فصلنامه پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی
سال بیست و دوم، شماره ۶۹، بهار ۱۳۹۳، صفحات ۱۷۸- ۱۵۱

آسیب‌شناسی انتشار صکوک اجاره در بانک‌های ایران: مطالعه موردی بانک سپه

سیدعباس موسویان
دانشیار اقتصاد پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی
samosavian@yahoo.com

اکبر کشاورزیان پیوستی
دانشجوی دکترای اقتصاد دانشگاه مفید (نویسنده مسئول)
peyvasti@gmail.com

دارایی‌های ثابت در بانک‌های بزرگ کشور به‌صورت منابع قفل شده بر تراز مالی آنها سنگینی نموده و استفاده مطلوبی از آنها نمی‌شود. با توجه به تدوین دستورالعمل انتشار اوراق (صکوک) اجاره در بازار سرمایه در سال ۱۳۸۸ و نهایی شدن دستورالعمل انتشار اوراق اجاره در بانک مرکزی در اواخر سال ۱۳۹۰ این دارایی‌ها می‌توانند با استفاده از این ابزار مالی به منابع بانکی مولد تبدیل شده و در طرح‌های اقتصادی مورد بهره‌برداری قرار گیرند. بانک‌ها برای انتشار اوراق اجاره اقدامات اولیه را انجام داده و به برخی تجارب در این زمینه دست یافته‌اند که می‌تواند مراجع تصمیم‌سازی و تصمیم‌گیری کشور را در تسهیل تأمین مالی بانک‌ها از طریق تبدیل دارایی‌های ثابت و مستغلات نظام بانکی به منابع بانکی مولد کمک نموده و برای اقتصاد کشور مفید باشد. هدف اصلی مقاله بررسی موانع انتشار صکوک اجاره در بانک‌های دولتی و ارائه راهکارهای کاربردی می‌باشد که برای دستیابی به این هدف از روش توصیفی-تحلیلی استفاده نمود و به مقایسه تطبیقی دستورالعمل‌ها، رویه‌ها و مقررات حاکم بر سازمان بورس اوراق بهادار و بانک مرکزی ایران پرداخته شده است. یافته‌های تحقیق نشان می‌دهد که علیرغم تدوین فرایند انتشار صکوک اجاره در سازمان بورس و بانک مرکزی به‌دلیل مشکلات ساختاری نظیر فقدان راهکار مشخص برای فروش دارایی بانک‌های دولتی به شرکت واسط، فقدان نهادهای مرتبط با انتشار صکوک اجاره در دستورالعمل و رویه‌های بانک مرکزی، عدم شمولیت قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید در خصوص معافیت عوارض و مالیات در دستورالعمل بانک مرکزی، فقدان متولی واحد برای انتشار صکوک اجاره و... امکان بهره‌گیری بانک‌های دولتی از این ابزار کارامد تأمین مالی اسلامی وجود ندارد. در این پژوهش راهکارهای اجرایی و عملیاتی برای نهادینه کردن ابزار صکوک اجاره ارائه شده است.

طبقه‌بندی JEL: *G23*.
واژه‌های کلیدی: *صکوک اجاره، صکوک اجاره بانکی، تأمین مالی، پوشش ریسک.*

* **تاریخ دریافت: ۱۳۹۲/۶/۳ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۲/۱۱/۱۹**

[Downloaded from qjerp.ir on 2026-11-05]

۱. مقدمه

بازار پول (بانک‌ها) در ایران بدنه اصلی بازار مالی را به خود اختصاص می‌دهد، به طوری‌که حجم منابع مالی جریان یافته به بازار سرمایه تنها ۳ درصد منابع جریان یافته به بازار پول است. نتایج بررسی شاخص‌های مختلف مالی نشان می‌دهد که بازار مالی در ایران بانک‌محور است. یکی از شاخص‌های مهم در بررسی وضعیت بازار پول در اقتصاد کشورها نسبت نقدینگی به تولید ناخالص داخلی است. مقایسه این نسبت در اقتصاد ایران نشان‌دهنده این واقعیت است علیرغم اینکه نظام مالی در ایران بانک محور است و بار اصلی تأمین مالی در کشور بر دوش بازار پول نهاده شده است در مقایسه با سایر کشورهای پیشرفته و هم‌سطح و حتی کشورهای با سطح توسعه پایین‌تر جهان بازار پول ایران نتوانسته از ظرفیت‌های خود به نحو مطلوب بهره‌برداری نماید. به عبارت دیگر، بازار پول کشور نیز نتوانسته است نیازهای مالی کوتاه‌مدت و بلندمدت بخش‌های مختلف اقتصادی را تأمین و مقایسه شاخص‌های بین‌المللی از جمله نسبت دارایی‌های نظام بانکی به تولید ناخالص داخلی پایین‌تر از سایر کشورهای هم‌سطح می‌باشد (پاشایی‌فام، ۱۳۹۰). بر این اساس، هم بازار سرمایه و هم بازار پول می‌بایست در اندیشه ایجاد راهکارهایی برای خلق ابزارهای مختلف تأمین مالی برای پشتیبانی از تولید، سرمایه‌گذاری و اشتغال باشند.

یکی از راهکارهای منطقی برای توسعه بازار پول و سرمایه در کشور بهره‌برداری از ابزارهای نوین تأمین مالی اسلامی از طریق انتشار صکوک در بازار سرمایه است. صکوک اجاره به‌عنوان ساده‌ترین روش تأمین مالی و نقدینگی مطرح بوده که ضمن تکیه بر دارایی فیزیکی و پایین بودن ریسک‌های اعتباری مترتب بر آن هیچ‌گونه مشکل شرعی در بازار اولیه و ثانویه سرمایه نداشته و تجربه سال‌های اخیر حکایت از کارایی بالای این ابزار در تقویت بازار سرمایه کشور دارد. با نهادینه شدن اوراق (صکوک) در بازار سرمایه ضمن ایفای رسالت بازار سرمایه در تأمین مالی بخش مولد از منظر خرد مهم‌ترین ابزار سیاست پولی بانک مرکزی یعنی عملیات بازار باز احیا شده و مدیریت نقدینگی کشور با توانمندی بالاتری نسبت به قبض و بسط پول اقدام خواهند نمود.

در این مقاله با مرور تجارب برخی کشورها در انتشار صکوک اجاره، شرایط و ویژگی‌های صکوک اجاره منتشر شده در پنج مؤسسه خصوصی ایرن در سه سال اخیر معرفی و تعریف اجمالی از صکوک اجاره ارائه می‌شود، سپس تجربه بانک‌های دولتی (مطالعه موردی بانک سپه) در انتشار اوراق اجاره تشریح شده و دستورالعمل انتشار اوراق اجاره از طریق سازمان بورس و اوراق بهادار و بانک مرکزی ایران آسیب‌شناسی می‌شود.

[Downloaded from qjerp.ir on 2026-11-05]

۲. ادبیات موضوع

با ظهور تأمین مالی اسلامی از طریق انتشار صکوک مبحث صکوک اجاره به‌دلیل ویژگی‌های عقدی، فقدان مشکلات شرعی، مقبولیت عمومی، سادگی اوراق بهادارسازی، امکان معامله در بازار ثانویه، بنیان‌های دارایی فیزیکی و... مورد توجه قرارگرفت و این عوامل باعث شد که صکوک اجاره به‌عنوان نخستین صکوک مالی در بازار سرمایه کشورمان منتشر شود. بر این اساس، مطالعات انجام شده در ادبیات موضوع در دهه اخیر بیشتر جنبه معرفی و ارائه مدل، اطلاع‌رسانی مبانی صکوک به سرمایه‌گذاران و متولیان، طرح مشکلات و موانع مالیاتی و ... داشته و در خصوص آسیب‌شناسی انتشار صکوک اجاره در بانک‌های دولتی به‌عنوان یکی از مهم‌ترین ارکان تأمین مالی و نقدینگی کشور گزارش منجسمی منتشر نشده است. تفاوت اصلی این پژوهش با کارهای تحقیقاتی انجام شده، پرداختن به موانع عملیاتی انتشار صکوک اجاره در بانک‌های دولتی و تجزیه تحلیل کاربردی و استخراج مشکلات دستورالعمل‌های سازمان بورس و اوراق‌بهادار و بانک مرکزی ایران و ارائه مدل‌های عملیاتی برای مرتفع نمودن آنها می‌باشد. در این بخش برخی از مهم‌ترین مطالعات انجام شده در خصوص صکوک اجاره را به‌صورت اجمالی مرور می‌کنیم.

– اوراق بهادار اجاره (صکوک اجاره) یکی از نخستین کارهای علمی است که توسط موسویان و فراهانی‌فرد در سال ۱۳۸۵ انجام شده است. در این مقاله اوراق اجاره معرفی شده و جنبه‌های فقهی، قانونی، عملیاتی، بانکی و اقتصادی آن تشریح شده و آثار انتشار آن بر اقتصاد کشور مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است.

– دولتی و جعفری (۱۳۸۸) در مقاله‌ای تحت عنوان "بررسی چالش‌های مالیاتی تأمین مالی از طریق اوراق صکوک اجاره" به بررسی چالش‌های مالیاتی مطرح در آن دوره پرداخته‌اند. آنها با مطرح نمودن مباحث نظری مالیاتی، مبانی اوراق صکوک اجاره و چالش‌های مالیاتی آن لزوم حذف مالیات از انتشار صکوک اجاره را همانند معافیت مالیاتی سپرده‌های بانکی و اوراق مشارکت را مطرح نمودند.

– ابعاد حسابداری و مالیاتی اوراق (صکوک) اجاره در ایران به بررسی موضوعات مالیاتی و حسابداری انتشار صکوک اجاره توسط سعیدی و سروش پرداخته است. این مقاله با هدف بررسی ابعاد حسابداری و مالیاتی اوراق اجاره با تأکید بر استانداردهای حسابداری و قانون مالیات‌های مستقیم تدوین شده و ضمن بررسی اجمالی اوراق اجاره و ارکان آن در دو بخش به بررسی ملاحظات حسابداری و مالیاتی این اوراق از منظر سرمایه‌گذاران، شرکت واسط، بانی و امین پرداخته است. این مقاله به ارائه پیشنهادهایی برای تدوین استاندارد حسابداری جدید و اصلاح قانون مالیات‌های مستقیم در انتشار صکوک اجاره می‌پردازد.

[Downloaded from qjerp.ir on 2026-11-05]

- حسینی و همکاران (۱۳۹۲) با انتشار مقاله‌ای تحت عنوان "نقش صکوک اجاره و اوراق مشارکت در تأمین مالی شرکت‌ها" به بررسی صنعت اوراق بهادار در ایران معرفی متولیان انتشار صکوک در کشور (سازمان بورس اوراق بهادار و بانک مرکزی ایران)، انواع صکوک و مکانیزم انتشار انواع صکوک اجاره در کشور، نقش صکوک در تأمین مالی شرکت‌ها، نقش اوراق مشارکت بانک مرکزی در تأمین مالی و مقایسه تطبیقی صکوک اجاره و اوراق مشارکت می‌پردازند. آنها نتیجه‌گیری می‌کنند که دلایل سهم پایین انتشار صکوک اجاره در مقایسه با اوراق مشارکت به مواردی نظیر شناخت کمتر سرمایه‌گذاران، نوپا بودن صکوک اجاره و پیچیده و زمان‌بر بودن روند اجرایی انتشار صکوک و اخذ مجوز از سازمان بورس و اوراق بهادار مربوط می‌شود.

۳. تجربه کشورها در انتشار صکوک

۳-۱. ایران

پس از تصویب قانون بانکداری بدون ربا فروش اوراق قرضه به‌دلیل ماهیت ربوی آن از نقطه‌نظر شرعی و نیز با مشخص شدن شیوه مصارف سپرده‌های سرمایه‌گذاری در عقود اسلامی با مشکلاتی مواجه شد و این اوراق منتشر نگردید. اوراق مشارکت را می‌توان جایگزین اوراق قرضه در نظر گرفت با این تفاوت که مسائل فقهی و قانونی در آن رعایت شده است و برای این اوراق بهره پرداخت نشده و در مقاطع ماهانه یا سه ماهه سود علی‌الحساب پرداخت شده و در پایان دوره سود قطعی پرداخت می‌شود (موسویان، ۱۳۸۶).

در سال ۱۳۷۳ مقررات ناظر بر انتشار اوراق مشارکت به تصویب شورای پول و اعتبار رسید. این اوراق با هدف افزایش مشارکت مردم در فعالیت‌های اقتصادی و به‌منظور ایجاد تنوع در ابزارهای مالی و تأمین منابع مالی برای ایجاد، تکمیل و توسعه طرح‌های سودآور عمومی و خصوصی از طریق منابع غیربانکی منتشر شد. استفاده از این ابزار مالی در نیمه دوم سال ۱۳۷۳ با فروش اوراق مشارکت جهت پروژه بزرگراه نواب به میزان ۷۵ میلیارد ریال آغاز و با استقبال مردم مواجه شد (کشاورزیان، ۱۳۸۲). نکته قابل توجه در خصوص اوراق مشارکت منتشر شده در ایران فقدان بازار ثانویه برای خرید و فروش این اوراق بود که در سال ۱۳۹۰ بانک مرکزی ایران خرید و فروش آن در بانک‌ها را ممنوع کرد، اما به‌دلیل عملیاتی نشدن مبادلات آن در بازار ثانویه و کاهش میزان فروش اوراق بانک مرکزی در بهمن‌ماه ۱۳۹۰ رویه خود را تغییر داد و بانک‌ها متولی خرید و فروش اوراق شدند (سیاست‌های پولی، اعتباری و نظارتی نظام بانکی کشور). بر اساس مطالعات انجام شده ایران با انتشار اوراق مشارکت طرح بزرگراه نواب در سال ۱۹۹۴ به‌عنوان نخستین کشور در انتشار اوراق صکوک (مشارکت) مطرح است و کشورهای مالزی، بحرین و عربستان در رتبه‌های بعدی قرار دارند (موسویان، ۱۳۸۶).

[Downloaded from qjerp.ir on 2026-11-05]

۳-۱-۱. انتشار صکوک اجاره در ایران

با نهایی شدن دستورالعمل صکوک اجاره در سال ۱۳۸۹ شرکت‌های خصوصی اقدام به انتشار این اوراق بر اساس دارایی‌های ثابت خود نمودند و نسبت به فروش آن در بازار اولیه بورس و اوراق بهادار اقدام نموده و تجربه این شرکت‌ها با توجه به نرخ‌های اجاره‌بهای (سود) تعیین شده حکایت از مقبولیت عمومی و استقبال خوب مردم دارد. شرکت ماهان (۱) به‌عنوان نخستین شرکت ایرانی اقدام به انتشار صکوک برای خرید هواپیما نمود و شرکت‌های سرمایه‌گذاری امید، بانک سامان، شرکت ماهان (۲) و شرکت جوپار تا به‌حال اقدام به انتشار اوراق صکوک در ایران نموده‌اند. نکته مهم در انتشار صکوک از طریق سازمان بورس فراهم شدن امکان فروش اوراق در بازار ثانویه بورس بود که کارکرد این اوراق را مشابه اوراق قرضه کرد و تداوم این کار می‌تواند مهم‌ترین ابزار سیاست پولی یعنی عملیات بازار باز را از این طریق حل نماید. شرایط و ویژگی‌های صکوک اجاره منتشر شده در ایران به شرح ذیل می‌باشد.

۳-۱-۱-۱. شرکت ماهان (۱)

شرکت ماهان برای خرید یک فروند هواپیما برای استفاده در خطوط هوایی کشور اقدام به تأمین مالی از طریق صکوک نموده و در مقاطع سه ماهه اجاره موردنظر را پرداخت می‌نماید. مشخصات کلی این صکوک عبارتند از:

نوع دارایی: یک فروند هواپیمای ایرباس	ارزش دارایی: ۲۹۱/۵۰۰ میلیون ریال
نوع و مدت اجاره: اجاره به شرط تملیک و ۴ سال	مقاطع پرداخت: هر سه ماه یک‌بار
تعداد اوراق قابل انتشار: ۲۹۱/۵۰۰ ورقه	نرخ اجاره‌بها: ۱۷/۵ درصد
ناشر: شرکت واسط مالی بهمن	عامل فروش: شرکت تأمین سرمایه نوین

عامل پرداخت اجاره‌بها: شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه ضامن: بانک اقتصاد نوین

۳-۱-۱-۲. شرکت سرمایه‌گذاری امید (بانک سپه)

این شرکت برای تأمین مالی (نقدینگی) خود اقدام به فروش دارایی‌های ثابت خود به شرکت واسط و اجاره به شرط تملیک همان دارایی‌ها نموده و در مقاطع سه ماهه اجاره موردنظر را با مشخصات کلی ذیل پرداخت می نماید:

نوع دارایی: سه فقره ملک (مستغلات)	ارزش دارایی: ۱/۰۵۲/۰۰۰ میلیون ریال
نوع و مدت اجاره: اجاره به شرط تملیک و ۴ سال	مقاطع پرداخت: هر سه ماه یک‌بار
تعداد اوراق قابل انتشار: ۱/۰۵۲/۰۰۰ ورقه	نرخ اجاره‌بها: ۱۷/۵ درصد
ناشر: شرکت واسط مالی فروردین	عامل فروش: کارگزاری بانک سپه

عامل پرداخت اجاره‌بها: شرکت سپرده گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه ضامن: بانک سپه

[Downloaded from qjerp.ir on 2026-11-05]

۳-۱-۱-۳. بانک سامان

این بانک برای تأمین مالی (نقدینگی) خود اقدام به فروش دارایی‌های ثابت خود به شرکت واسط و اجاره به شرط تملیک همان دارایی‌ها نموده و در مقاطع سه ماهه اجاره موردنظر را با مشخصات کلی ذیل پرداخت می نماید:

نوع دارایی: هشت فقره ملک (مستغلات) ارزش دارایی: ۱/۰۰۰/۰۰۰ میلیون ریال

نوع و مدت اجاره: اجاره به شرط تملیک و ۴ سال مقاطع پرداخت: هر سه ماه یک‌بار

تعداد اوراق قابل انتشار: ۱/۰۰۰/۰۰۰ ورقه نرخ اجاره‌بها: ۱۷/۵ درصد

ناشر: شرکت واسط مالی اسفند عامل فروش: شرکت تأمین سرمایه امین

عامل پرداخت اجاره‌بها: شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه ضامن: بانک اقتصاد نوین

۳-۱-۱-٤. شرکت ماهان (۲)

شرکت ماهان برای خرید چهار فروند هواپیما برای استفاده در خطوط هوایی کشور اقدام به تأمین مالی از طریق صکوک نموده و در مقاطع سه ماهه اجاره موردنظر را پرداخت می‌نماید. مشخصات کلی این صکوک عبارتند از:

نوع دارایی: چهار فروند هواپیمای ایرباس ارزش دارایی: ۹۱۴/۲۵۰ میلیون ریال

نوع و مدت اجاره: اجاره به شرط تملیک و ۴ سال مقاطع پرداخت: هر سه ماه یک‌بار

تعداد اوراق قابل انتشار: ۹۱۴/۲۵۰ ورقه نرخ اجاره‌بها: ۱۷ درصد

ناشر: شرکت واسط مالی اردیبهشت عامل فروش: شرکت کارگزاری بانک ملت

عامل پرداخت اجاره‌بها: شرکت سپرده گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه ضامن: بانک ملت

۳-۱-۱-۵. شرکت جوپار

این شرکت برای خرید واگن برای استفاده در خطوط ریلی کشور اقدام به تأمین مالی از طریق صکوک نموده و در مقاطع سه ماهه اجاره موردنظر را پرداخت می‌نماید. مشخصات کلی این صکوک:

نوع دارایی: ۲۹۱ واگن ارزش دارایی: ۴۱۵/۲۵۰ میلیون ریال

نوع و مدت اجاره: اجاره به شرط تملیک و ۴ سال مقاطع پرداخت: هر سه ماه یک‌بار

تعداد اوراق قابل انتشار: ۴۱۵/۲۵۰ ورقه نرخ اجاره‌بها: ۱۷ درصد

ناشر: شرکت واسط مالی خرداد عامل فروش: شرکت تأمین سرمایه نوین

عامل پرداخت اجاره‌بها: شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه ضامن: بانک تات

[Downloaded from qjerp.ir on 2026-11-05]

شایان ذکر است که بعد از این مورد نیز انتشار اوراق اجاره ادامه داشته و اینک آمار اوراق اجاره منتشر شده از ۱۴ مورد گذشته است.

۳-۲. مالزی

نخستین تلاش جهت فائق آمدن بر مشکل نقدینگی بانک‌های اسلامی در این کشور توسط بانک نگارای مالزی (بانک مرکزی) در ژوئیه ۱۹۸۳ پس از آغاز به کار نخستین بانک اسلامی در این کشور شکل گرفت. در آن زمان چنین تشخیص داده شد که بانک مرکزی مالزی نمی‌تواند اقدام به استفاده از اوراق قرضه دولتی یا اسناد خزانه ــ که بهره پرداخت می‌کردند ــ نماید، بنابراین اوراق بی‌بهره با نام‌های گواهی‌های سرمایه‌گذاری دولتی و اوراق سرمایه‌گذاری دولتی منتشر شد. از سوی دیگر، مالزی توانست در سال ۲۰۰۰ نخستین صکوک شرکتی خود و در دسامبر سال ۲۰۰۱ صکوک جهانی با رتبه‌بندی بین‌المللی به‌نام صکوک اجاره جهانی را طراحی و منتشر نماید (آدام و عبدالقادر، ۲۰۰۴).

۳-۳. بحرین

در ۱۳ ژوئن ۲۰۰۱ مؤسسه پولی بحرین اقدام به انتشار اوراق دولتی منطبق با قوانین اسلامی نمود. ارزش این اسناد ۲۵ میلیون دلار آمریکا به‌صورت اوراق سه ماهه و با عنوان اوراق بهادار صکوک سلم بود. بحرین با انتشار اوراق بهادار صکوک سلم جدید و اعلام یک بازدهی ثابت ۳/۹۵ درصدی سالانه برای انتشار نخستین اوراق بهادار اسلامی خود که مبتنی بر بهره نبود توانست این مسئله را حل نماید. بازدهی این اوراق به‌جای میزان بهره بازار بر اساس بازدهی مورد انتظار دولت از وجوه به‌کار گرفته شده محاسبه شد. نخستین سررسید این اوراق در ۱۲ سپتامبر ۲۰۰۱ بود و پس از آن انتشار این اوراق هر سه ماه یکبار تکرار شد (آدام و عبدالقادر، ۲۰۰۴).

بحرین توانست در سال ۲۰۰۱ صکوک اجاره دولتی خود را برای نخستین بار در داخل این کشور منتشر نماید. حجم انتشار این اوراق ۱۰۰ میلیون دلار، سررسید آن سال ۲۰۰۶، میزان بازده اوراق ۵/۲۵ درصد و مورد تضمین دولت بحرین بود(هارون و مورسوفیدا، ۲۰۰۹).

٤. صکوک (اوراق) اجاره

اوراق اجاره جدیدترین و آخرین محصول در بازار مالی اسلامی است که به سرعت در حال توسعه در بازار سرمایه می‌باشد، همچنین این ابزار مالی معروف‌ترین و محبوب‌ترین نوع صکوک به حساب می‌آید (طارق، ۲۰۰۴). این اوراق به‌عنوان یک طبقه دارایی متمایز بین محصولات مالی اسلامی ظهور نموده است. این محصول بین اندیشمندان اسلامی مورد پذیرش قرار گرفته و تقاضای بسیاری نیز از سوی

[Downloaded from qjerp.ir on 2026-11-05]

سرمایه‌گذاران و مؤسسات مالی اسلامی برای آن وجود دارد. از طرف عرضه بسیاری از دولت‌ها از آن به‌عنوان ابزاری جهت تأمین مالی نیازهای خود و تأمین مالی بلندمدت پروژه‌های بزرگ استفاده می‌کنند. شرکت‌ها نیز آن را جهت تأمین وجوه نیازهای پروژه‌ای خود مورد بهره‌برداری قرار می‌دهند. ابتدا هزینه انتشار به‌دلیل عدم اطمینان نسبت به این محصول ناآزموده، الزامات مستندسازی، مخارج رتبه‌بندی و کارمزدهای گوناگون از قبیل خدمات حقوقی، پذیره‌نویسی و سایر خدمات مورد نیاز در فرایند انتشار بسیار بالا بود، اما پس از آنکه اوراق اجاره به یک محصول قابل نسخه‌برداری تبدیل شد این هزینه‌ها نیز تقلیل یافت (سلمان، ۲۰۰۵).

ایده انتشار صکوک در قالب اوراق اجاره دارایی برای نخستین بار از سوی منذر قحف[1] در نوشتارهای وی ــ که در مقاله معروفش تحت عنوان "استفاده از اوراق اجاره دارایی جهت پوشش شکاف بودجه" به اوج خود رسید ــ و نیز توسط خان و احمد (۱۹۹۷) در کتاب ویرایش‌شده توسط ایشان تحت عنوان "ابزارهای مالی اسلامی جهت تجهیز منابع بخش عمومی" مطرح شد (جابین، ۲۰۰۷).

انتشار اوراق اجاره در بعد تجربی نتیجه دو عامل است. عامل نخست پیدایش ایده‌ای بود که در درون مؤلفه‌های شریعت وجود داشته و نیز مقبولیت عمومی از اعتبار و باثباتی آن و عامل دوم ابداع فرایند تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها در بازارهای مالی بوده است. به‌دلیل موارد مذکور متخصصان تأمین مالی در بانک‌های اسلامی و عالمان دینی (هر دو) تا حدودی با مفهوم تبدیل به اوراق بهادار نمودن و الزامات عملی آن آشنا هستند، بنابراین مفهوم ورقه اجاره دارایی و شباهت آن با جزئیات عملیاتی تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها منجر به توسعه اوراق اجاره شد (هارون، ۲۰۰۹).

٤-١. تعریف اجاره، اوراق بهادار اجاره و ماهیت آن

اجاره در لغت به‌معنای اجرت و دستمزد و در اصطلاح به‌معنای عقدی است که به موجب آن مستأجر در برابر مالی که به موجر می‌پردازد برای مدت زمانی معین مالک منافع عین مستأجره می‌شود (موسویان، ۱۳۸۵).[2] بنا بر تعریفی دیگر اجاره عبارت از تملیک منفعت به عوض معلوم است (نوین و خواجه‌پیری، ۱۳۷۷).

بر اساس تعریف مذکور اوراق اجاره اوراق بهاداری است که بر اساس ضوابط منتشر شده و نشان‌دهنده مالکیت مشاع دارندگان آن در دارایی مبنای انتشار اوراق است که اجاره داده می‌شود (سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۸۹).

1. Monzer Kahf

۲. مورد اجاره شامل سرمایه فیزیکی و سرمایه انسانی است که در این تعریف تنها اجاره سرمایه فیزیکی مطرح می‌باشد.

[Downloaded from qjerp.ir on 2026-11-05]

مؤسسه مالی با انتشار اوراق بهادار اجاره منابع لازم را جمع‌آوری نموده، آنگاه با استفاده از آنها کالاهای سرمایه‌ای و مصرفی بادوام مورد نیاز دولت، بنگاه‌ها و مؤسسات را خریداری نموده به آنان اجاره می‌دهد. از آنجا که کالاهای مذکور با استفاده از منابع صاحبان اوراق خریداری می‌شود آنها مالک کالاها و مالک اجاره‌بها نیز خواهند بود.

در فرایند انتشار اوراق بهادار اجاره رابطه حقوقی واسط با صاحبان اوراق رابطه حق‌العمل‌کاری است. اشخاص با پرداخت وجه نقد و دریافت اوراق به مؤسسه مالی نیابت می‌دهند پول آنان را به نحو مشاع همراه با پول سایر متقاضیان اوراق اجاره جهت خرید کالاهای سرمایه‌ای و بادوام هزینه نموده، سپس آن کالاها را به‌صورت اجاره در اختیار متقاضیان قرار داده و به‌صورت ماهانه، فصلی یا سالانه اجاره‌بها را دریافت و پس از کسر درصدی به‌عنوان حق‌العمل بین صاحبان اوراق تقسیم کند (باباقادری، ۱۳۸۶).

٤-۲. ارکان اوراق اجاره

بانی: شخص حقوقی است که نهاد واسط برای تأمین مالی وی در قالب عقود اسلامی اقدام به انتشار اوراق اجاره می‌نماید. بانی می‌بایست دارای شرایط زیر باشد:

- شخص حقوقی غیردولتی

– قالب حقوقی آن سهامی یا تعاونی باشد.

– مجموع جریان نقدی حاصل از عملیات آن در دو سال مالی اخیر مثبت باشد.

– حداکثر نسبت مجموع بدهی‌ها به دارایی‌های آن ۹۰ درصد باشد.

– اظهارنظر بازرس و حسابرس شرکت در خصوص صورت‌های مالی دو دوره مالی اخیر آن مردود یا عدم اظهارنظر نباشد.

- شخص حقوقی عمومی یا دولتی

– وزارتخانه‌ها، اشخاص حقوقی مشمول ماده (۴) قانون محاسبات عمومی.

تبصره: شرکت‌ها و مؤسسات دولتی که شمول قوانین و مقررات عمومی به آنها مستلزم ذکر یا تصریح نام است از جمله شرکت ملی نفت ایران و شرکت‌های تابعه و وابسته به وزارت نفت و شرکت‌های تابعه آنها، سازمان گسترش و نوسازی صنایع ایران و شرکت‌های تابعه آن، سازمان توسعه و نوسازی معادن و صنایع معدنی ایران و شرکت‌های تابعه آنها مشمول شرایط بند "الف" این ماده می‌باشند.

شرکت مدیریت دارایی مرکزی: نهاد مالی است که به موجب دستورالعمل فعالیت نهادهای واسط مصوب ۱۳۸۹/۵/۱۱ شورای عالی بورس و اوراق بهادار تأسیس می‌شود.

[Downloaded from qjerp.ir on 2026-11-05]

فروشنده: شخص حقوقی است که اقدام به فروش دارایی به نهاد واسط می‌نماید.

ضامن: شخص حقوقی است که پرداخت مبالغ اجاره‌بها و حسب مورد بهای خرید دارایی مورد اجاره توسط بانی به نهاد واسط را تضمین می‌نماید. ضامن توسط بانی معرفی و صرفاً از میان بانک‌ها، مؤسسات مالی و اعتباری تحت نظارت بانک مرکزی ایران، بیمه‌ها و شرکت‌های تأمین سرمایه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری یا نهادهای عمومی مورد تأیید سازمان تعیین می‌شود.

تبصره ۱: ضامن می‌بایست مستقل از بانی بوده و استقلال آن توسط حسابرس بانی تأیید گردد.

تبصره ۲: در صورتی‌که اوراق اجاره دارای رتبه اعتباری باشند وجود ضامن الزامی نخواهد بود.

عامل فروش: شخص حقوقی است که نسبت به عرضه اوراق اجاره از سوی ناشر برای فروش اقدام می‌نماید.

عامل پرداخت: شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه است که نسبت به پرداخت‌های مرتبط با اوراق اجاره در سررسیدهای مشخص به سرمایه‌گذاران اقدام می‌نماید.

حسابرس: حسابرس بانی در زمان ارائه طرح تأمین مالی از طریق انتشار اوراق اجاره و آخرین سال مالی ماقبل آن می‌بایست از میان مؤسسات حسابرسی معتمد سازمان انتخاب شده باشد.

شرکت سپرده‌گذاری مرکزی: شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه پس از دریافت مبالغ از ناشر، اجاره‌بها و حسب مورد سود ناشی از سرمایه‌گذاری مجدد بخشی از اجاره‌بها و وجوه ناشی از فروش دارایی را در سررسیدهای مشخص به سرمایه‌گذاران پرداخت می‌نماید.

بازارگردان: بازارگردان اوراق اجاره توسط بانی معرفی و در صورت کفایت سرمایه با تأیید سازمان انتخاب می‌شود.

متعهد پذیره‌نویسی: متعهد پذیره‌نویسی توسط بانی معرفی و در صورت کفایت سرمایه با تأیید سازمان انتخاب می‌شود.

شرکت تأمین سرمایه: شرکتی است که به‌عنوان واسطه بین ناشر و سرمایه‌گذاران فعالیت می‌نماید. در فرایند انتشار اوراق ناشر می‌بایست اوراق را از طریق شرکت تأمین سرمایه در بازار اولیه به فروش رساند. شرکت تأمین سرمایه توسط واسط (ناشر) تعیین می‌شود.

مؤسسه رتبه‌بندی: شرکتی است که با اخذ مجوز از سازمان بورس اقدام به تعیین رتبه اعتباری اوراق می‌نماید. از آنجایی‌که خریداران اوراق با ریسک‌های مختلفی روبه‌رو بوده و از سوی دیگر زمان و تخصص لازم جهت بررسی ریسک اوراق برای تمام آنان ممکن نیست، بنابراین می‌بایست اوراق توسط مؤسسه رتبه‌بندی اعتباری رتبه‌بندی شوند.

[Downloaded from qjerp.ir on 2026-11-05]

دارایی: هر نوع مال منقول یا غیرمنقول با مشخصات تعیین‌شده در این دستورالعمل است که می‌تواند مبنای انتشار اوراق اجاره واقع شود. دارایی‌های مبنای انتشار اوراق اجاره می‌بایست دارای شرایط زیر باشند:

- مشخصات عمومی

– به‌کارگیری آن در فعالیت بانی منجر به ایجاد جریانات نقدی‌شده یا از خروج وجوه نقد جلوگیری نماید.
– هیچگونه محدودیت یا منع قانونی، قراردادی یا قضایی برای انتقال دارایی، منافع و حقوق ناشی از آن وجود نداشته باشد.
– تصرف و اعمال حقوق مالکیت در آن برای نهاد واسط دارای هیچ محدودیتی نباشد.
– مالکیت آن به‌صورت مشاع نباشد.
– امکان واگذاری به غیر را داشته باشد.
– تا زمان انتقال مالکیت دارایی به ناشر دارایی از پوشش بیمه‌ای مناسب و کافی برخوردار باشد.

- انواع دارایی قابل قبول: دارایی‌های قابل قبول جهت انتشار اوراق اجاره به شرح زیر می‌باشند:

– زمین، ساختمان و تأسیسات، ماشین‌آلات و تجهیزات و وسایل حمل و نقل

- عمر اقتصادی

مدت زمانی است که انتظار می‌رود یک دارایی از لحاظ اقتصادی توسط یک یا چند کاربر قابل استفاده باشد یا تعداد تولید یا واحدهای مشابهی که انتظار می‌رود در فرایند استفاده از دارایی توسط یک یا چند استفاده کننده کسب شود.

- مقررات

منظور قوانین، مصوبات هیئت وزیران، شورای عالی بورس، سازمان و همچنین استانداردهای حسابداری و حسابرسی ملی ابلاغ شده توسط سازمان می‌باشد.

٤-٣. طراحی مدل‌های عملیاتی انتشار انواع اوراق اجاره

٤-٣-١. اوراق اجاره تأمین دارایی

گاهی بانی (دولت یا یکی از سازمان‌ها یا شرکت‌های وابسته به دولت یا یک بنگاه خصوصی) برای تهیه دارایی سرمایه‌ای یا کالای مصرفی بادوام احتیاج به تأمین مالی دارد. راه‌های مختلفی برای تأمین مالی

[Downloaded from qjerp.ir on 2026-11-05]

وجود دارد که یکی از آنها استفاده از اوراق بهادار اجاره است (موسویان، ۱۳۸۷). این روش در حالتی کاربرد دارد که بانی نیاز به دارایی موردنظر داشته، اما نقدینگی لازم را برای ایجاد یا تهیه آن در اختیار ندارد.

در این نوع ناشر (واسط) با انتشار اوراق اجاره، وجوه سرمایه‌گذاران را جمع‌آوری کرده به نیابت از سوی آنان دارایی مورد نیاز بانی را از تولیدکننده (فروشنده) به‌صورت نقد خریداری می‌کند، سپس به‌صورت اجاره عملیاتی[1] یا اجاره سرمایه‌ای به بانی اجاره می‌دهد. بانی متعهد می‌شود در سررسیدهای مشخص اجاره‌بهای دارایی را از طریق شرکت تأمین سرمایه[2] به دارندگان اوراق بپردازد. ناشر (واسط) در پایان قرارداد اجاره عملیاتی دارایی را از مستأجر تحویل گرفته به نیابت از سوی سرمایه‌گذاران در بازار دارایی‌های مستهلک فروخته و در اجاره سرمایه‌ای دارایی را به تملیک مستأجر درمی‌آورد. دارندگان اوراق می‌توانند تا سررسید منتظر مانده از درآمد اوراق استفاده کرده یا پیش از سررسید اوراق خود را در بازار ثانوی به فروش برسانند.

٤-۳-۲. اوراق اجاره تأمین نقدینگی

گاهی بانی (دولت یا یکی از سازمان‌ها یا شرکت‌های وابسته به دولت یا یک بنگاه خصوصی) دارایی سرمایه‌ای یا کالای مصرفی بادوام را در اختیار دارد، اما احتیاج به نقدینگی دارد. راه‌های مختلفی برای تأمین نقدینگی وجود دارد که یکی از آنها استفاده از اوراق اجاره تأمین نقدینگی است. هدف از انتشار این اوراق اجاره تدارک نقدینگی لازم جهت تداوم فعالیت یک بنگاه اقتصادی فعال در بخش واقعی اقتصاد است.

در این نوع، ناشر (واسط) با انتشار اوراق اجاره وجوه سرمایه‌گذاران را جمع‌آوری و به نیابت از سوی آنان یکی از دارایی‌های فیزیکی بانی را به‌صورت نقد خریداری کرده، سپس به‌صورت اجاره عملیاتی یا اجاره سرمایه‌ای به خود بانی واگذار می‌کند. بانی متعهد می‌شود در سررسیدهای مشخص اجاره‌بهای دارایی را از طریق شرکت تأمین سرمایه به دارندگان اوراق بپردازد. ناشر (واسط) در پایان قرارداد اجاره عملیاتی، دارایی را از بانی تحویل گرفته به نیابت از سوی سرمایه‌گذاران در بازار دارایی‌های مستهلک فروخته و در اجاره سرمایه‌ای دارایی را به تملیک بانی درمی‌آورد. دارندگان اوراق می‌توانند تا سررسید منتظر مانده و از درآمد اوراق استفاده کنند یا قبل از سررسید اوراق خود را در بازار ثانوی به فروش برسانند.

---

۱. در متون گذشته به‌جای واژه اجاره عملیاتی و اجاره سرمایه‌ای از اصطلاح اجاره عادی و اجاره به شرط تملیک استفاده می‌شد، در حالی که از واژه اجاره سرمایه‌ای معنای بسیار وسیع‌تری از اجاره به شرط تملیک به ذهن متبادر می‌شود. از منظر دیگر اجاره سرمایه‌ای بار اقتصادی داشته و اجاره به شرط تملیک بار حقوقی و فقهی دارد.

2. Investment Bank

[Downloaded from qjerp.ir on 2026-11-05]

٤-۳-۳. اوراق اجاره رهنی

گاهی یک بانک یا شرکت لیزینگ یا شرکت سرمایه‌گذاری دارایی‌های بسیاری را با قرارداد اجاره سرمایه‌ای به اشخاص حقیقی یا حقوقی واگذار نموده و به‌صورت ماهانه یا فصلی اجاره‌بهای آنها را دریافت می‌کند. با استفاده از اوراق اجاره رهنی می‌توان این دارایی‌ها را نقد نموده و در طرح‌های مختلف به‌کار گرفت. هدف از انتشار این نوع از اوراق تبدیل به اوراق بهادار نمودن تسهیلات اجاره سرمایه‌ای بانک‌ها و شرکت‌های لیزینگ بوده و نهادهای مذکور می‌توانند با این تکنیک اقدام به تجدید منابع نمایند.

به‌عنوان مثال، یک بانک یا یک شرکت لیزینگ واحدهای مسکونی بسیاری را احداث و به‌صورت قرارداد اجاره سرمایه‌ای در اختیار خانوارهایی گذاشته و به‌صورت مرتب اجاره‌بهای ماهانه آنها را دریافت می‌کند، حال اگر این دارایی‌های با بازده را تبدیل به پول نقد کند دوباره می‌تواند واحدهای مسکونی جدیدی را احداث کند و در اختیار خانوارهای جدیدی قرار دهد.

در این نوع ناشر (واسط) با انتشار اوراق اجاره وجوه سرمایه‌گذاران را جمع‌آوری کرده، سپس به نیابت از سوی آنها دارایی‌هایی را که بانی (بانک یا شرکت لیزینگ) به‌صورت اجاره سرمایه‌ای به دولت، بنگاه‌ها و خانوارها واگذار کرده بود خریداری می‌کند. بانی متعهد می‌شود در سررسیدهای مشخص اجاره‌بهای دارایی‌های واگذار شده را از مستأجران (دولت، بنگاه‌ها و خانوارها) وصول نموده و از طریق شرکت تأمین سرمایه به دارندگان اوراق پرداخت نماید. دارندگان اوراق می‌توانند تا سررسید منتظر بمانند و از درآمد اوراق استفاده کرده یا پیش از سررسید اوراق خود را در بازار ثانویه بفروشند.

پس از انتقال مالکیت دارایی‌های مذکور ناشر به‌عنوان موجر تلقی می‌شود. به عبارت دیگر، ناشر به نیابت از سوی صاحبان اوراق جانشین بانی (موجر) در قرارداد اجاره سرمایه‌ای شده و مستأجرها با مؤسسه ارتباط برقرار می‌کنند. پس از این انتقال بانی می‌تواند جهت دریافت اجاره‌بها در حکم کارگزار ناشر فعالیت نموده یا ناشر شخصاً اقدام به وصول اجاره‌بها خواهد نمود.

٤-۳-٤. اوراق اجاره شرکت‌های لیزینگ

هدف از انتشار اوراق اجاره شرکت‌های لیزینگ تأمین مالی یک مؤسسه اعتباری است که می‌خواهد فعالیت خود را آغاز نماید. در این نوع، ناشر (شرکت لیزینگ) با انتشار اوراق اجاره وجوه سرمایه‌گذاران را جمع‌آوری و به نیابت از سوی آنها دارایی‌های مورد نیاز دولت، بنگاه‌ها و خانوارها را به‌صورت پیوسته از تولیدکنندگان (فروشندگان) به‌صورت نقد خریداری کرده و به تملک خود درآورده، سپس با احتساب قیمت تمام شده و سود صاحبان اوراق (مبلغ اجاره) به دولت، بنگاه‌ها و خانوارها اجاره می‌دهد (کریمی، ۱۳۸۸). ناشر (شرکت لیزینگ) در سررسیدهای مشخص اجاره‌بهای

[Downloaded from qjerp.ir on 2026-11-05]

دارایی‌ها را از مستأجران (دولت، بنگاه‌ها و خانوارها) تحویل گرفته و از طریق شرکت تأمین سرمایه به دارندگان اوراق پرداخت می‌نماید. دارندگان اوراق می‌توانند منتظر مانده و از درآمد قراردادهای اجاره ناشر (شرکت لیزینگ) استفاده نموده یا اوراق خود را در بازار ثانویه به فروش برسانند.

۵. انواع ریسک‌های صکوک اجاره و روش‌های پوشش آن

۵-۱. ریسک بازار اولیه

۵-۱-۱. ریسک عدم جمع‌آوری وجوه نقد به میزان کافی

هنگام انتشار اوراق اجاره واسط از طریق شرکت تأمین سرمایه، امیدنامه (گزارش توجیه‌پذیری اقتصادی، مالی و فنی) اوراق را به عموم عرضه می‌کند، پذیره‌نویسی صکوک اجاره می‌دهد را انجام و مالکیت دارایی را به صاحبان اوراق منتقل می‌نماید، وجوه را دریافت نموده و به وکالت از سوی آنان امور مربوط به دارایی را مدیریت می‌کند که فرایند آن به این صورت است.

– دارایی قابل تقسیم باشد: در این حالت می‌توان از روش بهترین تلاش یا تعهد پذیره‌نویسی استفاده نمود.

– دارایی قابل تقسیم نباشد: در این صورت برای پوشش ریسک عدم جمع‌آوری وجوه نقد، انتشار اوراق تنها از طریق تعهد پذیره‌نویسی قابل انجام است.

۵-۱-۲. ریسک سوء استفاده واسط از وجوه دریافتی

از آنجا که واسط با انتشار اوراق اجاره اقدام به جمع‌آوری وجوه نقد می‌کند و ممکن است از وجوه نقد دریافتی سوءاستفاده نماید. برای پوشش این ریسک وجوه جمع‌آوری شده به حسابی که نزد امین است واریز می‌گردد. واسط هنگام پرداخت وجه نقد جهت خرید دارایی می‌بایست از این حساب که با امین مشترک است استفاده کند، بنابراین در هر زمان که واسط به‌دنبال برداشت وجه نقد باشد می‌بایست با اجازه امین این اقدام را انجام دهد. به‌این وسیله ریسک سوءاستفاده واسط سرمایه‌گذاری از وجوه دریافتی کاهش می‌یابد.

۵-۱-۳. ریسک عدم فروش دارایی به واسط

ممکن است واسط پس از انتشار اوراق و جمع‌آوری وجوه نقد برای خرید دارایی به تولیدکننده (یا بانی در صکوک نوع دوم) مراجعه کند، اما تولیدکننده دارایی را به واسط نفروشد. دلایل این کار ممکن است ناشی از افزایش قیمت دارایی در بازار یا مواردی مشابه این موضوع باشد. برای پوشش این ریسک می‌توان از قرارداد صلح یا بیع نسیه استفاده نمود.

[Downloaded from qjerp.ir on 2026-11-05]

۵-۱-٤. ریسک عدم اجاره دارایی توسط بانی

در مرحله بعد دارایی که به وکالت از سرمایه‌گذاران در اختیار واسط است می‌بایست به بانی اجاره داده شود. در این حالت ممکن است بانی از اجاره دارایی به دلایلی (تأمین مالی از روش‌های دیگر با نرخ پایین‌تر، رفع نیاز جهت خرید دارایی و...) منصرف شود. در این حالت برای پوشش ریسک می‌بایست یکی از دو راه‌حل استفاده از ضمانتنامه بانکی بدون قید وشرط یا گنجاندن شرط وجه التزام در قرارداد را انتخاب نمود.

۵-۲. ریسک بازار ثانویه

۵-۲-۱. نرخ سود یا اجاره‌بها

برخلاف سود سهام یا برخی دیگر از انواع اوراق بهادار سود (نرخ اجاره‌بها) سرمایه‌گذاران (موجرها) ثابت است. به عبارت دیگر، میزان اجاره‌بهای اوراق ابتدا در امیدنامه و قراردادهای مرتبط کاملاً مشخص می‌شود و تنها حالت انعطاف‌پذیری که وجود دارد آن است که مبلغ اجاره‌بها با درصد خاصی که از ابتدا مشخص است رشد کند، بنابراین یکی از مهم‌ترین وجه تمایز اوراق اجاره با سهام یا اوراق مشارکت آن است که سود دریافتی سرمایه‌گذاران از ابتدا به‌طور دقیق مشخص است. افزایش نرخ سود متداول در بازار پول یا سرمایه سبب می‌گردد سرمایه‌گذاران در مقایسه با نرخ سود بازار سود کمتری را دریافت نمایند، بنابراین با کاهش قیمت بازاری آن سعی در جبران نرخ بازده مورد انتظار خواهند نمود، بنابراین دارندگان صکوک اجاره با ریسک نرخ سود مواجه‌اند و برعکس.

۵-۲-۲. ریسک اعتباری

ریسک اعتباری به احتمال عدم پرداخت به‌موقع تعهدات مالی یک ناشرمربوط می‌شود. برای پوشش ریسک اعتباری می‌توان از تضامین بانی یا ضامن استفاده نمود. بر این اساس، بانی می‌تواند سفته، چک یا مبلغی به اندازه اجاره‌بهای ۳ تا ۴ ماه در حسابی نزد امین به‌صورت مسدود داشته باشد تا در صورتی‌که به دلایل کمبود نقدینگی در برخی ماه‌ها نتواند اجاره‌بها را پرداخت نماید امین به‌صورت قانونی اجاره‌بها را از حساب مذکور کسر نموده و به سرمایه‌گذاران پرداخت کند. استفاده از ضامن راهکار دیگری برای پوشش این ریسک است. ضامن با دریافت مبلغی از واسط یا بانی می‌تواند میزان اجاره‌بهای دریافتی دارندگان اوراق را تضمین کند.

۵-۲-۳. ریسک نقدینگی

احتمال ناتوانی شرکت در ایفای تعهدات مالی کوتاه‌مدت ریسک نقدینگی نامیده می‌شود. در مورد صکوک اجاره ریسک نقدینگی عبارت است از ریسکی که بانی قادر به فروش محصولات یا خدمات

[Downloaded from qjerp.ir on 2026-11-05]

خود به قیمت متداول بازار نیست. مهم‌ترین روش‌های مدیریت این ریسک نگهداری اوراق بهادار با قدرت نقدشوندگی بالا مانند اوراق مشارکت، استفاده از تحلیل شکاف نقدینگی بین جریانات نقدی ورودی و خروجی، خطوط اعتباری کوتاه‌مدت برای مواقع بحرانی، توسعه همکاری و ارتباطات با بانک‌ها و قراردادن مقداری وجه نقد در حساب مسدودی نزد امین جهت پرداخت اجاره‌بهای حاصل از سرمایه‌گذاری در مواقع لزوم توسط امین استفاده نمود.

۵-۲-٤. ریسک تورم

زمانی‌که سطح عمومی قیمت‌ها افزایش می‌یابد به‌این معناست که با مقدار ثابتی دارایی مالی می‌توان مقدار کمتری کالا خرید. به عبارت دیگر، تورم به‌معنای کاهش قدرت دارایی‌های مالی به نسبت دارایی‌های حقیقی است. با افزایش تورم دارندگان صکوک اجاره چون اجاره‌بهای ثابتی دریافت می‌کنند قدرت خریدشان کاهش یافته و در حقیقت سود دارندگان صکوک کاهش می‌یابد.

۵-۲-۵. ریسک نقدشوندگی

نقدشوندگی یک ورقه بهادار عبارت است از سهولت معامله ورقه بهادار در یک بازار خاص. نقدشوندگی در قالب زمان و هزینه قابل بررسی و تحلیل است. اول تفاوت بین زمان رسیدن سفارش خرید و سفارش فروش در بازار، دوم وجود قوانین مشخص در مورد معامله اوراق بهادار و سوم وجود تقاضای بسیار کم برای معامله و مبادله اوراق بهادار. ریسک نقدشوندگی را با ایجاد سازوکارهایی مانند تعهد بازخرید اوراق توسط بانی، ناشر یا ضامن پوشش داد.

۵-۲-٦. ریسک بازار

ریسک بازار در اوراق بهادار قابل معامله در بازارهای ثانویه وجود دارد و به هیچ‌وجه نمی‌توان با متنوع ساختن پرتفوی آن را از بین برد، بنابراین این ریسک برای صکوک اجاره نیز وجود دارد و برای اندازه‌گیری آن می‌توان از روش‌های مرسوم همانند ارزش در معرض ریسک استفاده نمود.

۵-۲-۷. ریسک سرمایه‌گذاری مجدد

ریسک سرمایه‌گذاری مجدد به دارایی‌های مالی مربوط است که بیش از یک جریان نقدی دارند. بازدهی این سرمایه‌گذاری‌ها به نحوه سرمایه‌گذاری مجدد جریان‌های نقدی که در طول دوره سرمایه‌گذاری دریافت می‌شوند بستگی دارد. این ریسک در جهت معکوس ریسک نرخ بهره تغییر می‌کند در صورتی‌که اجاره‌بها به روش صعودی پرداخت شود این ریسک کمتر خواهد بود.

[Downloaded from qjerp.ir on 2026-11-05]

۵-۲-۸. ریسک اعمال اختیارات

کارشناسان مالی برای طراحی ابزارهای مناسب در برخی مواقع به طراحی اوراقی با ویژگی‌های خاص (اختیارت برای طرفین) اقدام می‌کنند. این اختیارت ممکن است برای ناشر اوراق باشد که به آن اختیار بازخرید اوراق گفته می‌شود. در صورت وجود چنین اختیاری برای ناشر می‌تواند تا پیش از پایان سررسید یا در زمان‌های خاص اوراق را بازخرید نماید. وجود این اختیار سبب کاهش ریسک ناشر و افزایش ریسک سرمایه‌گذاران خواهد شد، در صورتی‌که ناشر اختیار بازخرید اوراق را داشته باشد و نرخ سود در بازار کاهش یابد ناشر اقدام به بازخرید اوراق اجاره می‌کند و در صورت نیاز اوراق جدیدی را با نرخ کمتر منتشر می‌کند. این نوع اختیارت در ابتدای قرارداد اجاره و در قالب شرط ضمن عقد ایجاد می‌شوند.

۵-۲-۹. ریسک نرخ ارز

اغلب صکوک منتشر شده در دنیا بین‌المللی بوده و نوسان‌های نرخ ارز بر آن تأثیر می‌گذارد. ریسک نرخ ارز حاشیه سود سرمایه‌گذارارن و ناشر را تحت‌الشعاع قرار می‌دهد. انتشار صکوک اجاره در ایران برای سرمایه‌گذاران داخلی چنین ریسکی ندارد مگر اینکه اجاره‌بها به‌صورت ارزی (دلار، یورو و...) پرداخت شود.

۵-۲-۱۰. ریسک ورشکستگی نهادهای مالی

یکی از ریسک‌های دارندگان اوراق اجاره ریسک ورشکستگی نهادهای مالی فعال در فرایند انتشار اوراق اجاره است. نهادهای اصلی شامل واسط و امین است. از آنجا که ممکن است واسط فعالیت‌هایی بجز انتشار اوراق نیز داشته باشد ممکن است این فعالیت‌ها بر واسط تأثیر منفی گذاشته و آن را با خطر ورشکستگی مواجه سازد. با توجه به ماهیت حقوقی شرکت واسط و امین در ایران چنین ریسکی وجود ندارد.

۵-۳. ریسک غیرمالی

۵-۳-۱. ریسک سیاسی

سرمایه‌گذاران داخلی با ریسک سیاسی داخلی مواجه‌اند که عمدتاً ناشی از تغییرات سیاستگذاری موارد لازم‌الاجرا برای مناطق خاص، قیمت‌ها و اسناد و مدارک و... است. به‌عنوان مثال، افزایش قیمت فروش تراکم برای ساخت و ساز شهری سبب خواهد شد در صورتی‌که دارایی صکوک اجاره ساختمان باشد با افزایش قیمت مواجه شود. علاوه بر حوادث اجتماعی و سیاسی از جمله انتخابات، انقلاب، جنگ، شورش‌ها و اعتصابات مختلف به تناسب بر ریسک سرمایه‌گذاری تأثیر می‌گذارد.

[Downloaded from qjerp.ir on 2026-11-05]

۵-۳-۲. ریسک قوانین و مقررات

ریسک قوانین و مقررات داخلی شامل احتمال تغییر قوانین و مقررات مرتبط با انتشار اوراق، قوانین مالیاتی، قوانین خاص و ریسک قراردادهای حقوقی منعقد شده بین طرف‌های مختلف است. در این زمینه دو نکته حائز اهمیت است. نکته اول آنکه مسئولیت اجازه انتشار عرضه عمومی اوراق بهادار در بازار اولیه و ثانویه بر عهده سازمان بورس و اوراق بهادار است و در صورتی‌که این نهاد نظارتی رویه ثابتی در زمینه وضع مقررات داشته باشد ریسک قوانین و مقررات کاهش می‌یابد. نکته دوم آنکه بسیاری از ریسک‌های صکوک اجاره را می‌توان در قالب عقد قراردادهای حقوقی معتبر پوشش داد.

۵-٤. ریسک مرتبط با دارایی

۵-٤-۱. ریسک از بین رفتن کلی یا جزئی دارایی

بر اساس قواعد فقهی مستأجر ید امانی داشته و اگر افراط یا تفریط نکرده باشد مقصر نخواهد بود. در مورد صکوک اجاره نیز چنین شرایطی حاکم است. به عبارت دیگر، در صورتی‌که دارایی موضوع قرارداد اجاره به هر دلیل از بین برود سرمایه‌گذاران (دارندگان صکوک و مالکان اصلی دارایی) دچار زیان خواهند شد. برای پوشش این ریسک می‌توان از خدمات بیمه استفاده نمود. معمولاً شرکت‌های بیمه تمام خسارت وارده شده را بیمه نمی‌کنند، بلکه درصدی از آن را پوشش می‌دهند، بنابراین ریسک عدم پرداخت تمام وجه دارایی به سرمایه‌گذاران جزء ریسک اوراق صکوک به حساب می‌آید که امکان پوشش آن به روش‌های مرسوم که امروزه از آنها استفاده می شود ممکن نیست.

۵-٤-۲. ریسک استهلاک تدریجی دارایی

تقریباً تمام ابزارهای مالی اسلامی مبتنی بر دارایی است، از این رو همانند اوراق مشتقه که دارایی پایه دارند و ریسک آن بر ریسک اوراق مشتقه تأثیرگذار است اوراق اسلامی نیز از ریسک دارایی پایه برخوردارند. تفاوت ابزارهای مالی اسلامی و اوراق مشتقه در این است که دارایی پایه اوراق مشتقه دارای استانداردهای خاصی بوده که توسط بورس‌های مربوطه تعیین شده و طرف‌های معامله ملزم به رعایت آنها هستند، در حالی‌که اوراق اجاره مبتنی بر دارایی خاصی است و استاندارد مشخصی بر آن حاکم نیست. این ریسک را می‌توان از طریق اعطای اختیار فروش به دارندگان اوراق صکوک حذف نمود. در این حالت سرمایه‌گذاران در مواجهه با کاهش قیمت دارایی یا کاهش قیمت اوراق از اختیار فروش استفاده نمود و اوراق را به ناشر با قیمت از پیش تعیین شده می‌فروشند.

[Downloaded from qjerp.ir on 2026-11-05]

۵-٤-۳. ریسک هزینه‌های غیرجاری (غیرعملیاتی)

بر اساس قوانین فقهی و حقوقی هزینه‌های غیرعملیاتی یا هزینه‌های غیرجاری دارایی موضوع قرارداد اجاره بر عهده موجر است. موجر ملزم است هزینه‌هایی که جهت انتفاع از دارایی لازم و ضروری است را انجام دهد. در این حالت سرمایه‌گذاران با ریسک هزینه‌های غیرعملیاتی مواجه خواهند شد. روش پوشش این ریسک آن است که امین در ابتدای انتشار صکوک درصدی از مبلغ را جهت انجام هزینه‌های احتمالی غیرعملیاتی کسر و در پایان دوره نسبت به تسویه آن اقدام نماید.

۵-٤-٤. سایر ریسک‌ها

ریسک‌های دیگری مانند ریسک کاهش قیمت دارایی ریسک پرداخت زودتر از موعد، ریسک فسخ قراردادها و ریسک‌های مشابهی وجود دارد که اهمیت بسیار اندکی دارند (سروش، ۱۳۸۷).

٦. تجربه بانک‌های دولتی در انتشار اوراق اجاره مطالعه موردی بانک سپه

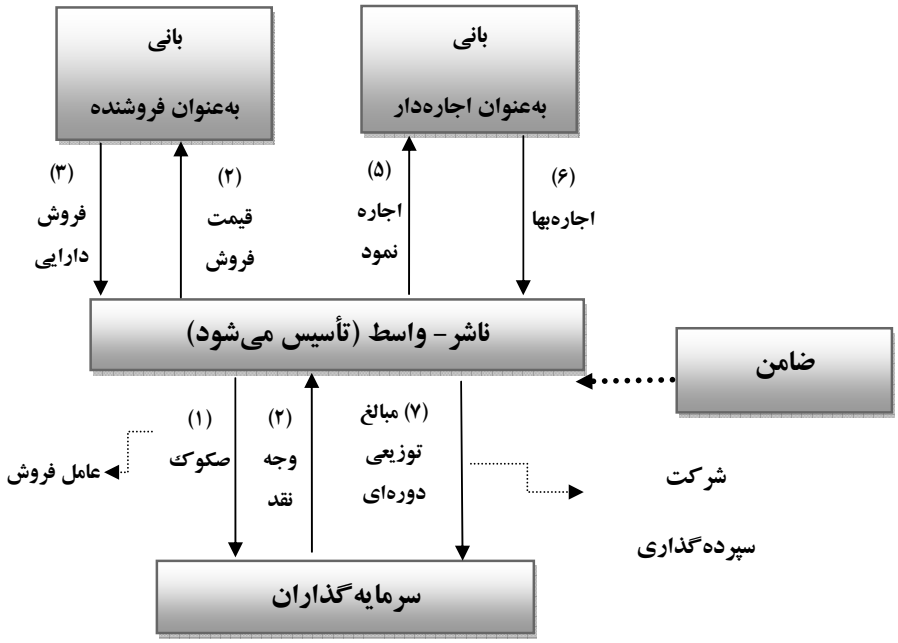
بانک‌ها می‌توانند به‌منظور تجهیز منابع مالی جهت انجام عملیات بانکی اقدام به انتشار اوراق اجاره نموده و منابع جذب شده از این طریق را در جهت اعطای تسهیلات به متقاضیان مورد استفاده قرار دهند (نجفی، ۱۳۸۵).

در این شیوه تأمین مالی بانک با فروش دارایی‌های تحت مالکیت خود (اتحاد فروشنده و بانی) به نهاد واسط که توسط شرکت مدیریت دارایی مرکزی تشکیل خواهد شد به منابع مالی دست خواهند یافت و با انعقاد قرارداد اجاره به شرط تملیک با نهاد واسط دارایی‌های فروخته‌شده را اجاره و در انتهای عمر اوراق مجدد در تملک خواهد گرفت. در طول دوره اجاره‌بها توسط بانی به نهاد واسط پرداخت می‌شود. سرمایه‌گذاران در این فرایند با عامل فروش در زمان خرید اوراق اجاره و عامل پرداخت (شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه) در زمان دریافت اجاره‌بها در ارتباط می‌باشند فرایند کلی انتشار اوراق اجاره در بانک‌ها با اهدف تأمین نقدینگی مطابق نمودار (۱) می‌باشد (گزارش داخلی بانک سپه، ۱۳۹۰).

بانک سپه در راستای انتشار صکوک اجاره به‌عنوان نخستین بانک دولتی اقدامات خود را از اواخر ۱۳۸۹ (تقریباً همزمان با شرکت سرمایه‌گذاری امید) آغازنمود، اما به‌دلیل دولتی بودن و مشکلات اداری–اجرایی آن تا به حال موفق به انتشار این اوراق نشده است. تجربه بانک سپه در خصوص انتشار صکوک اجاره در شرکت سرمایه‌گذاری امید (به‌عنوان شرکت زیرمجموعه بانک و شرکت خصوصی) و مشکلات مربوطه در این زمینه به شرح ذیل عنوان می‌شود تا با رفع موانع در این مسیر انتشار صکوک اجاره با

[Downloaded from qjerp.ir on 2026-11-05]

سهولت بیشتری انجام پذیرد و دارایی‌های قفل‌شده بانک‌های دولتی به‌ویژه بانک سپه به‌عنوان قدیمی‌ترین بانک کشور به چرخه تأمین مالی برگشته و در خدمت رشد و پیشرفت اقتصادی قرار گیرد.



نمودار ۱. ساختار انتشار صکوک اجاره به‌منظور تأمین نقدینگی

٦-١. آسیب‌شناسی دستورالعمل انتشار اوراق اجاره سازمان بورس و اوراق بهادار[1]

٦-١-١. همخوانی کمتر با تأمین مالی بانک‌های دولتی:

با عنایت به اینکه مفاد این دستورالعمل با هدف تأمین مالی شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی کوچک (معمولاً فعال در بخش خصوصی) تدوین شده است با ورود یک بانک دولتی برای تأمین مالی همخوانی کمتری داشته و چنانچه دستورالعمل جدیدی با نگرش تأمین مالی نظام بانکی تدوین شود انتشار صکوک اجاره تسهیل و در بازار مالی نهادینه خواهد شد.

---

۱. آسیب‌شناسی انجام شده حاصل اقدامات اجرایی، جلسات کارشناسی، مدیریتی و حقوقی بانک، جلسات کارشناسی و مدیریتی بانک با شرکت‌های تأمین سرمایه و سازمان بورس و اوراق بهادار، تدوین امیدنامه و گزارش‌های کارشناسی و حسابرسی، نتایج بررسی‌های سازمان حسابرسی، مستندات و مدارک حاصل از مکاتبات مرتبط با نهادهای ذیربط می‌باشد.

[Downloaded from qjerp.ir on 2026-11-05]

این موضوع در دستورالعمل انتشار صکوک اجاره ریالی تدوین شده از سوی بانک مرکزی ایران لحاظ شده‌است، اما از منظر دیگر به‌دلیل اینکه انتشار صکوک دارای دو متولی در بازار مالی کشور می‌باشد مشکلاتی را برای تأمین‌کنندگان مالی به‌وجود خواهد آورد. به عبارت دیگر، بهتر است یک نهاد مدیریت این موضوع را برعهده بگیرد.

راهکار پیشنهادی: سازمان بورس و اوراق بهادار نسبت به بازنگری کلی دستورالعمل اوراق اجاره با در نظر گرفتن ویژگی‌های سازمان‌های دولتی به‌ویژه بانک‌های دولتی از لحاظ قوانین و مقررات و مسائل حقوقی اقدام نماید تا سرمایه‌های قفل‌شده مجموعه‌های دولتی به چرخه کمک به تولید و اشتغال کشور برگردند.

٦-١-٢. عدم تصریح بانک‌های دولتی در ماده (٢)

بانک‌های دولتی مشمول بند "ب" ماده (٢) می‌باشند که در توجیه این موضوع مکاتباتی با آن سازمان انجام و موضوع شفاف‌سازی شد. چنانچه در این ماده بانک‌های دولتی نیز تصریح شود مفاد دستورالعمل شفاف می‌شود.

راهکار پیشنهادی: در ماده (٢) دستورالعمل بانک‌های دولتی تصریح شود.

٦-١-٣. الزام بانک‌های دولتی به ضامن در ماده (٥)

در تبصره "٢" این ماده چنانچه اوراق اجاره دارای رتبه اعتباری باشد وجود ضامن الزامی نیست. در حال حاضر که این اوراق به‌دلیل فقدان شرکت‌های اعتبارسنجی رتبه‌بندی نمی‌شود برای سیستم بانکی دولتی که از اعتبار دولتی و اطمینان کامل برخوردار است گرفتن ضامن الزامی به‌نظر نمی‌رسد و بازنگری در این ماده باعث تسهیل فرایند خواهد شد.

راهکار پیشنهادی: چنانچه نحوه انتشار اوراق اجاره با اوراق مشارکت مقایسه شود عدم نیاز بانک‌های دولتی به ضامن در صکوک اجاره با وجود پشتوانه قوی اموال غیرمنقول مشخص خواهد شد به‌ویژه اینکه موضوع ضمانت مشکلاتی از قبیل هزینه‌های مترتب، زمان‌بر بودن و ... را دارد.

این موضوع در دستورالعمل انتشار صکوک اجاره ریالی تدوین شده از سوی بانک مرکزی ایران نیز لحاظ شده‌است و پیشنهاد می‌شود موضوع ضامن همچنانکه در تبصره "٢" ماده (۶) دستورالعمل اشاره شده است در دوره فقدان نهاد اعتبارسنجی نیز با تشخیص بانک مرکزی انجام شود.

٦-١-٤. تأکید بر تأیید گزارش توجیهی توسط حسابرس قانونی بانی در ماده (٦)

حسابرس بانی زمان ارائه طرح تأمین مالی از طریق انتشار اوراق اجاره و آخرین سال مالی ماقبل آن می‌بایست از میان مؤسسات حسابرسی معتمد سازمان انتخاب شده باشد.

[Downloaded from qjerp.ir on 2026-11-05]

– علیرغم صراحت ماده (۶) مبنی بر انتخاب حسابرس از سوی بانی همکاران آن سازمان تأکید دارند که طرح تأمین مالی می‌بایست از طریق حسابرس قانونی بانک مورد تأیید قرار گیرد.

– تأییدیه حسابرس: با توجه به اینکه طرح تأمین مالی بر مبنای صورت‌های مالی سال‌های قبل بانک اقدام به پیش‌بینی مالی می‌نماید و حسابرس معمولاً (بر اساس تعریف حسابرسی) به بررسی وقایع مالی که درگذشته اتفاق افتاده می‌پردازد و در خصوص وقایع مالی آینده نمی‌تواند اظهارنظر نماید و از سوی دیگر بانک صورت‌های مالی حسابرسی‌شده خود را در اختیار آن سازمان محترم قرار می‌دهد. سازمان می‌تواند صحت آمار و اطلاعات مالی مورد استفاده در طرح را کنترل نماید، بر این اساس نیازی به تأیید حسابرس قانونی نیست.

راهکار پیشنهادی: چنانچه تأییدیه حسابرس به صحت صورت‌های مالی حسابرسی‌شده مورد استفاده در گزارش توجیهی محدود شود و حسابرسان معتمد سازمان این وظیفه را برعهده گیرند فرایند انتشار تسهیل خواهد شد.

این موضوع در دستورالعمل انتشار صکوک اجاره ریالی تدوین شده از سوی بانک مرکزی ایران مرتفع شده و تنها وظیفه حسابرس را تأیید استقلال ضامن از بانی قلمداد می‌نماید.

۶-۱-۵. کفایت سرمایه بازارگردان در ماده (۹)

در این ماده به موضوع کفایت سرمایه بازارگردان اشاره شده است که به‌دلیل اینکه مبالغ اوراق اجاره منتشر شده از سوی بانک‌ها به‌ویژه بانک‌های دولتی مبلغ قابل ملاحظه‌ای می‌تواند باشد در حال حاضر هیچ‌یک از شرکت‌های کارگزاری نمی‌توانند حدود موردنظر سازمان در خصوص کفایت سرمایه را تأمین نمایند.

راهکار پیشنهادی این موضوع می‌تواند با تعهد بانک برای تأمین نقدینگی بازارگردان در مواقع مورد نیاز مرتفع شود. این امر در دستورالعمل انتشار صکوک اجاره ریالی تدوین شده از سوی بانک مرکزی ایران به‌نوعی مرتفع شده و شرایط خاصی برای بازارگردان وجود ندارد و از سوی دیگر بانی مطابق ماده (۱۷) می‌تواند به‌طور مستقیم و غیرمستقیم بخش محدودی از صکوک را خریداری نماید.

۶-۱-۶. مشکلات نقل و انتقال املاک در بند "الف" ماده (۱۱)

مشخصات عمومی: تمام مشخصات مذکور در این بند بر اساس مبانی فقهی و حقوقی بیع و اجاره منطقی بوده و دارایی‌های مبنای انتشار اوراق اجاره می‌بایست دارای این شرایط باشند. برخی از موارد مهم که در فرایند انتشار صکوک نقش بنیادی داشته و هزینه تمام شده انتشار صکوک را بالا می‌برد هزینه مبادله است که تمایل برای ورود به این نوع تأمین مالی را تحت‌الشعاع قرار خواهد داد.

[Downloaded from qjerp.ir on 2026-11-05]

– هزینه نقل و انتقال (مبادله): با احراز شرایط بند "الف" برای انجام عملیات نقل و انتقال اخذ مجوز از شهرداری از الزامات مهم انتقال رسمی سند در دفترخانه اسناد رسمی می‌باشد.

هزینه شهرداری در برخی املاک و مستغلات فراتر از انتظار بوده، به‌ویژه برای اوراق اجاره با نوع اجاره به شرط تملیک که در سررسید مشخص دارایی‌های ثابت بازخرید می‌شوند قابل توجیه و منطقی نیست. این مشکل برای دارایی‌های مؤسساتی نظیر بانک سپه که از قدمت حدود ۹۰ ساله برخوردارند و دارایی‌های خود را در سنوات قبل خریداری نموده‌اند بیشتر مشهود بوده و هزینه‌های انتشار را بالا می‌برد. برای حل این مشکل و کاهش هزینه‌های مرتبط راهکار ذیل پیشنهاد می‌شود.

راهکار پیشنهادی: برای کاهش هزینه‌های مذکور چنانچه در معاملات و مبادلات بازار املاک و مستغلات نیز متعارف است می‌توان از سند مبایعه‌نامه و وکالت بلاعزل برای نقل و انتقال دارایی‌های ثابت استفاده نمود. با این روش هزینه‌های اضافی شهرداری برای انتقال سند به شرکت واسط و در سررسید انتقال مجدد به بانک از بین رفته و هزینه انتشار اوراق را منطقی خواهد کرد. با مرتفع شدن این مشکل روش تأمین مالی از طریق اوراق اجاره جایگاه قابل قبولی در بازار پول و سرمایه پیدا نموده و دارایی ثابت و قفل شده سیستم بانکی به مسیر سرمایه‌گذاری و تولید هدایت خواهد شد. برای اینکه سرمایه‌گذاران یا خریداران صکوک متضرر نشوند می‌توان این موضوع را در گزارش کارشناسی لحاظ نمود و به‌عنوان مثال ۱۰ درصد از ارزش ملک را در موعد فروش به شرکت واسط کاهش داد.

– ارزیابی اموال غیرمنقول: با توجه به الزام مؤسسات و بانک‌ها برای ارزیابی اموال غیرمنقول خود از طریق کانون کارشناسان رسمی دادگستری و زمان‌بر بودن این فرایند به‌دلیل توجه کمتر کانون و کارشناسان مربوطه پیشنهاد می‌شود سازمان بورس تفاهم‌نامه‌ای را با کانون در خصوص موضوع انعقاد نماید. این تفاهم‌نامه ضمن تشریح موضوع به کانون می‌تواند فرایند اخذ این نوع استعلام را تخصصی و زمان‌بندی نموده و تخفیفات مناسبی برای کاهش هزینه انتشار صکوک از کانون اخذ نماید.

– استعلام از سازمان ثبت اسناد و املاک کشور: یکی از مدارک لازم برای انتشار صکوک اجاره در سازمان بورس اخذ استعلام از سازمان ثبت اسناد و املاک می‌باشد که با توجه به ساختار این سازمان ادارات ذیربط آن تنها به استعلام‌های ارائه‌شده از دفاتر اسناد رسمی پاسخ می‌دهند که این امر باعث ایجاد مشکلاتی برای بانی می‌گردد. این موضوع نیز می‌تواند با ایجاد تعامل سازمان بورس با سازمان ثبت و اسناد کشور مرتفع شود گردد.

– فروش دارایی‌های غیرمنقول بانک‌های دولتی: بانک‌های دولتی بر اساس قانون تنها می‌توانند اموال غیرمنقول خود را از دو طریق واگذار نمایند، یکی فروش اموال غیرمنقول از طریق مزایده و

[Downloaded from qjerp.ir on 2026-11-05]

دیگری معاملات در قالب عقود اسلامی. بر اساس ماده (۹) قانون عملیات بانکی بدون ربا تمام معاملات بانک‌ها در رابطه با تسهیلات اعطایی بانکی تابع آیین‌نامه و دستورالعمل‌های مربوطه می‌باشد و از شمول ضوابط و مقررات ناظر بر معاملات تدارکاتی بانک‌ها خارج است. با توجه به اینکه سازمان بورس آشنایی کمتری با قانون بانکداری بدون ربا داشت اعتقاد بر این بود که بانک دولتی می‌بایست از طریق مزایده یا برای فروش به شرکت واسط از طریق انجام تشریفات ترک مزایده اقدام به این کار می‌کرد که تقریباً غیرممکن بود.

این موضوع با صدور دستورالعمل انتشار صکوک اجاره ریالی از سوی بانک مرکزی ایران با توجه به اینکه موضوع در قالب فرایند اعطای تسهیلات در قالب عقود اسلامی می‌تواند مطرح باشد بنابراین می‌بایست مشکل رفع شود.

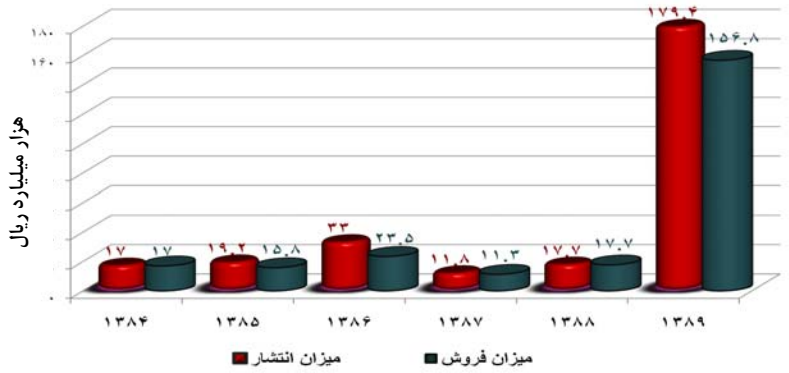
۶-۱-۷. عدم تنوع انواع اجاره در ماده (۱۳)

در این ماده تنها دو نوع روش اجاره پیشنهاد شده است.

راهکار پیشنهادی: با توجه به تنوع و انعطاف‌پذیری عقد اجاره موارد دیگر نظیر اجاره با اختیار فروش دارایی در سررسید اجاره با قیمت کارشناسی و ... را نیز اضافه کرد.

۶-۲. ایجاد نهاد متولی برای ابزارهای نوین اسلامی (صکوک)

آغاز انتشار اوراق مشارکت در سال ۱۳۷۳ و مقبولیت و استقبال بی‌نظیر مردم از این اوراق باعث شد میزان انتشار اوراق همواره روند صعودی داشته باشد، به طوری‌که از نمودار (۲) مشخص است میزان انتشار اوراق در سال ۱۳۸۹ معادل ۱۷۹هزار میلیارد ریال و میزان فروش آن معادل ۱۵۷هزار میلیارد ریال و این رقم معادل ۶ درصد از کل سپرده‌های نظام بانکی و ۲۸ درصد از افزایش کل سپرده‌های بانکی در سال ۱۳۸۹ می‌باشد (گزارش اقتصادی و ترازنامه بانک مرکزی).



نمودار ۲. میزان انتشار و فروش اوراق مشارکت در دوره (۱۳۸۹-۱۳۸۴)

[Downloaded from qjerp.ir on 2026-11-05]

با تصویب دستورالعمل صکوک اجاره در سازمان بورس و اوراق بهادار در سال ۱۳۸۹ نهایی شدن سایر انواع صکوک برای اجرا در بازار مالی ایران و استقبال خوب سرمایه‌گذاران از این نوع ابزار مالی ضرورت ایجاد یک واحد تخصصی در بانک‌های کشور به‌منظور ایجاد تعامل سازنده با ارکان انتشار صکوک و ایجاد بسترهای مناسب اجتناب‌ناپذیر است. این واحد می‌تواند در سطح یک اداره تخصصی در بانک مرکزی و بانک‌های فعال در این زمینه (تحت نظر مدیریت امور اعتباری) ایجاد و از جمله اهداف آن به شرح ذیل می‌باشد.

- ارائه مشاوره لازم به مشتریان کلان اعتباری برای تأمین مالی از طریق صکوک
- ایجاد تعامل با سایر ارکان انتشار صکوک برای تسریع در پیشبرد امور
- بررسی کارشناسی در خصوص گزارش‌های توجیهی تدوین‌شده از سوی مشاور و اخذ تأییدیه از مراجع ذیربط
- بررسی کارشناسی و ایجاد چارچوب تصمیم‌گیری لازم برای عهده‌دار شدن سمت ضامن اوراق قابل انتشار از سوی سایر بانک‌ها، سازمان‌ها، شرکت‌ها و ...
- تدوین گزارش‌های توجیهی (هزینه- فایده) برای تصمیم‌گیری در خصوص ورود به انتشار صکوک
- مطالعه بازار پول و سرمایه و نرخ سود و بازدهی سایر اوراق بهادار داخلی و بین‌المللی
- مطالعه و عملیاتی نمودن سایر ابزارهای نوین اسلامی در بانکداری اسلامی با ایجاد شورای فقهی
- تعامل و همکاری با شورای فقهی سازمان بورس و بانک مرکزی برای بهبود رویه‌های انتشار صکوک
- ایجاد بانک جامع اطلاعات انتشار صکوک برای کاهش ریسک‌ها عملیاتی، اعتباری و نقدینگی
- ورود به بازارهای بین‌المللی از طریق ابزار شناخته شده صکوک اسلامی برای جذب منابع ارزان در سطح بین‌المللی

٦-٣. حسابداری و مالیات صکوک

طراحی هر ابزار مالی نیازمند توجه به پنج مؤلفه شامل اقتصادی- مالی، فقهی- حقوقی، حسابداری- گزارشگری مالی، مدیریت ریسک و مالیات می‌باشد. ابعاد حسابداری و مالیاتی صکوک در کشورهای اسلامی نظیر مالزی دارای ادبیات موضوع وسیعی است و کارهای علمی منسجمی در این زمینه انجام شده است (سعیدی، ۱۳۸۸). تجربه انتشار صکوک در ایران نشان می‌دهد که در خصوص ابعاد حسابداری و مالیاتی صکوک می‌بایست کار تخصصی بیشتری صورت پذیرد. تدوین استاندارد حسابداری اوراق

[Downloaded from qjerp.ir on 2026-11-05]

اجاره با همکاری نهادهای ذیربط با مدیریت سازمان حسابرسی برای ایجاد شفافیت در صورت‌های مالی نهادهای مرتبط با انتشار صکوک ضروری است.

با تصویب قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید در راستای تسهیل اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی مصوب ۸۸/۹/۲۵ مشکلات مالیاتی انتشار صکوک مرتفع و با کاهش هزینه‌های مربوطه بسترهای لازم برای انتشار صکوک اجاره فراهم شد. به‌نظر می‌رسد در خصوص مراحل اجرایی و عملیاتی اخذ مالیات صکوک اجاره و سایر صکوک بسترسازی مناسبی از سوی سازمان امور مالیاتی انجام پذیرد.

بر اساس این قانون موانع و مشکلات نحوه اخذ عوارض و مالیات حاکم بر انتشار صکوک در فرایند کاری سازمان بورس و اوراق بهادار مرتفع شده، اما این قانون مشمول سایر نهادهای مرتبط با انتشار صکوک اجاره از جمله دستورالعمل بانک مرکزی نشده و به‌عنوان مانع اساسی در مسیر انتشار صکوک اجاره مطرح می‌باشد و به این دلیل نیز تا به حال هیچگونه صکوک اجاره‌ای به‌دلیل فقدان نهادهای لازم از سوی بانک مرکزی منتشر نشده است.

۷. جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

انتشار اوراق اجاره در بانک‌های دولتی می‌تواند دارایی‌های فیزیکی (املاک و مستغلات) قفل شده را احیا نموده و به چرخه تأمین مالی و نقدینگی کشور بازگرداند. عملیاتی شدن این موضوع باعث تقویت بازار پول و سرمایه شده و ضمن تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی و پروژه‌های بزرگ کشور و کمک به رشد و توسعه اقتصادی مهم‌ترین ابزار سیاست پولی (عملیات بازار باز) را سازماندهی می‌نماید.

با نهادسازی انجام شده در سازمان بورس و اوراق بهادار شرکت‌های ماهان، سرمایه‌گذاری امید، چوبار و بانک سامان موفق به انتشار صکوک اجاره در بازار سرمایه شدند و این اوراق مورد استقبال مردم و سرمایه‌گذاران قرار گرفت.

با تدوین دستورالعمل انتشار اوراق اجاره ریالی در بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران در اواخر سال ۱۳۹۰ با توجه به فقدان نهادهای قانونی لازم برای انتشار عملیاتی صکوک اجاره از مسیر بانک مرکزی و محدودیت‌های اعمال شده از سوی این نهاد برای انتشار صکوک اجاره در بازار سرمایه انتشار این اوراق از سال ۱۳۹۱ در بازار سرمایه نیز متوقف شد.

تدوین دستورالعمل انتشار اوراق اجاره سازمان بورس و اوراق بهادار برای انتشار صکوک در شرکت‌های خصوصی و همخوانی کمتر با تأمین مالی بانک‌های دولتی باعث شده است که بانک‌های دولتی نتوانند اوراق اجاره منتشر نمایند. بازنگری در این دستورالعمل می‌تواند به نهادهای دولتی در تأمین مالی و جذب نقدینگی کمک نماید.

[Downloaded from qjerp.ir on 2026-11-05]

الزام بانک‌های دولتی به ضامن در انتشار صکوک به‌دلیل قدرت مالی و اعتباری بانک‌ها، تکیه‌گاه محکم صکوک اجاره به دارایی‌های فیزیکی و فقدان شرکت‌های اعتبارسنجی (برای رتبه‌بندی اوراق اجاره) منطقی نبوده و حذف آن می‌تواند گاهی درجهت انتشار اوراق صکوک اجاره در بانک‌های دولتی باشد.

هزینه‌های اداری- حقوقی نقل و انتقال املاک در صکوک اجاره به‌عنوان یکی از موانع انتشار آن مطرح می‌باشد که اغلب مواقع طرح را از توجیه‌پذیری خارج می‌نماید.

یکی از راهکارهای مطرح ارزیابی املاک موردنظر با ۱۰ درصد کمتر از قیمت کارشناسی و انجام معاملات از طریق مبایعه‌نامه و وکالت بلاعزل می‌تواند باشد.

بانک‌های دولتی تنها می‌توانند از طریق مزایده املاک خود را به فروش رسانند و این موضوع مانع اساسی در انتشار اوراق صکوک اجاره می‌باشد.

با توجه به اینکه بانک‌ها با هدف انجام امور بانکی و اعطای تسهیلات اقدام به انتشار صکوک می‌نمایند مشمول ماده (۹) قانون عملیات بانکی بدون ربا (تمام معاملات بانک‌ها در رابطه با تسهیلات اعطایی بانکی تابع آیین‌نامه و دستورالعمل‌های مربوطه می‌باشد و از شمول ضوابط و مقررات ناظر بر معاملات تدارکاتی بانک‌ها خارج است) شوند تا مسیر قانونی انتشار صکوک اجاره برای آنها هموار گردد.

فقدان متولی واحد برای انتشار صکوک اجاره در کشور باعث شده است که بانک‌های دولتی نتوانند اوراق صکوک اجاره منتشر نمایند. با توجه به نهادسازی انجام شده در سازمان بورس و اوراق بهادار و قرابت ماهیت صکوک به بازار سرمایه به‌ویژه مکانیزم معاملات در بازار ثانویه تمرکز تولیت کامل این موضوع در سازمان بورس الزامی به‌نظر می‌رسد.

منابع

باباقادری، آزاده و اعظم فیروزی (۱۳۸۶)، "صکوک رایج‌ترین ابزار تأمین مالی اسلامی: ساختار، فرایند طراحی و چالش‌های پیش‌رو"، کنفرانس بین‌المللی تأمین مالی اسلامی، تهران: وزارت راه و ترابری، صص ۲۶۴-۲۲۷.

پاشایی‌فام، رامین و اکبر کشاورزیان پیوستی (۱۳۹۰)، "سیاست‌های پولی (ابزاری- نهادی) متناسب با طرح تحول اقتصادی"، بیست و یکمین کنفرانس سیاست‌های پولی و ارزی، تهران: پژوهشکده پولی و بانکی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.

حسینی، سیدعلی و همکاران (۱۳۹۲)، "نقش صکوک اجاره و اوراق مشارکت در تأمین مالی شرکت‌ها"، *فصلنامه علمی پژوهشی پژوهش حسابداری*، سال دوم، شماره ۸.

دستورالعمل انتشار اوراق اجاره (مصوب ۱۳۸۹/۵/۱۱، اصلاحیه مصوب ۱۳۹۰/۸/۲۳ شورای‌عالی بورس).

[Downloaded from qjerp.ir on 2026-11-05]

دستورالعمل انتشار اوراق اجاره ریالی (مصوب ۱۳۹۰/۱۲/۱۶ شورای پول و اعتبار).

دولتی، نیکو و ابولفضل جعفری (۱۳۸۸)، "بررسی چالش‌های مالیاتی تأمین مالی از طریق اوراق صکوک اجاره"، *دو فصلنامه علمی تخصصی مطالعات اقتصاد اسلامی*، سال دوم، شماره دوم.

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

سروش، ابوذر و محسن صادقی (۱۳۸۷)، "مدیریت ریسک اوراق اجاره(صکوک اجاره)"، *مجله علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی*، شماره ۳۲.

سعیدی، علی و ابوذر سروش (۱۳۸۸)، "ابعاد حسابداری و مالیاتی اوراق (صکوک) اجاره در ایران"، *مجله علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی*، تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، شماره ۳۳.

سیاست‌های پولی، اعتباری و نظارتی نظام بانکی کشور، بخشنامه بانک مرکزی ایران مورخ ۱۳۹۰/۱۱/۵.

قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید در راستای تسهیل اجرای سیاست‌های کلی اصل ٤٤ قانون اساسی مصوب ۱۳۸۸/۹/۲۵.

کریمی، مجتبی (۱۳۸۸)، *بررسی فرایند تأمین مالی و سیاستگذاری از طریق انتشار اوراق اجاره(صکوک اجاره) با تمرکز بر بازار پول و سرمایه*، پایان‌نامه کارشناسی‌ارشد، تهران: مؤسسه عالی بانکداری ایران.

کشاورزیان‌پیوستی، اکبر (۱۳۸۲)، "نقش بازار پول در سرمایه‌گذاری خصوصی بخش صنعت ایران"، *مجموعه مقالات سیزدهمین کنفرانس سیاست‌های پولی و ارزی*، تهران: مؤسسه تحقیقات پول و بانکی بانک مرکزی.

گزارش اقتصادی و ترازنامه بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران و نماگرهای اقتصادی (سال‌های مختلف).

گزارش داخلی بانک سپه (۱۳۹۰)، "گزارش توجیهی تأمین مالی غیرمستقیم از طریق انتشار اوراق اجاره".

موسویان، سید عباس و سعید فراهانی‌فرد (۱۳۸۵)، "اوراق بهادار اجاره (صکوک اجاره)"، *فصلنامه اقتصاد اسلامی*، شماره ۲۴، صص ۹۳-۷۱.

موسویان، سیدعباس (۱۳۸۶)، *ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)*، تهران: سازمان انتشارات پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.

موسویان، سید عباس(۱۳۸۷)، *مدل‌های عملیاتی اوراق اجاره به شرط تملیک*، چاپ نشده.

نجفی، مهدی (۱۳۸۵)، "بررسی فرایند تأمین مالی از طریق انتشار اوراق صکوک"، *ماهنامه بورس*، آبان.

نوین، پرویز و عباس خواجه‌پیری (۱۳۷۷)، *حقوق مدنی (۶) عقود معین (یک)*، تهران: کتابخانه گنج دانش.

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

Haron, S. & W. Mursofida (2009), "Islamic Finance and Banking System", McGraw Hill.

Jabeen, Zohra (2007), "Sukuk: Principles, Structure and Developments", Paper Presented to the International Conference on Islamic Finance (Proceeding), Tehran, Iran October, Organized by Center for Technology Studies Sharif University of Technology, PP. 73-86.

Syed Ali, Salman (2005), "Islamic Capital Market Products: Developments and Challenges", Islamic Development Bank Group, Islamic Research and Training Institute, IMF Occasional Paper No. 9, 1425H/2005, Washington: International Monetary Fund.

Tariq, Ali Arsalan, (2004), "Managing Financial Risks of Sukuk Structures", A Dissertation Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements for the Degree of Masters of Science at Loughborough University, UK. www.sbp.org.pk/departments/ibd/sukuk-risks.pdf.

[Downloaded from qjerp.ir on 2026-11-05]