamic Banking and Finance*, Bahrain: Gulf Business Intelligence.
Analysis of the Application of IOSCO's Objectives and Principles of Securities Regulations for Islamic Securities Products (2008).

Archive of SID

www.SID.ir

BLME (2009), *European Sukuk Issue, A Survey into Characteristics and Potential Demands*, London, UK.

Brorsen, Wade & N. Zue Fofana (2001), "Success and Failure of Agricultural Futures Contracts", *Journal of Agribusiness*, 19(2): 129-145.

Cakir, Selim & Faezeh Raei (2007), "Sukuk vs. Eurobonds: Is There a Difference in Value-at-Risk?", *IMF Working Paper*, no.07/237.

Godlewski, Christophe; Rima Turk-Ariss & Laurent Weill (2010), Are Sukuk Really Special? Evidence from the Malaysian Stock Exchange.

Idris, Umar Mohammed (2008), *Evaluation of Research Developments on the Islamic Securities (Sukuk)*, Malaysia: International Centre for Education in Islamic Finance.

Jobst, Andreas (2007), "The Economics of Islamic Finance and Securitization", *IMF Working paper*, International Monetary Fund.

----------; Peter Kunzel & Paul Mills (2008), "Islamic Bond Issuance: What Sovereign Debt Managers Need to Know", *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, vol.1, issue 4.

Kettell, Brian (2010), *Islamic Finance in a Nutshell*, Wiley, John & Sons.

Kordvani, Amir (2009), "A Legal Analysis of the Islamic Bonds (Sukuk) In Iran", *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, vol.2, issue 4.

Munawar Iqbal & Khan Tariqullah (2004), "Financing Public Expenditure", *An Islamic Perspective*, Jeddah: Islamic Research and Training Institute, Occasional Paper no.7.

Nathif, J. Adam & Thomas Abdulkader (2004), "Islamic Bonds: Your Guide to Issuing", *Structuring and Investing in Sukuk, Euro Money Books*, London: p.43.

Salman, Syed Ali (2008), "Islamic Capital Market Products", *Developments and Challenges*, Jeddah: Islamic Research and Training Institute, Occasional Paper, no.9.

Archive of SID

www.SID.ir

Schallheim, J. & K. Wells (2004), *Debt and Taxes: A New Measure for Non-debt Tax Shields*, University of Utah.

Solé, Juan (2008), "Prospects and Challenges for Developing Corporate Sukuk and Bond Markets, International Monetary Fund: Lessons From a Kuwait Case Study", *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*; vol.1, issue 1.

Tariq, Ali Arsalan (2004), "Managing Financial Risk of Sukuk Structures", *Dissertation Submitted in Partial Fulfilment of the Requirements for the Degree of Masters of Science at Loughborough University*, UK.

Wilson, Rodney (2008), *Innovation in the Structuring of Islamic Sukuk Securities*, vol.24, issue 3, pp.170-181.

Zafar, Asad (2005), "Sukuk and its Contribution to Liquidity Management", *International Islamic Financial Markets Conference and Specialized Workshop on Sukuk*, Bahrain, pp.16-17.

Archive of SID

www.SID.ir