فصلنامه علمی _ترویجی اقتصاد و بانکداری اسلامی، شماره بیست و یکم، زمستان۱۳۹۶- صفحات ۱۱۴-۹۱

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

امیراحمد ذوالفقاری[۱]
محمدصادق آزادفر[۲]
حسام ابراهیم‌وند[۳]

تاریخ دریافت: ۱۳۹۵/۰۷/۲۷ **تاریخ پذیرش:۱۳۹۶/۰۷/۰۱**

چکیده

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

واژگان‌کلیدی: اوراق‌بهادار، صکوک اجاره (اوراق‌اجاره)، ابزار تأمین مالی اسلامی، شرکت‌های تجاری.

طبقه‌بندی JEL: G21,C19

---

۱. دانشجوی دکتری رشته اقتصاد دانشگاه علامه طباطبایی aaz89110@gmail.com
۲. دانشجوی دکتری رشته حقوق جزا و جرم شناسی دانشگاه امام صادق (ع) azadfar70@gmail.com
۳. دانشجوی دکتری رشته حقوق جزا و جرم شناسی دانشگاه تربیت مدرس ebrahimvand2@gmail.com

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-08]

مقدمه

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

در کشور ما از یک‌سو با غیر شرعی اعلام شدن اوراق‌قرضه از سوی شورای نگهبان، مهم‌ترین راه تأمین مالی شرکت‌ها مسدود شد. ازسویی دیگر انتشار اوراق‌مشارکت به عنوان یک روش تأمین مالی جایگزین، با شکست مواجه شد، اما از آن‌جا که با وقوع انقلاب اسلامی بسیاری از شرکت‌های بزرگ، دولتی شده بودند، مشکل چندانی به وجود نیامد. بعدها با ابلاغ سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون‌اساسی و خصوصی‌سازی شرکت‌ها مهم‌ترین دغدغه‌ی بنگاه‌های واگذار شده، جذب نقدینگی بود. در این راستا، شورای عالی بورس اوراق‌بهادار، به معرفی ابزارهای جدید تأمین مالی اقدام کرد. اولین و مهم‌ترین اوراق‌مالی که از سوی این شورا مورد پذیرش قرار گرفت، اوراق‌اجاره بود که در سال ۱۳۸۹ طی دستورالعملی تحت عنوان«دستورالعمل انتشار اوراق‌اجاره» به تصویب رسید.

در این دستورالعمل دو مدل اوراق‌اجاره عادی و اوراق‌اجاره به شرط تملیک به رسمیت شناخته شد و نهادهای مالی جدیدی برای عملیاتی شدن این اوراق پیش‌بینی گردید. هم اکنون براساس دستورالعمل مزبور، شرکت‌های خصوصی و همچنین بانک‌ها و مؤسسات اعتباری مختلفی اقدام به تأمین مالی نموده‌اند.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-08]

در واقع اوراق‌اجاره که محصول دانش مهندسی اسلامی با الهام‌گیری از فرآیند تبدیل به اوراق‌بهادار نمودن دارایی‌ها در نظام مالی غرب بود توانست با عملکردی مثبت انتظارات شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران را برآورده نموده و به عنوان یک روش تامین مالی کارآ و مقرون به صرفه مطرح شود.

در ادامه برای آشنایی بیشتر با اوراق‌اجاره، تاریخچه طراحی و ظهور آن را بیان کرده و وضعیت استفاده از آن در کشورای مختلف و کشور را بررسی می‌کنیم و سپس نحوه عملکرد این اوراق در تامین مالی شرکت‌ها را بیان کرده و در آخر نیز مزایا و معایب این شیوه تامین مالی را نسبت به اوراق‌قرضه و اوراق‌مشارکت مورد تحلیل قرار می‌دهیم.

۱. پیشینه‌ی شکل‌گیری صکوک اجاره

عقد اجاره دارای قدمت طولانی است و در قرآن کریم، پیشینه‌ی آن به زمان حضرت موسی(ع) می‌رسد؛ اما استفاده از این عقد در بازارهای مالی کشورهای اسلامی، پدیده‌ای جدید است. استفاده از این ابزار در غرب نیز قدمت زیادی ندارد؛ با وجود این، برخی از اندیشه‌وران مسلمان در نوشته‌های خود از گواهی اجاره یاد کرده‌اند. جارحی در بحثی با عنوان«الهیکل النقدی و المالی فی الاقتصاد الاسلامیه» و منذر قحف و خان در گفتاری درباره‌ی«استراتژی‌های جایگزین تأمین مالی جهانی» به این اوراق اشاره کرده‌اند. همچنین، قحف و فهیم خان، امکان استفاده از عقد اجاره در تأمین مالی را یادآور شدند. عثمانی نیز در مقاله‌ای تحت عنوان «بیع‌الدین و الاوراق المالیه و بدائلها الشرعیه» از صکوک التأجیر نام برده و گفته است: «برای مثال دولت می‌تواند ملکیت پلی را به صورت اورقی در اختیار مردم قرار داده؛ سپس آن را اجاره دهد و منافع آن را بین سهام‌داران تقسیم کند. در پایان نیز دولت می‌تواند، پل را خود خریده، وجه آن را بین آنان تقسیم کند.» (موسویان، سید عباس و سعید فراهانی‌فرد، ۱۳۸۹، ص۲۲۹)

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

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

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-08]

۱.۱. تجربه ایران در زمینه صکوک اجاره

بررسی ساختار صکوک منتشره توسط سایر کشورها و مقایسه‌ی آن با اوراق‌مشارکت منتشره در ایران، مبین این امر است که شباهت‌های بسیاری بین این دو ورقه‌ی بهادار وجود دارد. اوراق‌مشارکت منتشره در ایران با اندک تغییراتی، همان صکوک مشارکت تلقی می‌شود. بنابراین شاید بتوان با تصویب قانون نحوه‌ی انتشار اوراق‌مشارکت در شهریور ۱۳۸۶، ایران را جزو اولین کشورهای اسلامی طراحی کننده‌ی ابزارهای مالی اسلامی تلقی نمود. (ابراهیمی، ۱۳۸۹، ص۳۸۳)

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

در این رابطه اولین اوراق‌اجاره در ایران جهت تأمین مالی خرید یک فروند هواپیما توسط شرکت هواپیمایی ماهان در سال ۱۳۸۹با حجم ۲۹.۱۵ میلیارد تومان منتشرگردد.(ر.ک: امیدنامه اوراق‌اجاره (صکوک) واسط بهمن به منظور تامین مالی شرکت هواپیمایی ماهان(سهامی خاص)، در وب‌سایت: www.irfarabourse.com پس از آن نیز هفت بار دیگر اوراق‌اجاره در کشور منتشر شده است که حجم کل این اوراق تاکنون حدود ۶۰۴.۶ میلیارد تومان می‌شود که همگی توسط شرکت‌ها منتشر شده‌اند. بیشترین حجم انتشار مربوط به شرکت مپنا با میزان ۲۰۰ میلیارد تومان بوده است و کمترین آن اوراق‌اجاره لیزینگ جامع سینا، به میزان ۱۰ میلیارد تومان می‌باشد. نرخ بازده اولیه اوراق‌اجاره ۱۷.۵درصد، یعنی نیم درصد بیشتر از نرخ اوراق‌مشارکت ۴ ساله در نظر گرفته شده بود که پس از ابلاغ بسته سیاستی و نظارتی بانک مرکزی در سال ۹۰، نرخ تمامی اوراق‌اجاره سالانه ۲۰درصد تعیین گردید. لازم به ذکر است که تمامی اوراق‌اجاره منتشر شده تاکنون، دارای دوره سررسید ۴ساله می‌باشند و به صورت بانام و قابل معامله در فرا بورس منتشر شده‌اند. تمامی اوراق نیز از متعهد پذیره‌نویس استفاده نموده‌اند. جداول۱۴، ۱۵ و ۱۶ اطلاعاتی در رابطه صکوک اجاره منتشر شده در ایران ارائه می‌نمایند. با توجه به اهمیت بکارگیری انتشار اوراق‌اجاره توسط بانک‌ها و موسسات مالی، تاکنون بانک سامان به عنوان اولین بانک اقدام به تأمین مالی از طریق انتشار صکوک اجاره نموده است و سایر بانک‌ها و موسسات اعتباری نیز قصد دارند در آینده در این حوزه وارد شوند. تاکنون بانک‌های اقتصاد نوین، مسکن، ملت، صادرات، تجارت، صنعت و معدن، کشاورزی و سپه از طریق شرکت‌های تأمین سرمایه برنامه‌ریزی لازم جهت انتشار اوراق‌اجاره به پشتوانه املاک و دارایی‌های سرمایه‌ای خود را انجام داده و برخی نیز قرارداد مشاور

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-08]

عرضه با نهادهای تحت نظارت سازمان بورس و اوراق‌بهادار بسته‌اند.(ر.ک: وب‌سایت رسمی نما بورس به آدرس: www.namabourse.com)

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

جدول ۱- اولین اوراق‌اجاره‌ی انتشار یافته در ایران

ردیف	اوراق	نماد	تاریخ عرضه	حجم انتشار (میلیون ریال)
۱	اوراق صکوک اجاره شرکت واسط بهمن (شرکت هواپیمایی ماهان)	ماهان	۱۳۸۹/۱۲/۲۱	۲۹۱۵۰۰
۲	اوراق اجاره بانک سامان	ساما ۱	۱۳۹۰/۳/۲۸	۱،۰۰۰،۰۰۰
۳	اوراق صکوک امید	صامید	۱۳۹۰/۵/۲۵	۱،۰۸۷،۰۰۰
۴	اوراق صکوک اجاره واسط اردیبهشت (هواپیمایی ماهان)	ماهان ۲	۱۳۹۰/۶/۱	۹۱۴۲۵۰
۵	اوراق اجاره واسط خرداد (شرکت قطارهای مسافربری و باری جوپار)	جوپار	۱۳۹۰/۸/۱	۴۱۵۲۵۰
۶	اوراق اجاره (صکوک) واسط مالی تیر (گروه سرمایه‌گذاری مسکن)	صسکن	۱۳۹۱/۳/۱۷	۲۳۸،۰۰۰
۷	اوراق اجاره (صکوک) واسط مالی مرداد (شرکت لیزینگ جامع سینا)	صینا ۱	۱۳۹۱/۳/۲۷	۱۰۰،۰۰۰
۸	اوراق اجاره (صکوک) واسط مالی مهر (شرکت مدیریت پروژه‌های نیروگاهی ایران (مپنا))	صمپنا	۱۳۹۱/۳/۲۸	۲،۰۰۰،۰۰۰

منبع: سایت www.irfarabourse.ir

۲-۱- وضعیت انتشار صکوک اجاره در کشورهای مختلف

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

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

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-08]

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

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

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

۲- تعریف اوراق‌اجاره

درخصوص اوراق‌اجاره ما با دو تعریف روبرو هستیم یک تعریف که حقوقدانان از این اوراق ارایه داده‌اند و دیگری تعریف قانونی که در دستورالعمل انتشار اوراق‌اجاره بیان شده است: براساس عقیده برخی حقوقدانان اوراق‌اجاره به سندهای مالی اطلاق می‌شود که برخوردار از قابلیت گردش در جهت بهره‌وری اقتصادی بوده و مالکیت دارندهِ آن را نسبت به عین‌های اجاره داده شده یا منافع توصیف شده‌ای که عمدتاً تقدیری و نه فعلی و تحقیقی هستند نشان می‌دهد.» (مبلغی،۱۳۸۳، ص۹۰) برخی دیگر معتقدند اوراق‌اجاره اوراق بهاداری است که دارنده آن بصورت مشاع مالک بخشی از دارایی می‌شود که براساس قرارداد اجاره واگذار شده است. (موسویان سیدعباس، ۱۳۸۶، ص۳۶۵).

شورای عالی بورس، اوراق‌بهادار اجاره را این‌گونه توصیف کرده است: «اوراق بهادار با نام قابل نقل و انتقال است که نشان‌دهنده مالکیت مشاع دارنده آن در دارائی مبنای انتشار اوراق‌اجاره است».(بند «الف» ماده۱دستورالعمل انتشار اوراق‌اجاره مصوب ۱۱مرداد ۱۳۸۹) بطور کلی اگر بخواهیم خصایص و ویژگی‌های اوراق بهادار اجاره را مورد بررسی قرار دهیم مختصرا به موارد زیر می‌توان اشاره نمود: حق مال بودن اوراق‌بهادار اجاره، قابلیت انتقال اوراق‌اجاره، بانام بودن اوراق‌اجاره، قابلیت ترهین(به رهن‌گذاری) اوراق‌بهادار اجاره، قابل توقیف بودن اوراق‌اجاره. (رحیمی سید علی‌اصغر، ۱۳۸۹، ص۶۴)

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

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-08]

براساس ماهیت قرارداد اجاره به اوراق‌اجاره‌ای عادی و اوراق‌اجاره بـه شـرط تملیـک تقسـیم بنـدی می‌گردد.(جهت آگاهی از تعریف اوراق مذکور می‌توان به ایـن منبـع رجـوع نمـود: موسـویان سـید عباس، ۱۳۸۶، ص۳۶۷)

۲.۱. ارکان اوراق‌اجاره

برای انتشار اوراق اجاره وجود حداقل سه نهاد مالی ضروری است که عبارت هستند از بانی، واسط و امین. بانی شخص‌حقوقی است که اوراق‌اجاره با هدف تأمین مالی آن منتشر می‌شود و می‌توانـد بـه اجاره دارایی مبنای انتشار اوراق‌اجاره اقدام کند. واسط شخص حقوقی است کـه بـه منظـور نقـل و انتقال دارایی از دارندگان اوراق‌اجاره و انتشار آن تشکیل می‌شود. امین نیز شخص حقوقی است کـه به نمایندگی از سـرمایه‌گـذاران و بـه منظـور حفـظ منـافع آنـان در چـارچوب دسـتوالعمل انتشـار اوراق‌اجاره مسؤولیت نظارت بر کل فرایند عملیاتی اوراق‌اجاره را بر عهده دارد(سازمان بورس و اوراق بهادار،۱۳۸۶: ۲). در ادامه ویژگی‌ها و وظیفه‌های نهادهای فعال در فرایند انتشار اوراق‌اجاره بررسـی می‌شود.

۲.۱.۱. بانی

شخص بانی نهادی است که مطابق بند (ج) ماده ۱ دستورالعمل انتشار اوراق‌بهادار اجاره برای تامین مالی خود اوراق‌بهادار منتشر می‌کند. شخص بانی باید شرکت تجاری یا شخص عمومی دولتی باشد. شرکت تجاری شرکتی است که با موضوع انجام فعالیت تجاری تشکیل شده باشد و اشخاص حقـوق عمومی دولتی نیز شامل وزارتخانه‌ها و موسسات دولتی است کـه مطـابق مـاده ۴ قـانون محاسـبات عمومی کشور تشکیل می‌شود. شخص تجاری مطابق ماده ۲ دستورالعمـل انتشـار اوراق‌اجـاره بایـد شرکت سهامی یـا تعـاونی باشـد. اشـخاص حقـوق عمـومی غیردولتـی نیـز در صـورتی مـی‌تواننـد اوراق‌بهادار منتشر کنند که امکان انتشار اوراق توسط آن‌ها و صلاحیت مالی آن‌ها به تاییـد سـازمان بورس و اوراق‌بهادار رسیده باشد.

۲. ۲.۱. نهاد واسط

نهاد واسط طبق تعریف بند(د) ماده ۱ قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید چنین تعریف شده است: «یکی از نهادهای مالی موضوع قانون بـازار اوراق بهـادار جمهـوری اسـلامی ایـران اسـت کـه می‌تواند با انجام معاملات موضوع عقود اسلامی نسبت به تأمین مالی از طریـق انتشـار اوراق بهـادار اقدام نماید.» این تعریف در بردارنده موضوع نهاد واسط است که در اساسنامه این نهاد بیان گردیـده است.

نهاد واسط به عنوان عامل انتشار انواع اوراق‌بهادار اسلامی یا همان صکوک تنها نهادی است کـه می‌تواند اوراق‌بهادار منتشـر نمایـد. شـخص بـانی کـه قصـد دارد بـه منظـور تـامین مـالی خـویش

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-08]

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

۳-۱-۲- امین

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

۲-۲- روش کار صکوک اجاره در تامین منابع مالی شرکت‌ها

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

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

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

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-08]

حق‌الوکاله برمی‌دارند. در این مقطع بانی با فروش دارایی جذب نقدینگی می‌کند، اما دارایی از دسترس وی خارج نمی‌شود و همانند سابق کماکان از آن استفاده می‌نماید. اما این دسترسی از طریق عقد اجاره و پرداخت اجاره‌بها صورت می‌گیرد.

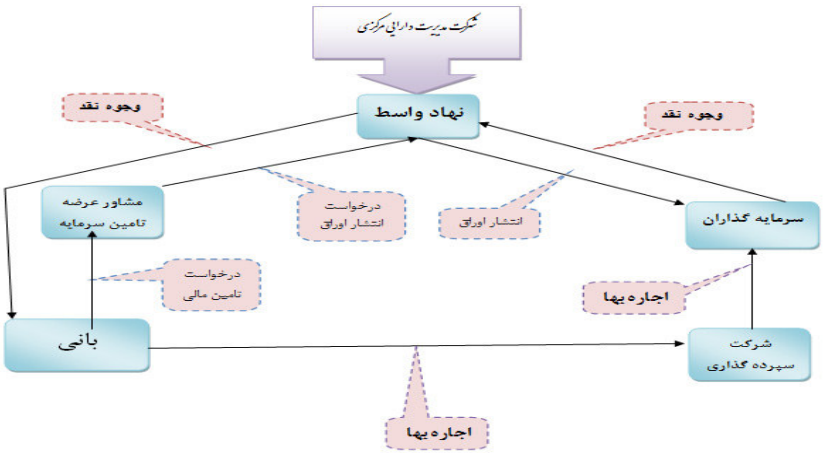
در این روند، نهاد واسط با فروش اوراق به صورت خودکار وکیل سرمایه‌گذاران می‌شود. حدود وکالت وی مصرف وجوه حاصل از فروش‌اوراق جهت خرید دارایی موضوع انتشار و اجاره‌ی آن به بانی است. این وکالت با خرید اوراق‌اجاره توسط سرمایه‌گذاران واقع می‌شود. (بخش پایانی ماده‌ی ۱۳ دستورالعمل انتشار: «... تملیک اوراق‌اجاره به منزلهٔ قبول وکالت ناشر بوده و وکالت ناشر تا سررسید و تسویه نهایی اوراق‌اجاره غیرقابل عزل، نافذ و معتبر است.»)

در طول دوران اجاره بانی موظف به پرداخت اجاره‌بها می‌باشد. این اجاره‌بها به دو صورت می‌تواند پرداخت شود:

۱. پرداخت کامل مبلغ اجاره‌بها در مواعد پرداخت تا سررسید نهایی؛

۲. پرداخت بخشی از اجاره‌بها در مواعد پرداخت تا سررسید نهایی و تصفیه‌ی مابقی منافع اوراق اجاره در سررسید نهایی. (به صراحت ماده‌ی ۱۹ دستورالعمل انتشار اوراق‌اجاره)

برای سهولت درک فرآیند انتشار اوراق اجاره آن را در شکل زیر نشان داده‌ایم:



[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-08]

۳-۲- ماهیت حقوقی اوراق‌بهادار اجاره

بطور کلی حقوق از منظر فقه امامیه و حقوق مدنی، به دو بخش اصلی قابل تقسیم است؛ یکی حقوق غیر مالی و دیگری حقوق مالی(کاتوزیان ناصر، ۱۳۸۵، ص۳۴). دسته نخست به اموال تعلق ندارد و قابلیت انتقال به وسیله صاحبان آن را ندارد مثل حق ولایت، و حق حضانت، اما دسته دوم عبارت است از آن دسته حقوقی که به اموال تعلق می‌گیرد و قابل تقویم و ارزشیابی، اسقاط و توقیف می باشند. بنظر می‌رسد اوراق‌بهادار اجاره از جمله حقوق مالی قابل انتقال به غیر می‌باشد و از جمله نشانه‌های مالی بودن این اسناد این است که قابل تقویم به پول می‌باشد؛ بطوری که دارندگان این اوراق می‌توانند کلیه حقوقی که در خصوص اموال جاری است را به کار گیرند.

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

۱-۳-۲- رابطه بانی و نهاد واسط

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

بانی اوراق‌بهادار اسلامی به تناسب این‌که چه نوع اوراق‌بهاداری است نقش متمایز از دیگر اوراق‌بهادار دارد. بانی در اوراق‌بهادار اجاره نقش مستاجر، در اوراق‌مضاربه نقش مضارب یا عامل، در اوراق‌مرابحه نقش خریدار اقساطی و در سایر اوراق به تناسب، نقش حقوقی مخصوص به آن اوراق را ایفا می‌نماید.

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

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-08]

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

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

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

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-08]

۲-۳-۲- رابطه بانی و دارندگان اوراق

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

۳-۳-۲- رابطه بانی و دارندگان اوراق

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

۳- آثار به کارگیری اوراق‌اجاره در شرکت‌های تجاری

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

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

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-08]

شایع‌ترین راه استقراض عمومی، انتشار اوراق‌قرضه است که این راهکار با توجه به مخالفت بـا قواعـد شرع، در کشور ما قابلیت اجرایی ندارد.

راه‌حل دیگر، استفاده از اوراق مشارکت است. اما ضوابط مربوط به انتشـار ایـن اوراق، بـه حـدی دست و پا گیر و تعهدآور است، که تاکنون هیچ شرکت خصوصی براساس آن نتوانسـته اسـت اقـدام به تأمین مالی نماید. ضمن آن‌که، استفاده از این اوراق با شرایط خاصی امکـان‌پـذیر اسـت. راه‌حـل بهتری که می‌توان پیشنهاد داد، استفاده از صکوک، و به طور خاص، صکوک اجاره اسـت. زیـرا ایـن ابزار مالی با توجه به خصوصیاتی که دارد، قـادر خواهـد بـود بـا هزینـه‌ی معقـول اقـدام بـه جـذب نقدینگی کرده و آثار و کارکردهای مفیدی را محقق سازد. در ادامه این آثار را بررسی نموده‌ایم.

۳-۱- افزایش بازدهی سرمایه

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

۳-۲- سهولت در تأمین مالی

اوراق‌اجاره با ایجاد تنوع‌بخش در ابزارهای تأمین مالی در دسترس، باعث افـزایش روش‌هـای تـأمین مالی و در نهایت سهولت در آن می‌شود. با این توضیح کـه در در شـرایط رکـودی، بانـک‌هـا اغلـب تمایلی به اعطای وام ندارند، و در طی دوران رونق اقتصادی نیز، در اکثر مواقع نمی‌توانند پاسخگوی تمام تقاضاهای وام مشتریان خود باشند.

۳-۳- بهبود بازدهی دارایی

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

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

۳-۴- متنوع نمودن منابع مالی دست‌یافتنی

افزایش روش‌های تأمین مالی، منابع مالی دست‌یافتنی متنوع را برای بنگاه‌ها ایجاد می‌کند. بـه ایـن ترتیب، وابستگی به منابع بانکی یا وجوه اندک نهادهای مالی کاهش می‌یابد و از سویی دیگر، امکـان بهره‌برداری همزمان از چند منبع تأمین مالی را بـرای شـرکت ایجـاد مـی‌کنـد. تنـوع منـابع مـالی

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-08]

دست‌یافتنی، قدرت تصمیم‌گیری مدیران شرکت را افزایش داده و ریسک اقدامات اجرایی را کاهش می‌دهد. (منجو، ۱۳۸۶، ص۱۹۷)

۵-۳- کاهش میزان ریسک اعتباری

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

۴- مقایسه اوراق اجاره با سایر نهادهای مشابه

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

۱-۴- مقایسه اوراق‌اجاره با اوراق‌قرضه

اوراق‌قرضه اسنادی است که به موجب آن شرکت انتشاردهنده متعهد می‌شود مبالغ مشخصی (بهره‌ی سالانه) را در زمان‌هایی خاص به دارنده آن پرداخت کند و در زمان مشخص(سررسید) اصل مبلغ را باز پرداخت کند. دارنده اوراق به عنوان بستانکار حق دریافت اصل و بهره آن را دارد ولی هیچ مالکیتی در شرکت ندارد. (بهکیش، ۱۳۸۴، ص۱۰۴)

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

ماهیت این اوراق، قرض و شیوه تأمین مالی مبتنی بر آن استقراض می‌باشد. این شیوه تأمین مالی هم اکنون نیز شایع‌ترین و مرسوم‌ترین شیوه تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی و دولت‌ها محسوب می‌شود. (فطرس، ۱۳۸۷، ص۳) اما در کشور ما، با غیر شرعی اعلام شدن این اوراق از سوی شورای محترم نگهبان، این شیوه تأمین مالی کنار گذاشته شد.

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

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-08]

۱-۱-۴- معایب

تامین مالی از طریق اوراق‌قرضه نسبت به تامین مالی از طریق اوراق‌اجاره با ایراداتی مواجه است که عبارتند از:

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

۲- کاهش ارزش دارایی مبنای انتشار اوراق اجاره: در فرآیند انتشار اوراق اجاره دارایی از مالکیت شرکت خارج، و به تملک مشاعی سرمایه‌گذاران در می‌آید. در واقع وجه نقد خریداران اوراق، صرف خرید دارائی می‌شود، ضمن آن که درآمد حاصل از دارایی در طول زمان (مدت اجاره) ایجاد می‌شود. بنابراین چه بسا دارایی در مدت اجاره دچار استهلاک شده و از ارزش آن کاسته شود یا اینکه در اثر حادثه ای به طور کلی از بین برود. در این صورت سرمایه‌ی خریداران اوراق از بین خواهد رفت. (جعفری، ۱۳۸۷، ص۲۷۷) البته برای گریز این موضوع برای دارایی پوشش‌های بیمه‌ای کاملی اخذ می‌شود و هزینه استهلاک دارایی را نیز بر عهده مستأجر قرار می‌دهند. این ایراد در اوراق قرضه به این صورت قابل تصور نیست؛ اما همواره خطر ورشکستگی شرکت می‌تواند تهدیدی علیه سرمایه خریداران اوراق قرضه باشد. (ر.ک: سروش، ۱۳۸۷، صص ۳۰۸-۳۰۹)

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

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-08]

مـی‌توانسـت در ایجـاد رغبـت در سـرمایه‌گـذاران بـرای خریـد ایـن اوراق نقـش مهمـی داشـته باشد.(اسکینی، ۱۳۸۸، صص۵-۶)

۲-۱-۴- مزایا

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

۱- ربوی نبودن اوراق اجاره نسبت به اوراق‌قرضه: مزیـت اصـلی روش تـأمین مـالی براسـاس اوراق‌اجاره نسبت به اوراق‌قرضه ربوی نبودن این اوراق است. اوراق‌اجاره بـا اسـتفاده از روش کسـب سود از دارایی، توانسته مشکل بهره ربوی در سرمایه‌گذاری با سود معین را حل کند. اوراق قرضـه از آن‌جا که در قالب عقد قرض اقدام به تأمین مالی در بنگاه‌ها می‌نماید و قراردادن هرگونـه اضـافه در این عقد براساس تعالیم اسلام ربا محسوب می‌شود، موجب می‌شود سرمایه‌گذاران مسلمان علاقـه‌ای به سرمایه‌گذاری در این اوراق نداشته باشد. (ر.ک: موسویان، ۱۳۹۱، ص۱۲۸) این در حالی است که اوراق‌اجاره براساس منفعت و اجاره‌بهای حاصل از دارایی به سودآوری سرمایه‌گذاران اقدام مـی‌کنـد بنابراین مشکل ربوی بودن در این اوراق مطرح نیست.

۲- پشتوانه دارایی داشتن اوراق اجاره: اوراق اجاره در واقع سـندهای مالکیـت مشـاع در یـک دارایی هستند؛ در حالی که اوراق‌قرضه صرفاً سندهایی دال بر بدهی شرکت به سرمایه‌گذارن اسـت. همین امر سبب می‌شود اصل سرمایه خریـداران اوارق‌اجـاره از وثیقـه و اطمینـان خـاطر بیشـتری برخوردار باشد. زیرا با جدا شدن دارایی از ترازنامه شرکت، خطر ورشکستگی هیچ‌گاه بـه خریـداران اوراق سرایت نمی‌کند؛ و این در حالی است کـه در اوراق‌قرضـه پشـتوانه اوراق، چیـزی جـز اعتبـار صادرکننده‌ی آن‌ها نیست و چه بسا صادر کننده دچار ورشکستگی شود و اصـل سـرمایه خریـداران اوراق با تهدید مواجه گردد. (تاری، پیشین، ص ۳۸)

۳- تطابق‌پذیری اوراق‌اجاره با تورم نسبت به اوراق‌قرضـه: در اوراق‌اجـاره امکـان افـزایش ارزش دارایی فیزیکی و در نتیجه افزایش ارزش خود ورقه اجاره وجود دارد. این امر بالاخص در مواردی که جامعه‌ای دچار تورم است بیشتر نمود پیدا می‌کند؛ زیرا قاعدتاً اموال و دارایی‌ها بر مبنای تورم دچار افزایش قیمت می‌شوند. چنین خصوصیتی موجب می‌شود تا ورقه‌ی اجاره همواره یک ویژگی، تحت عنوان سپر ضدِ تورمی داشته باشد و سرمایه خریداران آن را در برابر تورم محافظت شـود. در حـالی که ورقه قرضه تنها حاکی از یک سند بدهی است و اصل بدهی در این اوراق قابلیت افـزایش نـدارد؛ بنابراین در مواردی که تورم بیش از سود متعلقه به این اوراق است سرمایه‌گذاران نه تنها بـه سـود دست نمی یابند بلکه دچار زیان نیز می‌شوند. (راعی، ۱۳۸۴، ص۷۰)

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-08]

۴- معامله اوراق اجاره فروش دارایی است اما فروش اوراق‌قرضه فروش بدهی است: فروش اوراق‌اجاره در بازار ثانویه فروش واحدهای مشاع دارایی است؛ اما فروش اوراق‌قرضه فروش بدهی است. براساس فقه اسلام فروش بدهی با اشکال مواجه است؛ بنابراین بازار ثانویه این اوراق در یک سیستم اسلامی قابلیت استفاده ندارد. (منجو، پیشین، ص۲۲۳)

۵- تأمین مالی از طریق اوراق‌اجاره به عنوان بدهی در تراز نامه منعکس نمی‌شود: تأمین مالی از طریق اوراق‌اجاره را تأمین مالی خارج از ترازنامه نیز می‌نامند. علت این نامگذاری بدین سبب است که تأمین مالی با این روش مستلزم فروش دارایی است و صرفاً جنبه مثبت یعنی نقدینگی وارده به شرکت در صورت‌های مالی نمایش داده می‌شود و بر بدهی‌های شرکت چیزی افزون نمی‌گردد. درحالی که در اوراق‌قرضه نقدینگی جذب شده به عنوان بدهی منعکس می‌شود و نسبت-های مالی شرکت را منفی می‌کند. (تقوی، ۱۳۸۹، ص۱۰۸)

۲-۴- مقایسه اوراق‌اجاره با اوراق‌مشارکت

اوراق‌مشارکت در اصطلاح علم اقتصاد، اوراق‌بهادار است که توسط دولت، شهرداری، شرکت‌های دولتی و خصوصی، برای تأمین اعتبار طرح‌های عمرانی، منتشر می‌گردد. تهیه‌ی دستورالعمل اجرایی و مقررات ناظر بر انتشار اوراق‌مشارکت بر عهده‌ی بانک مرکزی است. طبق دستورالعمل بانک‌مرکزی، اوراق‌مشارکت اوراق‌بهاداری هستند که با مجوز بانک‌مرکزی برای تأمین بخشی از منابع مالی مورد نیاز، طرح‌های سودآور تولیدی و خدماتی (به استثنای امور بازرگانی) در چارچوب عقد مشارکت‌مدنی، منتشر می‌شود. در هر ورقه‌ی مشارکت، میزان سهم‌دارنده‌ی آن مشخص شده است. تفاوت اوراق‌مشارکت و اوراق‌قرضه این است که در اوراق‌مشارکت وجوه دریافتی حتماً باید در طرح‌های مشخص تولیدی، عمرانی، یا خدمات به کار گرفته شود، اما در اوراق‌قرضه برای وام گیرنده محدودیت خاصی ایجاد نمی‌گردد. (مهدویان، ۱۳۹۱، ص۴)

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

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

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-08]

۱-۲-۴- محدودیت‌ها

استفاده از روش تامین مالی از طریق اوراق‌مشارکت نسبت به روش تامین مالی از طریق اوراق‌اجاره با محدودیت هایی مواجه است که مهم‌ترین آن‌ها عبارتند از:

۱- استفاده از اوراق‌مشارکت در مورد شرکت‌هایی که احتیاج به تأمین مالی در امور غیرتوسعه‌ای را دارند امکان پذیر نیست: اوراق‌مشارکت، در اصل برای طرح‌ها و پروژه‌های جدیدالاحداث منتشر می‌شوند. ماهیت مشارکت در این اوراق مقتضی چنین امری است، بنابراین در صورتی که شرکت، صرفاً احتیاج به نقدینگی، بدون احداث پروژه یا طرح جدید داشته باشد، نمی‌تواند از این اوراق برای تأمین مالی بهره ببرد. (فطرس، پیشین، ص۱۰۷)

۲- استفاده از نقدینگی اوراق‌مشارکت تنها در یک پروژه خاص امکان‌پذیر است: این مطلب که از مواد ۱ و ۱۰ قانون نحوه انتشار اوراق‌مشارکت مصوب ۱۳۷۶ برداشت می‌شود، اختیار شرکت‌ها در استفاده از وجوه حاصله از انتشار این اوراق را محدود می‌نماید. و خود یکی از معایب بزرگ این روش تأمین مالی است. (دمرچیلی، ۱۳۸۶، ص۵۲)

۳- اوراق‌مشارکت در هر لحظه قبل از سررسید قابل بازخرید هستند: (ر.ک: ماده ۱۹ آیین‌نامه انتشار اوراق‌مشارکت) این نکته یکی از دلایل اصلی استقبال نکردن شرکت‌های خصوصی از این اوراق است؛ زیرا شرکت‌های غیردولتی همانند دولت، این توانایی را ندارند که در هر زمان اوراق‌مشارکت منتشره را بازخرید کنند و در بهترین شرایط با به ثمر نشستن سرمایه‌گذاری و در زمان سررسید می‌توانند اقدام به بازخرید اوراق نمایند. (نوربخش، ۱۳۹۱، صص۳۷-۳۸)

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

۵- در نگاه عموم جامعه اوراق‌مشارکت دارای بهره ربوی است: از آن‌جا که سود قطعی پرداخت شده به این اوراق همواره معادل سود علی‌الحساب می‌باشد، که از قبل اعلام شده است این شبهه در دیدگاه عموم مردم ایجاد می‌شود که این اوراق ربوی هستند. زیرا با خرید این اوراق سود از پیش تعیین شده‌ای می‌گیرند و در زیان نیز شریک نخواهند بود. (فطرس ، محمدحسن و حسین محمودی ، پیشین، ص۸) ایراد مطرح شده در بند ۴ نیز این دیدگاه را تقویت می‌کند؛ زیرا در

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-08]

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

۶- اوراق‌مشارکت در سطح وسیع توسط بانک مرکزی انتشار می‌یابد: زمان اجرای برنامه سوم توسعه اقتصادی، بانک‌مرکزی دریافت که وضعیت بانک‌های دولتی از نظر کفایت سرمایه نامناسب است؛ بنابراین به منظور گردآوری نقدینگی و تأمین منابع مالی لازم برای افزایش سرمایه بانک‌ها و رعایت نرخ‌های کفایت سرمایه، از مجلس وقت، مجوز انتشار اوراق‌مشارکت را گرفت. بدین‌ترتیب بانک‌مرکزی به صادرکننده‌ی اوراق‌مشارکت بدل شد. این اقدام، مبتنی بر تجارب متعارف دنیا نبود. در جهان امروز کمتر می‌بینیم که بانک‌های‌مرکزی، راساً اوراق‌قرضه منتشر کنند. خرید و فروش اوراق قرضه توسط بانک‌های مرکزی مربوط به عملیات بازار باز است. در این عملیات، بانک‌های مرکزی شروع به خرید اوراق قرضه منتشر شده توسط خزانه دولت می‌کنند تا نقدینگی را وارد اقتصاد کنند و برعکس شروع به فروش اوراق‌قرضه دولتی می‌کنند تا نقدینگی را از جامعه جمع کنند. لذا به نظر می‌رسد، روند انتشار اوراق مشارکت توسط بانک‌مرکزی، یکی دیگر از ایرادهای این اوراق باشد که احتیاج به بازنگری اساسی دارد. بازنگری نخست باید این باشد که بانک‌مرکزی به جای انتشار اوراق‌مشارکت، وارد عملیات بازار باز شده و با خرید و فروش اوراق منتشره، نقدینگی را کنترل کنند، نه این‌که به عنوان بانی اقدام به انتشار اوراق نماید. (همان، ص۱۰۸)

۲-۲-۴- مزایا

تأمین مالی از طریق اوراق‌اجاره نسبت به اوراق‌مشارکت از مزایایی برخوردار است مهم‌ترین این مزایا عبارتند از:

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

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

۳- در اوراق‌مشارکت حالت زیان در پروژه اقتصادی قابل تصور است، اما در اوراق‌اجاره این‌گونه نیست. هر چند با تضمین پرداخت اصل و سود اوراق‌مشارکت این نتیجه را تأمین می‌کنند، اما این

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-08]

اوراق به دلیل ماهیت مشارکت خود، می‌تواند حالت زیان‌دهی داشته باشند، اما در اوراق‌اجاره زیان حاصل از عملیات اقتصادی وجود ندارد. (اسکینی، پیشین، ص۱۴.)

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

نتیجه‌گیری

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

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

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

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

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-08]

این گونه نیست و زیان حاصل از عملیات اقتصادی وجود ندارد. همچنین، نظارت برشفافیت مالی شرکت‌هایی که اوراق‌مشارکت منتشر می‌کنند، در سطح پایین است اما ناشر اوراق‌اجاره باید گزارش‌ها و صورت‌های مالی شفافی داشته باشد.

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

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

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-08]

منابع

۱. ابراهیمی، مریم، (۱۳۸۹) نقش صکوک در تأمین مالی پروژه‌ها و تأملی بر قوانین و مقررات حاکم بر آن، مجله پژوهش‌های حقوقی، شماره ۱۷، نیمسال اول.

۲. اسکینی، ربیعا، (۱۳۸۸) تأملاتی در خصوص ساختار و ماهیت حقوقی اوراق‌مشارکت مؤسسات و شرکت‌های دولتی و خصوصی، پژوهش‌های حقوق تطبیقی، دوره‌ی۱۳، شماره۴.

۳. بهکیش، محمد مهدی، (۱۳۸۱) اقتصاد چیست؟، چاپ دوم، نشر نی، تهران.

۴. تاری، فتح اله، (۱۳۹۱) صکوک درنظام پولی و مالی ایران، چاپ اول، پژوهشکده پولی و بانکی، تهران.

۵. تسخیری، محمدعلی، (پاییز۱۳۸۶) مبانی شرعی اوراق‌بهادار اسلامی(صکوک)، فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، سال هفتم، شماره۲۷.

۶. تقوی، مهدی و دیگران، (پاییز۱۳۸۹) ارزیابی روش تأمین مالی برون ترازنامه‌ای(اجاره عملیاتی)، بر قیمت سهام و سود شرکت‌های پذیرفته شده در بازار بورس اوراق‌بهادار تهران، فصل‌نامه مطالعات کمی در مدیریت، شماره۴.

۷. جعفری، علی، (۱۳۸۷) اصول و مبانی سرمایه‌گذاری در بورس اوراق‌بهادار، چاپ اول، انتشارات کیومرث، تهران.

۸. دمرچیلی، محمد، (۱۳۸۶) قانون تجارت در نظم حقوقی کنونی، چاپ ششم، انتشارات میثاق عدالت، تهران.

۹. راعی، رضا و علی سعیدی، (۱۳۸۴) مبانی مهندسی مالی و مدیریت ریسک، چاپ اول، انتشارات سمت، تهران.

۱۰. رحیمی، سید علی اصغر، (۱۳۸۰)، بررسی فقهی و حقوقی اوراق‌بهادار اجاره، پایان‌نامه کارشناسی‌ارشد، دانشگاه امام‌صادق(ع).

۱۱. رحیمی نجف آبادی، محمد، (۱۳۸۹)، شناسایی و طبقه‌بندی ریسک‌های مربوط به اوراق‌بهادار اجاره، پایان‌نامه کارشناسی‌ارشد، دانشگاه امام‌صادق(ع).

۱۲. سروش، ابوذر و محسن صادقی، (۱۳۸۹) مدیریت ریسک اوراق‌بهادار اجاره(صکوک اجاره)، چاپ شده در: مجموعه مقالات گفتارهایی درباره‌ی اوراق‌بهادار اسلامی (صکوک)، چاپ اول، انتشارات دانشگاه امام‌صادق، تهران.

۱۳. صالح آبادی، علی، (زمستان۱۳۸۲) بورس‌بازی در بازار سهام از دیدگاه اسلام، فصلنامه پژوهشی دانشگاه امام‌صادق(ع)، شماره۲۰.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-08]

۱۴.طغیانی، علیرضا؛ (۱۳۸۲)، طراحی مدل ریاضی چند دوره‌ای برنامه‌ریزی آرمانی جهت تامین‌مالی بهینه شرکت ایران خودرو.
۱۵.فطرس، محمد حسن و حسین محمودی، (اردیبهشت۱۳۸۷) صکوک - ابزاری مناسب برای جانشینی اوراق‌قرضه، مجموعه مقالات همایش اقتصاد اسلامی و توسعه، دانشگاه فردوسی مشهد، ۱۸ و ۱۹.
۱۶.قحف، منذر، (۱۴۱۵ه.ق.) سندات الجاره و الاعیان الموجره، الاولی، المعهد الاسلامی للبحوث و التدریس البنک الاسلامی للتنمیه، ریاض.
۱۷.کاتوزیان ناصر، (۱۳۸۵)، حقوق مدنی: اموال و مالکیت، نشر میزان، تهران.
۱۸.کریمی، مجتبی، (۱۳۸۸)، بررسی فرآیند تامین مالی و سیاست‌گذاری از طریق انتشار اوراق‌اجاره، موسسه عالی بانکداری ایران، تهران.
۱۹.مبلغی، احمد، (۱۳۸۳) اوراق‌اجاره، مجله فقه و حقوق، شماره۲، سال اول.
۲۰.مکاوی، محمد محمود، (۲۰۰۳م) مستقبل البنوک الاسلامیه، فی الظل التطورات الاقتصادیه العالمیه، بی‌جا.
۲۱.مَنجو، احمد فیصل، (پاییز وزمستان ۱۳۸۶) تبدیل به اوراق‌بهادار نمودن دارایی‌ها؛ راهکار مهم برای بانک‌های اسلامی، مترجم: مجتبی کریمی، ماهنامه روند، بانک‌مرکزی جمهوری اسلامی ایران، شماره ۵۴ و ۵۵.
۲۲.مهدویان، محمدهادی، (۱۳۹۱) طراحی چارچوب توسعه نهادها و ابزارهای غیرمستقیم سیاست پولی، مجموعه مقالات شانزدهمین همایش بانکداری بدون ربا، مؤسسه عالی بانکداری ایران، ص ۴ ، قابل دسترس در وب‌سایت رسمی این سازمان.
۲۳.موسوی، سید محسن، تاریخچه طراحی و توسعه صکوک اجاره در جهان و ایران، فصلنامه تازه‌های اقتصاد، شماره ۱۳۶، تابستان ۱۳۹۱.
۲۴.---------- و میثم هاشم‌خانی، (آذرماه ۱۳۸۹) صکوک: مطالعات تطبیقی و بررسی وضعیت صکوک در کشورهای اسلامی، روزنامه دنیای اقتصاد.
۲۵.موسویان، سید عباس، صکوک اجاره به عنوان حیله ربا، فصلنامه‌ی تازه‌های اقتصاد، شماره ۱۳۶، تابستان۱۳۹۱.
۲۶.----------، (۱۳۸۶)، ابزارهای مالی اسلامی، انتشارات پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، تهران.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-08]

۲۷. ---------- و سعید فراهانی‌فرد، (۱۳۸۹) اوراق بهادار اجاره (صکوک اجاره)، چاپ شده در: مجموعه مقالات «گفتارهایی درباره‌ی اوراق بهادار اسلامی (صکوک)»، چاپ اول، انتشارات دانشگاه امام‌صادق، تهران.
۲۸. نجفی، مهدی، (مرداد ۱۳۸۵) بررسی فرآیند تأمین مالی از طریق انتشار اوراق صکوک، ماه‌نامه بورس، شماره۵۳.
۲۹. نوربخش، ایمان، (۱۳۹۱) پیشنهادهایی برای کارآمدی بیشتر اوراق‌مشارکت، فصلنامه تازه‌های اقتصاد، شماره ۱۳۶.
۳۰. وحیدی، امیرحسین، (۱۳۸۴)، تحلیلی پیرامون عقد اجاره به شرط تملیک، مجله کانون، دوره دوم، شماره۵۸، صص ۶۰-۸۵.
31. Arsalan tarigh, Ali, (2004) managing financial risks of sukuk stracture, London: Lovells, p 12.
32. Alvi, Ijlal Ahmed, (2012) , "Sukuk", lecture presented at Conference on the Role of Sukuk in Development, Istanbul, Turkey.
33. Islamic Finance Review, (2008) Published by the Central Bank of Bahrain (CBB) , April 2008 Issue 21.
34. Kahf, Monzer,(2006) Sukuk: Principles, Structures and Performance, Tehran, Sharif University, Training Course.
35. Kristel Richard,(2003) a closer look at ijarah sukuk , Standard and Poor's, Research. Telpner, Joel S. p 104.
36. Hoffman, Scott L. (1957). "The law and business of international project finance: a resource for governments, sponsors, lenders, lawyers, and project participants".
37. Merton, H.(1995), "Theory of Rational Option Pricing", Bell Journal of Economics and Management Science 4: 7-8.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-08]