



اوراق بهادار اسلامی

(صکوک)،

ابزار نوین تامین مالی

شهریور ۱۳۹۰

مرتضی برفی



فهرست مطالب

۱. مقدمه:
۲. دیدگاه اسلام در مورد پول و اصول حاکم در نظام مالی اسلامی
۳. صکوک، ابزاری خلاقانه
۴. تقسیم بندی صکوک
۵. قوانین مرتبط با انتشار صکوک در ایران
۶. ارکان اوراق بهادار اسلامی در ایران
۷. ماهیت و روش کار در اوراق اجاره
 ۱. ویژگیهای اصلی اوراق اجاره
 ۲. ساختار کلی طراحی و انتشار اوراق صکوک اجاره
 ۳. ملاحظات فقهی اوراق اجاره
 ۴. انواع اوراق اجاره
 ۵. نکات و مراحل انتشار اوراق اجاره



۱. مقدمه:

محدودیت منابع عمومی دولتها و لزوم تنوع بخشی به منابع تامین مالی، در سالهای اخیر باعث تدوین مدل‌های جدید جهت جلب سرمایه‌های غیر دولتی در تامین مالی طرحها و پروژه‌های دولتی و غیر دولتی شده است. متن پیش رو مختصری است در مورد ابزارهای نوین تامین مالی که با استفاده از عقود اسلامی شکل گرفته اند. بررسیها نشان می‌دهند؛ در طول چند سال گذشته بخش عمده حجم اوراق بهادار اسلامی منتشر شده مربوط به انتشار اوراق اجاره بوده است. لذا به صورت اجمالی به شرح ماهیت و روشهای کار در انتشار این نوع اوراق پرداخته شده است.

۲. دیدگاه اسلام در مورد پول و اصول حاکم در نظام مالی اسلامی

امروزه جهت تامین مالی شرکتها در نظام مالی متعارف، به صورت گسترده ای از ابزارهای بدهی که مهمترین آنها اوراق قرضه است استفاده می‌شود. در دیدگاه اسلام پول دارای ارزش ذاتی نمی‌باشد و صرفا وسیله سنجش ارزش تلقی میگردد. بنابراین نظام مالی اسلامی دارای محور است نه پول محور و سرمایه گذاری بر مبنای مبادله یا مالکیت دارایی، ساختاردهی می‌شود.

نظام مالی اسلامی دارای اصولی است که آن را از نظام مالی متعارف متمایز مینماید که عبارتند از:

- ممنوعیت ربا
- مشارکت در ریسک
- ممنوعیت سفته بازی (غرر)
- ممنوعیت ضرر
- ممنوعیت سرمایه گذاریهای منافی شریعت و غیر اخلاقی

۳. صکوک، ابزاری خلاقانه

با تقسیم کل سیستم اقتصاد یک کشور به دو بخش واقعی و مالی، بخش مالی را می‌توان به عنوان زیرمجموعه‌ای از نظام اقتصادی تعریف کرد که در آن وجوه، اعتبارات و سرمایه در چارچوب قوانین و مقررات مشخص از طرف پس‌انداز کنندگان و صاحبان پول و سرمایه به طرف متقاضیان، جریان می‌یابد. بازارهای مالی نیز بازارهایی هستند که در آنها داراییهای مالی مبادله می‌شوند. یکی از راههای سرمایه گذاری خرید داراییهای مالی است. مزیت خرید داراییهای مالی نسبت به خرید داراییهای واقعی از دیدگاه اقتصادی این است که اولاً دارایی واقعی کالای مصرفی است نه وسیله پس انداز و سرمایه گذاری. دوم اینکه خرید داراییهای واقعی و بلااستفاده نگه داشتن آنها به امید گرانتر شدن در آینده به معنای بلااستفاده نگه داشتن منابع کشور است و ارزش افزوده ای ایجاد نمی‌کند، مگر آنکه از آن استفاده شود. مثل اینکه شخصی اتومبیل و یا خانه‌ای بخرد و آن را اجاره دهد. در اقتصاد، بازار مالی به مکانیزی اطلاق می‌شود که امکان خرید و فروش سهام، کالا یا هر محصول قابل تبدیلی را برای مشارکت کنندگان با هزینه ای پایین فراهم می‌آورد.

با رشد و توسعه و افزایش ثروت کشورهای اسلامی و نهادهای مالی اسلامی و تمایل مسلمانان به استفاده از ابزارهای مبتنی بر شریعت، نظام مالی اسلامی طی دهه های گذشته روند رو به رشد داشته است.

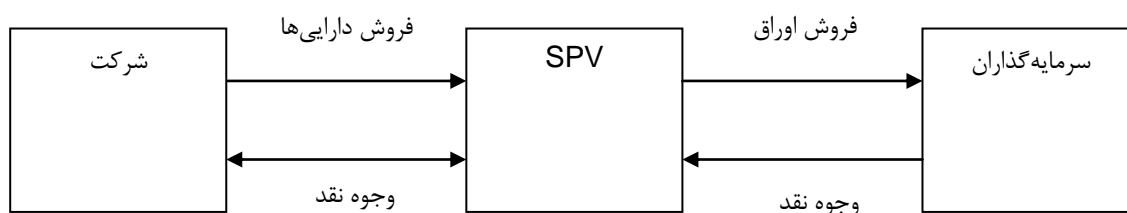
هر چند بازارهای بدهی جزء لاینفک بخش مالی هستند ولی چون طبق احکام اسلام، مطالبه و پرداخت بهره حرام است، کشورهایی که بخش عمده‌ای از جمعیت آنها را مسلمانان تشکیل می‌دهند نمی‌توانند برای پاسخ به نیازهای مالی خود از بازارهای بدهی کلاسیک (مبتنی بر بهره) استفاده کنند. از این رو در این کشورها تقاضای زیادی برای توسعه یک بازار بدهی جانشین وجود دارد که با معیارها و احکام اسلام نیز مطابقت داشته باشد. در نتیجه در چند سال اخیر اوراق قرضه اسلامی که مطابق با احکام اسلامی و به صکوک معروف است، رشد چشمگیری داشته و توسط شرکتها و دولت‌ها طراحی و منتشر شده است. صکوک در واقع یکی از ساختارهای تبدیل داراییها به اوراق بهادار به شمار می‌رود، واژه تبدیل به اوراق بهادار کردن، یکی از واژه‌هایی است که از ظهور آن در ادبیات مالی جهان بیش از دو دهه نمی‌گذرد.

"تبدیل به اوراق بهادار کردن" فرآیندی است که طی آن، دارایی‌های مؤسسه مالک دارایی یا بانی از ترازنامه آن مؤسسه جدا می‌شود، در عوض، تأمین وجوه توسط سرمایه‌گذارانی انجام می‌شود که یک ابزار مالی قابل مبادله را می‌خرند و این ابزار نمایانگر بدهکاری مزبور می‌باشد، بدون اینکه به وام‌دهنده اولیه مراجع‌های صورت پذیرد.



به طور کلی در فرآیند تبدیل دارایی‌ها (از جمله وام‌های رهنی) به اوراق بهادار، شرکت یا مؤسسه‌ای که نیاز به تأمین مالی دارد، اقدام به تأسیس یک "شرکت با مقصد خاص (SPV, SPE, SPC)"^۱ می‌کند و آن دسته از دارایی‌های خود را که دارای جریان‌های نقدی آتی هستند به شرکت با مقصد خاص (SPV) می‌فروشد. شرکت با مقصد خاص یا SPV برای اینکه وجه لازم برای خرید دارایی‌های مذکور را فراهم کند، اقدام به انتشار اوراق بدهی با پشتوانه دارایی می‌کند و آن را به عموم سرمایه‌گذاران عرضه می‌کند. سپس SPV وجوهی را که از محل فروش اوراق بدهی به دست آورده است، بابت خرید دارایی‌های مالی به بانی پرداخت می‌کند. سرمایه‌گذارانی که اوراق بدهی با پشتوانه دارایی را خریده‌اند، از محل جریان‌های نقدی حاصل از دارایی‌های مالی شرکت با مقصد خاص بازدهی کسب می‌کنند.

به طور کلی ساختار تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار به شکل زیر است:



بنابراین دارایی بانی عملاً به اوراق بهادار قابل خرید و فروش تبدیل می‌شود.

فرآیند "تبدیل به اوراق بهادار کردن" فواید بسیاری برای طرف‌های قرارداد دارد. فواید "تبدیل به اوراق بهادار کردن" برای وام‌دهندگان را می‌توان، به شکل ترکیبی از درآمد و انعطاف‌پذیری توضیح داد. همین قدر که دارایی‌های "تبدیل شده به اوراق بهادار" می‌توانند در مقایسه با تأمین وجوه توسط خود مؤسسه، منابع ارزان‌تری را تجهیز کنند، بیانگر مزایای "تبدیل به اوراق بهادار کردن" می‌باشد. این مطلب اغلب در مواردی صادق است که دارایی‌های تبدیل به اوراق بهادار شده برای خریداران آن در مقایسه با وام دهنده اولیه، ریسک اعتباری^۲ مطلوب‌تری داشته باشد.

از دیدگاه حقوقی ابزارهای مالی عبارتند از مجموعه‌ای از قراردادهای گوناگون که بین افراد مختلف منعقد شده‌اند. ایده اولیه ابزارهای مالی اسلامی به نظریات اقتصاد اسلامی که طی ۴۰ سال گذشته ارایه شده برمیگردد. این ابزار به دو گروه ابزارهای بازار پول و ابزارهای بازار سرمایه تقسیم می‌شوند. توسعه نهادها و بازارهای مالی از یک طرف و تنوع نیازهای مالی (ریسک و بازده) سرمایه‌گذاران از طرف دیگر، باعث ایجاد محصولات و ابزارهای نوین مالی گردیده تا نیاز سرمایه‌گذاران و تأمین‌کنندگان منابع مالی را بصورت توانمند تأمین نماید.

با معرفی ابزارهای نوین مالی اسلامی، بازدهی مناسب اقتصادی آن موجبات ارتقای جایگاه نظام مالی اسلامی در جهان و جذب غیرمسلمانان در استفاده از این ابزار فراهم شده است.

اولین بار جمهوری اسلامی ایران در سال ۱۹۹۴ میلادی (۱۳۷۳ شمسی) مقررات ناظر بر انتشار اوراق مشارکت را تهیه کرد و شهرداری تهران به عنوان ناشر، اولین اوراق مشارکت را منتشر نمود و بدنبال آن ایده انتشار اوراق اجاره توسط مندر قحف در مقاله وی در سال ۱۹۹۷ مطرح شد.

صکوک ابزاری اسلامی و خلاقانه ناشی از رویکرد نوآورانه دانشمندان مسلمان به مهندسی مالی و ترکیب متدولوژی تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار (securitization) است که ارایه دهنده درآمد ثابت و روشی برای تأمین مالی می‌باشد.

¹ Special Purpose Vehicle (SPV) or Special Purpose Entities (SPE) or Special Purpose Company (SPC)

² Credit Risk



این ابزار از سویی یک ابزار بدهی است و از طرفی نوعی دارایی است که سرمایه گذاران و بانی را از مزایای متنوع یک ابزار مالی تامین مالی - سرمایه گذاری برخوردار میکند و خود دارایی وثیقه و ضمانت بدهی در دوران تعهد بانی می باشد.

اصطلاح صکوک برای ابزارهای مالی اسلامی نخستین بار در سال ۲۰۰۲ میلادی در جلسه کمیته فقهی بانک توسعه اسلامی پیشنهاد شد. بعد از آن سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی اقدام به معرفی ۱۴ نوع صکوک نمود.

صکوک جمع صک بوده و در لغت نامه دهخدا به معنی « نبشتن چک » آمده است. صک معرب کلمه چک که کلمه ای فارسی است میباشد و به همین صورت به زبان انگلیسی راه یافته. در عرف عرب این واژه، حواله، انواع سفته و هر آنچه که تعهد یا اقراری از آن ایفاد شود را شامل می شود.

تعریف صکوک براساس استاندارد شرعی شماره ۱۷:

گواهی هایی با ارزش اسمی یکسان که پس از اتمام عملیات پذیره نویسی، بیانگر پرداخت مبلغ اسمی مندرج در آن توسط خریدار به ناشر است و دارنده آن مالک یک یا مجموعه ای از دارایی ها، منافع حاصل از دارایی و یا ذینفع یک پروژه یا یک فعالیت سرمایه گذاری خاص می شود.

۴. تقسیم بندی صکوک

(أ) - تقسیم بندی کلی

I. غیر انتفاعی (Non- profitable instruments)

وقف (Endowment Skuk) قرض الحسنه (Non- interest bearing Skuk)

II. اوراق انتفاعی (Profitable instruments)

➤ ابزارهای انتفاعی با بازدهی معین (Profitable instruments with specific rate of return)

اجاره (Ijarah Sukuk) جعاله (Reward contract Sukuk) سلف (Salam Sukuk)
استصناع (Istisna Sukuk) مرابحه (Murabaha Sukuk) منفعت (Usufructs Sukuk)

➤ ابزارهای مالی با بازدهی انتظاری (Profitable instruments with expected rate of return)

مشارکت (Mosharekaha Sukuk) مزارعه (Farm- Letting Sukuk) وکالت (Salam Sukuk)
مضاربه (Sleeping partnership Sukuk) مساقات (Share- crop system Sukuk)



(ب) - تقسیم بندی بر اساس استاندارد شماره ۱۷ سازمان حسابرسی و بازرسی نهادهای مالی اسلامی

۱ : صکوک اجاره	۲ : صکوک سلم
۳ : صکوک مالکیت داراییهایی که در آینده ساخته می شود	۴ : صکوک استصناع
۵ : صکوک مالکیت منافع داراییهای موجود	۶ : صکوک مرابحه
۷ : صکوک مالکیت منافع داراییهایی که در آینده ساخته می شود	۸ : صکوک مشارکت
۹ : صکوک مضاربه	۱۰ : صکوک نماینده سرمایه گذاری
۱۱ : صکوک مزارعه	۱۲ : صکوک مساقات
۱۳ : صکوک ارائه خدمات	۱۴ : صکوک حق الامتياز

از میان انواع اوراق بهادار اسلامی برشمرده شده اوراق اجاره با ۴۵٪ و اوراق مشارکت با ۱۹٪ فراگیرترین نوع صکوک در جهان میباشند.

ذکر این نکته الزامی است که در تدوین مدل‌های مالی مورد نیاز بسته به نوع کار می توان از ابزارهای ترکیبی (ترکیب اوراق بهادار و ابزارهای مالی) استفاده نمود.

۵. قوانین مرتبط با انتشار صکوک در ایران

همزمان با گسترش ابزارهای بازار سرمایه در کشورهای دیگر، در ایران نیز زمینه های لازم جهت استفاده از این دسته از ابزارها با تصویب «قانون بازار اوراق بهادار» در سال ۱۳۸۴ فراهم شد. تا قبل از تصویب این قانون به غیر از سهام تنها ابزار مالی اسلامی قانونی، اوراق مشارکت بود که آن هم به صورت محدود منتشر می شد. در این قانون برای اولین بار اوراق بهادار یا همان ابزار مالی تعریف شد و وظیفه طراحی ابزارهای مالی جدید بر عهده سازمان بورس و اوراق بهادار و وظیفه تصویب آنها بر عهده شورای عالی بورس قرار گرفت. بر اساس بند ۲۴ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار، اوراق بهادار عبارت است از هر نوع ورقه یا مستندی که متضمن حقوق مالی قابل نقل و انتقال برای مالک عین و یا منفعت آن باشد.

وجود برخی از مشکلات مالیاتی جهت انتشار اوراق بهادار اسلامی در کشور سبب شد تا قانونی با عنوان «قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید» در راستای تسهیل اجرای سیاست های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی در بهمن ماه ۱۳۸۸ به تصویب مجلس شورای اسلامی برسد. در این قانون یک نهاد مالی جدید به نام نهاد واسط تعریف شد و برخی از معافیتهای مالیاتی برای آن در نظر گرفته شد. (مواد ۶، ۱۱ و ۱۲)

با تصویب و ابلاغ برنامه پنجساله پنجم توسعه جمهوری اسلامی ایران در دیماه ۱۳۸۹ و تاکید بر استفاده از ابزارهای تامین مالی و صکوک اسلامی برای توسعه نظام تامین مالی کشور به نظر می رسد مدیران صنعت آب و فاضلاب می توانند از ظرفیتهای ایجاد شده به منظور تنوع بخشی به منابع تامین مالی و تغییر رویکرد از مدیریت هزینه به سمت مدیریت مالی، استفاده نموده و ضمن پیش برد طرحهای صنعت در خدمت رسانی به آحاد مردم میهن عزیزمان پیشگام باشند.

۶. ارکان اوراق بهادار اسلامی در ایران

- بانی (Originator) (آغاز گر فرآیند): شخصی حقوقی است که به دلیل نیازمندی به وجه نقد، دارایی (هایی) خاص یا طرحی مشخص، به دنبال تامین مالی از طریق انتشار اوراق بهادار اسلامی است.
- واسط (Special Purpose Vehicle): شخصی حقوقی است که معمولاً اوراق بهادار را به نام خودش منتشر می کند. هدف اصلی از ایجاد چنین شرکتهایی کاهش ریسک اوراق بهادار، افزایش شفافیت و رعایت قوانین شریعت می باشد. سرمایه مورد نیاز این



- شرکتها معمولا حدود ۲۰۰ دلار بوده و به جز مدیر، هیچ نیروی انسانی ندارند. در برخی موارد حداکثر ۲ نفر هستند. نکته مهم این که بانی هیچ سهمی در شرکت واسط ندارد و در هر حال مستقل از بانی تاسیس می شود.
- امین (شرکت مدیریت دارایی مرکزی): قانون توسعه ابزارها مالی جدید، زمینه را جهت ایجاد شرکتی به نام مدیریت دارایی مرکزی فراهم نمود. وظیفه اصلی این شرکت تاسیس شرکتهای واسط و انجام تمامی امور مربوط به آنهاست.
- شرکت تامین سرمایه (Investment Bank): مهمترین نقش شرکت تامین سرمایه، ارائه خدمات مشاوره و نیز تعهد پذیره نویسی به بانی است. این خدمات شامل طراحی مدل مناسب تامین مالی از طریق اوراق بهادار اسلامی، نیز هماهنگ نمودن سایر ارکان انتشار و زمان بندی و بسته بندی اوراق می باشد.
- عامل پرداخت (Paying Agent): می تواند هر نهاد مالی دارای سیستم پرداخت باشد. عامل معمولا بانکی است که از طرف ناشر اوراق، وظیفه پرداخت اصل و سود دارندگان اوراق بهادار را در سررسیدهای معین بر عهده دارد.
- ضامن (Guarantor): شخصی حقوقی است که بازپرداخت اصل و سود اوراق را در سررسیدهای مقرر تعهد و تضمین می کند. ضامن معمولا علاوه بر دریافت هزینه تضمین، ضمانتهایی را نیز از بانی دریافت می کند. این وظیفه را می توان برعهده بانکها، شرکتهای بیمه و یا شرکتهای تامین سرمایه قرار داد.
- حسابرس: موظف است درباره مصرف صحیح وجوه، نگهداری حسابها و میزان وصول اصل و سود اوراق و میزان پیشرفت طرح موضوع اوراق بهادار، رسیدگی و اظهار نظر کند.
- موسسه رتبه بندی اعتباری: در تمامی انواع اوراق بهادار اسلامی، باید بانی و یا اوراق بهادار از موسسات رتبه بندی اعتباری، رتبه اعتباری اخذ کنند.
- بازار گردان: نهاد مالی است که وظیفه نقد شوندگی اوراق را در بازار ثانویه برعهده دارد.

۷. ماهیت و روش کار در اوراق اجاره

براساس ماده ۱ ضوابط انتشار اوراق اجاره، صکوک اجاره اوراق بهاداری است که نشان دهنده مالکیت مشاع دارندگان آن، در دارایی مبنای انتشار اوراق است که اجاره داده می شود. مدت قرارداد اجاره مشخص است و میتوان اجاره بها را در ابتدای دوره، انتهای دوره یا سررسیدهای ماهانه، فصلی یا سالانه پرداخت کرد. از آنجا که این اوراق بیان گر مالکیت مشاع فرد است، می توان آن را در بازار ثانویه و به قیمتی که توسط عوامل بازار تعیین می شود، معامله کرد. در میان محصولات مالی اسلامی، صکوک اجاره یک محصول متمایز به شمار می رود که محبوبیت زیادی بین سرمایه گذاران مسلمان به دست آورده است. از طرف دیگر ناشران (دولتها و شرکتها) نیز صکوک اجاره را روش مناسبی برای تجهیز منابع می دانند.

۱. ویژگیهای اصلی اوراق اجاره

در ادامه به برخی از ویژگیهای قرارداد اجاره که استفاده از آن برای انتشار صکوک را تسهیل می کند اشاره می شود.

الف) قرارداد اجاره در مورد فروش دارایی مورد اجاره، برای موجر محدودیتی به وجود نمی آورد. یعنی موجر می تواند دارایی را بفروشد بدون اینکه به قرارداد اجاره خللی وارد شود زیرا اجاره از عقود لازم است و توسط بیع باطل نمی گردد. اگر بیع پس از اجاره واقع شود، اجاره باطل نمی شود چون بیع منافاتی با اجاره ندارد؛ زیرا اجاره به منافع تعلق می گیرد و بیع به عین، اگر چه در صورت امکان هنگام بیع منافع نیز به تبع عین منتقل می شود.



نکته‌ای که در اینجا وجود دارد این است که خریدار از وقوع اجاره مطلع باشد.

(ب) اجاره‌بها می‌تواند به صورت هفتگی، ماهانه، سالانه و یا به هر شکل دیگر که مورد توافق طرفین است پرداخت شود.

(ج) برای مدت زمان اجاره هیچ محدودیتی وجود ندارد. قرارداد اجاره می‌تواند تا زمانی که یک دارایی وجود دارد ادامه یابد.

(د) لزومی ندارد که اجاره‌بها حتماً به صورت وجه نقد پرداخت شود. بلکه هر نوع کالا یا دارایی مالی دیگر نیز می‌تواند به عنوان اجاره‌بها (با توافق طرفین) پرداخت شود.

(ه) استقلال مالکیت: افرادی که در مالکیت یک عین الاجاره شریک هستند هر طور که بخواهند به صورت فردی یا جمعی می‌توانند دارایی خود را به مالکان جدید بفروشند.

(و) نیاز نیست که جریان سودهای منفعت مالی الزاماً منطبق با زمان‌بندی بازپرداخت‌های اجاره باشد. همچنین نیاز نیست که عین دارایی قرارداد اجاره در زمان قرارداد موجود باشد.

(ز) مخارج نگهداری مربوط به ویژگی‌های اصلی دارایی به عهده‌ی مالک است، در حالی که هزینه‌های نگهداری مربوط به عملیات با آن بر عهده‌ی مستأجر است.

(ح) قرارداد اجاره برای به کارگیری در قالب فرآیند تبدیل شدن به اوراق بهادار مناسب است. ایده‌ی اوراق قرضه‌ی اجاره برخاسته از توانایی تبدیل مال الاجاره به دارایی‌های مالی است.

(ط) طی شرط ضمن عقد بیع، SPV متعهد می‌گردد دارایی خریداری شده را به بانی اجاره دهد.

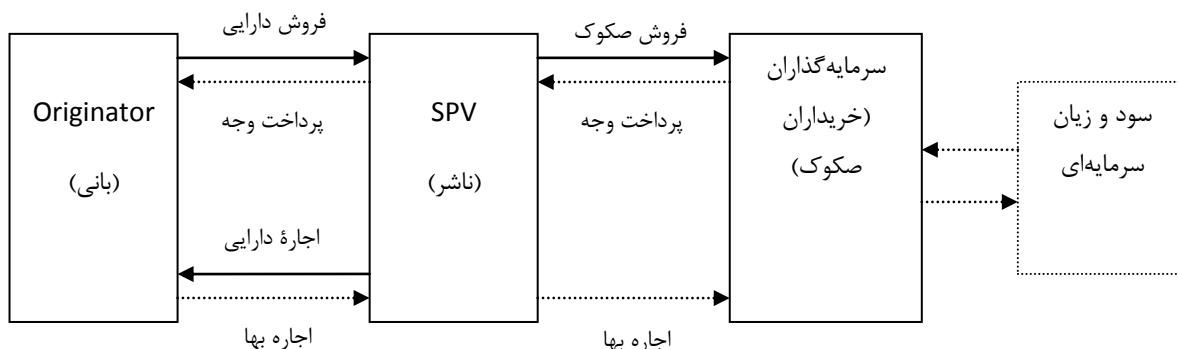
سایر ویژگیها

- سقف تامین مالی پروژه: برابر با ارزش دارایی‌های مورد تایید با توجه به ارزشگذاری کارشناسان رسمی دادگستری (عدم وجود محدودیت با توجه به مبلغ طرح و عدم نیاز به آورده ناشر)
- نرخ سود اوراق: امکان انتشار اوراق بر اساس نرخ‌های اجاره و امکان تغییر نرخ اجاره در هر سال نسبت به سال قبل
- مصرف وجوه: امکان مصرف وجوه حاصل از انتشار اوراق اجاره در هر طرح سودآور مورد نظر بدون محدودیت
- مبنای انتشار اوراق: مبتنی بودن بر دارایی و کفایت جریان نقدی بانی برای توجیه پذیر بودن انتشار اوراق
- سود اوراق: امکان کسب سود ناشی از افزایش قیمت دارایی در زمان فروش (در حالت همرا با اختیار فروش)
- شرایط بانی: عدم محدودیت در مورد میزان سرمایه بانی و تنها لزوم وجود نسبت بدهی به دارایی حداکثر ۹۰٪
- آورده بانی: عدم نیاز به آورده بانی در طرح مورد نظر تامین مالی
- ریسک اوراق: از این نظر که این اوراق به پشتوانه دارایی‌ها منتشر شده و سرمایه‌گذاران مالک مشاع دارایی هستند، بنابراین وثیقه بیشتری دارا می‌باشد.



۲. ساختار کلی طراحی و انتشار اوراق صکوک اجاره

ساختار کلی طراحی و انتشار اوراق صکوک اجاره به شرح زیر است:



- بانی که ذینفع و جوه حاصل از انتشار است. بانی در واقع شرکت یا نهادی است که به وجه نقد نیاز دارد.
- شرکت با مقصد خاص (SPV) که ناشر اوراق صکوک است.
- سرمایه‌گذاران که اقدام به خریداری اوراق صکوک می‌نمایند.

روش کار در اوراق اجاره به این صورت است که یک موسسه مالی (واسط) با انتشار اوراق اجاره، منابع مورد نیاز را جمع آوری می‌کند، سپس با استفاده از آن عین مستاجر مورد نیاز دولت، بنگاه‌ها و موسسه‌ها را خریداری کرده و به آنان اجاره می‌دهد. از آنجا که کالاها یا خدمات مذکور خریداری شده از منابع صاحبان اوراق خریداری می‌شود، آنان مالک کالاها بوده و به تبع آن مالک اجاره بها نیز خواهند بود. بنابراین، رابطه حقوقی دارندگان اوراق با موسسه مالی (واسط) را می‌توان یک رابطه وکالت یا یک رابطه حق العمل کاری تعریف کرد. دارندگان صکوک می‌توانند در طول مدت اجاره، اوراق صکوک خود را به دیگر سرمایه‌گذاران بفروشند.

۳. ملاحظات فقهی اوراق اجاره

در اوراق اجاره از ابتدای انتشار تا پایان سررسید در تمامی انواع اوراق، معاملات متعدد و مختلفی شکل می‌گیرد که همه آنها بر اساس فقه اسلامی صحیح یا قابل تصحیح است. عقود اصلی مورد استفاده در این اوراق شامل وکالت، بیع و اجاره (عادی یا به شرط تملیک) می‌باشد. از ترکیب این عقود است که با در نظر گرفتن تقدم و تاخر زمانی، اوراق اجاره منتشر می‌شود.

۴. انواع اوراق اجاره

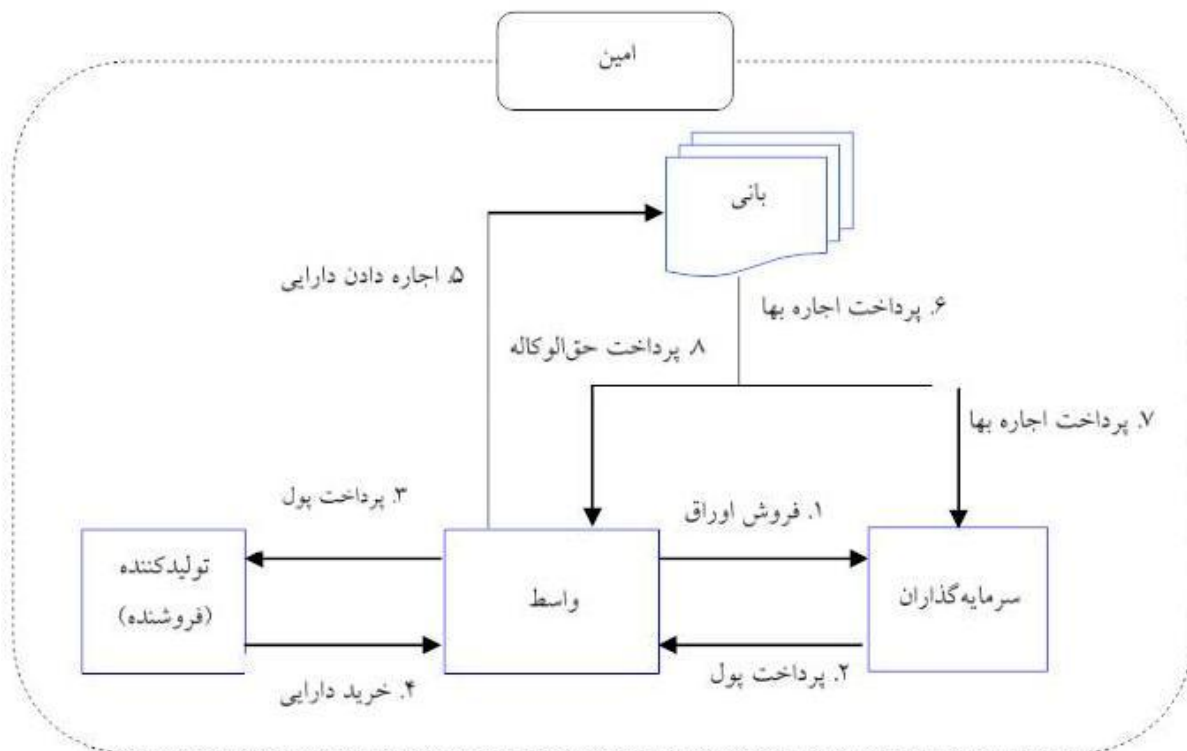
الف: انواع اوراق اجاره بر اساس نوع عقد:

۱. اجاره به شرط تملیک
۲. اجاره عادی یا اختیار فروش در سررسید



ب: انواع اوراق اجاره براساس هدف انتشار:

۱. **اوراق اجاره تامین دارایی:** اوراقی است که در آن واسط، یک دارایی (مجموعه دارایی ها) را به نیابت از سرمایه گذاران، از فروشنده ای خریداری نموده و به بانی اجاره می دهد. از آنجا که در این حالت، اوراق اجاره جهت به دست آوردن یک دارایی خاص برای بانی توسط واسط منتشر میشود، لذا به اوراقی که طی چنین فرآیندی منتشر میشوند اوراق اجاره تامین دارایی گفته می شود. فرآیند عملیاتی انتشار اوراق تامین دارایی در شکل ۱ آمده است.



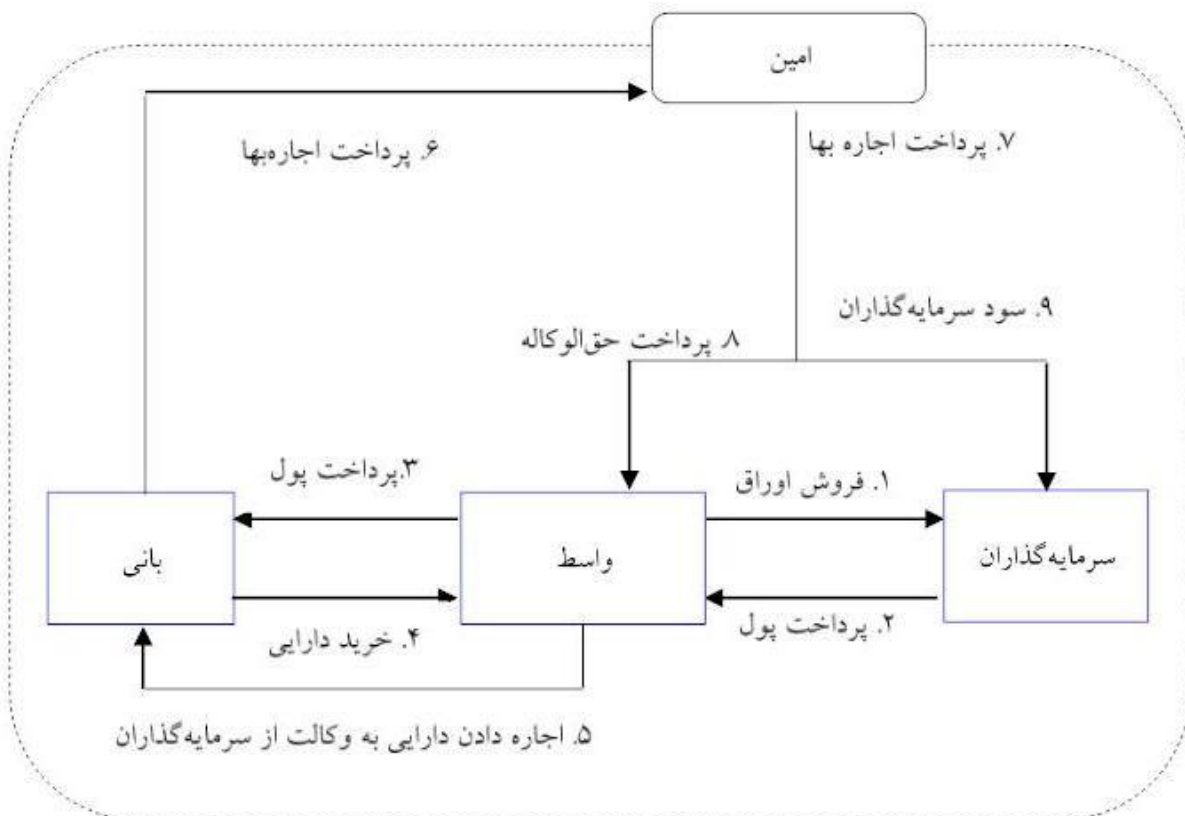
شکل ۱: فرآیند عملیاتی انتشار اوراق تامین دارایی

(أ) در صورتیکه قرارداد اجاره از نوع عملیاتی (اجاره عادی) باشد، دارایی در مقابل اجاره بهای معین برای مدت مشخصی به بانی اجاره داده می شود. در سرسید اوراق، واسط عین مستاجر را تحویل گرفته و در بازار به فروش می رساند. در این حالت واسط بخشی از اجاره بها را به عنوان حق الوکاله برداشته و مابقی را به صاحبان اوراق می پردازد. در این صورت درآمد صاحبان اوراق عبارت است از مجموع اجاره بهای ماهانه بعلاوه تفاوت قیمت خرید و قیمت فروش دارایی اجاره داده شده در سر رسید.

(ب) در صورتیکه اجاره از نوع سرمایه ای (به شرط تملیک) باشد، واسط عین مستاجر را به صورت اجاره به شرط تملیک یا اجاره با شرط اختیار فروش به بانی، در اختیار وی قرار می دهد. در قرارداد اجاره شرط می شود که واسط در سرسید اوراق، عین مستاجر را به بانی تملیک می کند. در این صورت نیز واسط بخشی از اجاره بها را به عنوان حق الوکاله بر می دارد و بقیه را به صاحبان اوراق می پردازد. درآمد صاحبان اوراق عبارت است از مجموع اجاره بهای ماهانه که بطور معمول بیشتر از روش قبل است زیرا در این روش ارزش دارایی (عین مستاجر) نیز در اجاره بهای پرداختی گنجانده می شود. درآمد صاحبان اوراق در این صورت کاملاً قابل پیش بینی است.



۲. **اوراق اجاره تامین نقدینگی:** در این نوع اوراق اجاره، واسطها واگذاری اوراق به مردم و جمع آوری وجوه، به وکالت از طرف آنها یک دارایی ثابت مشهود را از بانی خریداری کرده سپس به همان بنگاه اجاره می دهد. به عبارت دیگر این نوع اوراق مبتنی بر فروش و اجاره مجدد است. به بیان دیگر بانی توانسته با وثیقه قراردادن دارایی، مبلغی را جهت رفع نیازهای نقدینگی خود کسب نماید. فرآیند عملیاتی انتشار اوراق تامین نقدینگی در شکل ۲ آمده است.



شکل ۲: فرآیند عملیاتی انتشار اوراق تامین نقدینگی

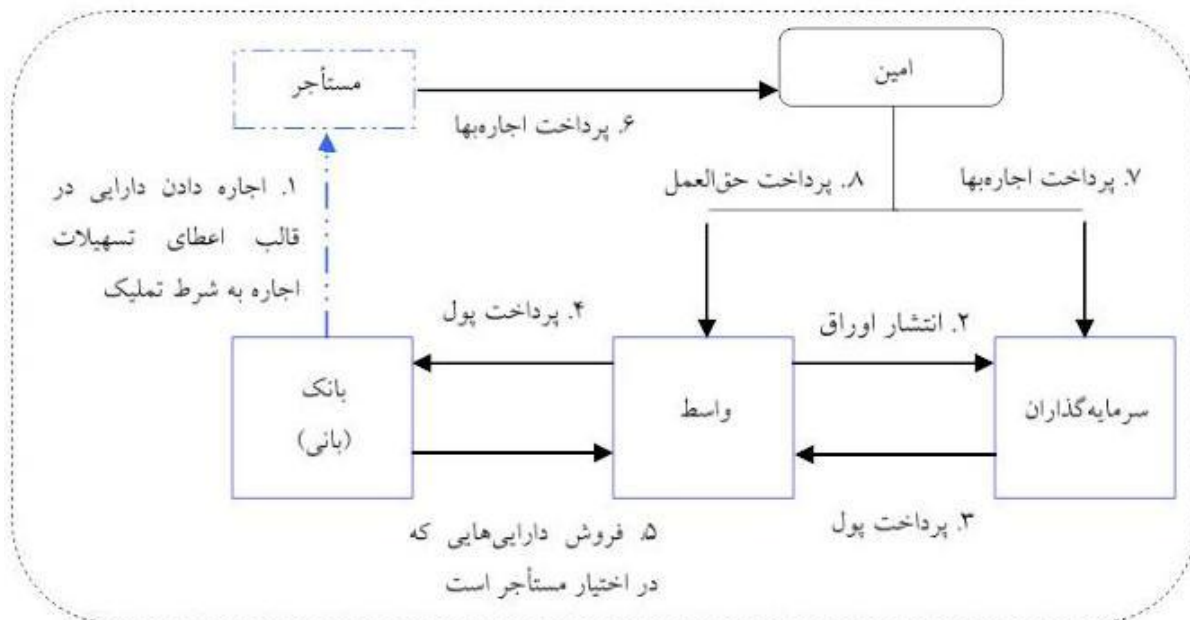
(أ) در صورتیکه اجاره از نوع سرمایه ای (به شرط تملیک) باشد، واسط پس از انتشار اوراق و خرید دارایی (عین مستاجر) از بانی، مجدداً آن را به صورت اجاره به شرط تملیک در اختیار وی قرار می دهد. در قرارداد اجاره شرط می شود که واسط در سررسید اوراق، عین مستاجر را به بانی تملیک می کند. در این صورت نیز واسط بخشی از اجاره بها را به عنوان حق الوکاله بر می دارد و بقیه را به صاحبان اوراق می پردازد. درآمد صاحبان اوراق عبارت است از مجموع اجاره بهای ماهانه که بطور معمول بیشتر از روش اجاره عملیاتی است و درآمد صاحبان اوراق نیز کاملاً قابل پیش بینی است.

(ب) در این نوع از اوراق نمی توان اجاره عملیاتی را متصور بود. زیرا بانی تنها به دنبال کسب وجه نقد جهت بهبود وضعیت مالی خود است و دارایی ثابت نقش حیاتی در ادامه فعالیت وی دارد. مگر آنکه دارایی پایه در فعالیتهای عملیاتی بانی نقش مهمی نداشته باشد.

۳. **اوراق اجاره رهنی:** این نوع اوراق بیشتر مورد استفاده بانک ها، لیزینگ ها و موسسات اعتبار دهنده می باشد. در این نوع از اوراق، بانی (بانک) تسهیلاتی که در قالب عقد اجاره به شرط تملیک پرداخته کرده است را به شخص ثالثی (واسط) می فروشد. بر این اساس ابتدا واسط، اوراق اجاره را منتشر می نماید و سپس دارایی هایی که بانک در قالب عقد اجاره به شرط تملیک در طی زمان به افراد مختلفی داده است را از وی خریداری می نماید. با فروش این دارایی ها رابطه بانی و واسط قطع می شود و واسط از طرف سرمایه گذاران مالک دارایی هایی میشود که بانک (بانی) آنها را قبلاً به صورت اجاره به شرط تملیک به گیرندگان تسهیلات واگذار نموده است. با توجه به شرایط این



دسته از نهادهای مالی که تسهیلات خود را تنها به صورت اجاره سرمایه ای و گذار می کنند، تنها میتوان اوراق اجاره به شرط تملیک طراحی می شود. فرآیند عملیاتی انتشار اوراق اجاره رهنی در شکل ۳ آمده است.



شکل ۳: فرآیند عملیاتی انتشار اوراق اجاره رهنی

۵. نکات و مراحل انتشار اوراق اجاره

نکات:

• ارکان انتشار:

– بانی: شخص حقوقی که قصد تامین مالی دارد.

- شخص حقوقی غیر دولتی
- شخص حقوقی عمومی یا دولتی: وزارتخانه ها، اشخاص حقوقی مشمول ماده ۴ قانون محاسبات عمومی

– شرایط بانی

- شخص حقوقی غیر دولتی:

۱. قالب حقوقی آن سهامی یا تعاونی باشد.

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

۳. حداکثر نسبت مجموع بدهی ها به دارایی های آن ۹۰٪ باشد



۴. اظهار نظر بازرس و حسایرس شرکت در خصوص صورت های مالی دو دوره مالی اخیر مردود یا عدم اظهار نظر نباشد.

• شخص حقوقی عمومی یا دولتی:

۱. وزارتخانه ها

۲. 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 شرکت های تابعه و وابسته به وزارت نفت و شرکت های تابعه آنها، سازمان گسترش و نوسازی صنایع ایران و شرکت های تابعه آن، سازمان توسعه و نوسازی معادن و صنایع معدنی ایران و شرکت های تابعه آنها، مشمول شرایط بند الف این ماده می باشند.

– نهاد واسط: شخص حقوقی که با انجام معاملات موضوع عقود اسلامی برای تامین مالی بانی اوراق بهادار منتشر می نماید. نهاد واسط در قالب حقوقی «شرکت با مسئولیت محدود» توسط شرکت دارایی مرکزی تشکیل میگردد.

– فروشنده: شخص حقوقی است که اقدام به فروش دارایی به نهاد واسط می نماید.

– عامل فروش: شخص حقوقی است که نسبت به عرضه اوراق اجاره از طرف ناشر برای فروش اقدام می نماید.

– عامل پرداخت: شرکت سپرده گذاری مرکزی اوراق بهادار است که نسبت به پرداخت های مرتبط با اوراق اجاره در سررسید های معین به سرمایه گذاران اقدام مینماید.

– ضامن: شخص حقوقی است که پرداخت مبالغ اجاره بها و حسب مورد بهای خرید دارایی مورد اجاره توسط بانی به نهاد واسط را تضمین می نماید.

نکته: گاهی فروشنده دارایی و بانی یک شخص می باشند که به این حالت اتحاد بانی و فروشنده می گویند.

• پرداخت های اوراق اجاره:

– اوراق مستهلک شونده: پرداخت های انجام شده به سرمایه گذاران شامل اصل و سود سرمایه گذاری می باشد.

– اوراق با پرداخت اصل در سررسید: در طی مدت اجاره، مبلغ اجاره بها از مستاجر دریافت شده و اصل بهای دارایی در سررسید دریافت و به سرمایه گذاران پرداخت می شود.

• دارایی های موضوع انتشار اوراق اجاره:

– ۱: زمین ۲: ساختمان و تاسیسات ۳: ماشین آلات و تجهیزات ۴: وسایل حمل و نقل

• مشخصات دارایی های موضوع انتشار اوراق اجاره:

۱. به کارگیری آن در فعالیت بانی، منجر به ایجاد جریان نقدی شده یا از خروج وجوه نقد جلوگیری نماید.

۲. هیچ گونه محدودیت یا منع قانونی، قراردادی یا قضایی برای انتقال دارایی، منافع و حقوق ناشی از آن وجود نداشته باشد.



۳. تصرف و اعمال حقوق مالکیت در آن برای نهاد واسط، دارای هیچگونه محدودیتی نباشد.

۴. مالکیت آن به صورت مشاع نباشد.

۵. امکان واگذاری به غیر را داشته باشد.

۶. تا زمان انتقال مالکیت دارایی به ناشر، دارایی از پوشش بیمه ای مناسب و کافی برخوردار باشد.

• ارزش تقریبی دارایی نباید کمتر از پنجاه میلیارد ریال باشد.

• موضوع مالیات در انتشار اوراق اجاره در قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید:

— ماده ۱۱: نهاد واسط از پرداخت هرگونه مالیات و عوارض نقل و انتقال و مالیات بر درآمد آن دسته از داراییهایی که تامین مالی آن از طریق انتشار اوراق بهادار به عموم صورت میگیرد معاف است.

— ماده ۱۲: درآمد حاصل از فروش دارایی به نهاد واسط برای تامین مالی از طریق اوراق بهادار معاف از مالیات است و به نقل و انتقال آن هیچ گونه مالیات و عوارضی تعلق نمیگیرد.

• انواع قراردادهای اجاره مورد قبول در انتشار اوراق اجاره به شرح زیر است:

— اجاره به شرط تملیک،

— اجاره با اختیار فروش دارایی در سررسید اجاره با قیمت معین،

• بانی به طور مستقیم یا غیرمستقیم مجاز به خرید اوراق اجاره منتشره به منظور تأمین مالی خود نخواهد بود.

مراحل انتشار:

◀ مرحله اول: تهیه مستندات لازم جهت اخذ موافقت اصولی

بانی جهت مشخص نمودن شیوه تامین مالی به یکی از نهادهای دارای مجوز مشاوره عرضه مراجعه می نماید:

۱. عقد قرارداد مشاوره طراحی شیوه تامین مالی و عرضه اوراق بهادار

۲. تهیه گزارش توجیهی تامین مالی غیر مستقیم از طریق انتشار اوراق اجاره توسط مشاور بر اساس فرم های تعیین شده توسط سازمان بورس اوراق بهادار

۳. بررسی گزارش توجیهی توسط حسابرس بانی جهت اعلام نظر در خصوص

• رعایت مقررات

• شرایط دارایی

• اطلاعات مالی آتی

۴. مذاکره با ارکان زیر واخذ اعلام قبولی سمت توسط ایشان مطابق فرمهای سازمان بورس اوراق بهادار:



- ضامن
- عامل فروش
- متعهد پذیره نویسی
- بازار گردان

۵. مذاکره با فروشنده دارایی و دریافت اعلام موافقت فروشنده با فروش دارایی مطابق فرمهای سازمان بورس و اوراق بهادار (در صورت جدایی فروشنده و بانی)

چک لیست ارسال تقاضای موافقت اصولی از بورس:

ردیف	عنوان	بلی	خیر
۱	آیا قرارداد مشاور عرضه تهیه شده است؟		
۲	آیا گزارش توجیهی طرح تامین مالی آماده است؟		
۳	آیا اظهار نظر حسابرسی بانی در خصوص گزارش توجیهی اخذ شده است؟		
۴	آیا صورتهای مالی سه سال گذشته بانی تهیه شده است؟		
۵	آیا اساسنامه ثبت شده بانی اخذ شده است؟		
۶	آیا مصوبه رکن ذیصلاح بانی در خصوص اجازه تامین مالی اخذ شده است؟		
۷	آیا بانی نامه درخواست موافقت اصولی به بورس تهیه کرده است؟		
۸	آیا نامه های موافقت ارکان تهیه شده است؟		

◀ مرحله دوم: دریافت موافقت اصولی

مشاور به نمایندگی از بانی جهت دریافت موافقت اصولی تامین مالی از طریق انتشار اوراق اجاره به سازمان بورس اوراق بهادار مراجعه می نماید:

۱. ارایه مستندات زیر جهت دریافت موافقت اصولی تامین مالی از طریق انتشار اوراق اجاره به سازمان بورس و اوراق بهادار:

- فرم تکمیل شده تقاضای دریافت موافقت اصولی
- گزارش توجیهی تامین مالی از طریق انتشار اوراق اجاره
- اظهار نظر حسابرس در خصوص گزارش توجیهی تامین مالی از طریق انتشار اوراق اجاره
- مصوبه رکن ذیصلاح بانی در خصوص اجازه تامین مالی از طریق انتشار اوراق اجاره
- صورتهای مالی حسابرسی شده سه دوره مالی اخیر بانی، برای بانی که قبلاً نزد سازمان بورس و اوراق بهادار به ثبت نرسیده است.



- آخرین اساسنامه ثبت شده بانی، برای بانی که قبلاً نزد سازمان بورس و اوراق بهادار به ثبت نرسیده است.
- یک نسخه از قرارداد بانی با مشاور عرضه
- اسناد مالکیت دارایی
- تاییدیه سازمان ثبت اسناد و املاک یا سایر مراجع ذیصلاح مبنی بر نبود محدودیت یا منع قانونی، قراردادی یا قضایی برای انتقال دارایی، منافع و حقوق ناشی از آن
- اعلام موافقت فروشنده جهت فروش دارایی مطابق فرمهای تعیین شده توسط سازمان بورس و اوراق بهادار (در صورتیکه بانی و فروشنده شخص واحد نباشد)
- نامه قبولی سمت ارکان زیر مطابق فرم های تعیین شده توسط سازمان بورس و اوراق بهادار

– ضامن ، عامل فروش، متعهد پذیره نویسی، بازارگردان

۲. سازمان بورس و اوراق بهادار درخواست در یافت شده را رسیدگی و در صورت کامل بودن مستندات از حیث شکلی و محتوایی ظرف مدت ۳۰ روز به درخواست پاسخ میدهد.
۳. در صورت اعلام موافقت اصولی سازمان بورس و اوراق بهادار با درخواست ارائه شده، مشاور به نمایندگی از بانی اقدامات بعدی را انجام می دهد.

◀ مرحله سوم: تعیین ناشر

مشاور عرضه پس از دریافت موافقت اصولی جهت تعیین ناشر و انجام امور لازم به شرح زیر به شرکت مدیریت دارایی مرکزی مراجعه می نماید:

۱. تعیین و معرفی ناشر توسط شرکت مدیریت دارایی مرکزی بر اساس نامه موافقت اصولی سازمان بورس و اوراق بهادار
۲. عقد قرارداد مشاور عرضه با ناشر
۳. مشاور عرضه قرارداد اختیار خرید دارایی از فروشنده توسط ناشر را مطابق فرم های سازمان بورس و اوراق بهادار تهیه و اقدامات لازم جهت انعقاد این قرارداد توسط طرفین را فراهم می نماید.
۴. مشاور عرضه قرارداد تعهد به اجاره دارایی را مطابق فرمهای سازمان تهیه و اقدامات لازم جهت انعقاد این قرارداد توسط فروشنده و ناشر را فراهم می نماید.
۵. پس از امضای قراردادهای موضوع بندهای ۳ و ۴ فوق، مشاور عرضه قراردادهای زیر را مطابق فرمهای سازمان بورس و اوراق بهادار تهیه و به امضای طرفین می رساند:

۱. قرارداد عاملیت فروش میان ناشر و عامل فروش
۲. قرارداد عاملیت پرداخت میان ناشر و عامل پرداخت
۳. قرارداد تعهد پذیره نویسی میان ناشر و متعهد پذیره نویس



۴. قرارداد بازارگردانی میان ناشر و بازارگردان

۶ با انجام مراحل ۳ و ۴ و ۵، مشاور عرضه باید قرارداد ضمانت را مطابق فرم های سازمان بورس و اوراق بهادار تهیه و به امضای بانی و ضامن برساند.

◀ مرحله چهارم: دریافت مجوز انتشار

مشاور پس از امضای قراردادهای لازم، به نمایندگی از طرف ناشر جهت دریافت مجوز انتشار اوراق اجاره به سازمان بورس و اوراق بهادار مراجعه می نماید:

۱. ارائه مستندات زیر جهت دریافت مجوز انتشار اوراق اجاره به سازمان بورس و اوراق بهادار

۱. بیانیه ثبت اوراق اجاره

۲. فرم تقاضای ثبت اوراق اجاره

۳. یک نسخه از قراردادهای منعقد شده میان ارکان

۴. طرح اعلامیه فروش اوراق اجاره

۵. نمونه تنظیم شده اوراق اجاره بر اساس فرم های ارائه شده توسط سازمان بورس و اوراق بهادار

۶. فرم تاییدیه بانکی در خصوص اختصاص حساب بانکی برای جمع آوری وجوه ناشی از فروش اوراق اجاره

۲. در صورت مطابقت مستندات ارائه شده با موافقت اصولی صادره و فرم های تعیین شده، سازمان بورس و اوراق بهادار ظرف مدت ۵ روز کاری اقدام به صدور مجوز انتشار اوراق اجاره می نماید.

◀ مرحله پنجم: انتشار اوراق

پس از دریافت مجوز اوراق اجاره، ناشر با همکاری مشاور در مهلت مقرر در مجوز انتشار اوراق اجاره، با رعایت مقررات نسبت به انتشار اوراق اجاره اقدام می نماید:

۱. صدور اعلامیه فروش اوراق اجاره بر اساس شرایط تعیین شده

۲. عرضه اوراق اجاره از طریق عامل فروش در مهلت تعیین شده،

۳. ارائه درخواست تمدید مهلت فروش اوراق اجاره در صورت لزوم از طریق مشاور عرضه با رعایت مقررات

۴. در صورت عدم فروش کامل اوراق اجاره در نظر گرفته شده در مهلت مقرر و دوره تمدید احتمالی، متعهد پذیرنده نویسی ظرف مهلت مقرر در قرارداد باید اقدام به واریز وجوه لازم و خرید اوراق باقی مانده نماید.

۵. نتایج عرضه و فروش اوراق اجاره باید حداکثر ظرف مدت ۱۵ روز با استفاده از فرم های تعیین شده و فایل الکترونیک فهرست خریداران اوراق، توسط مشاور به سازمان بورس و اوراق بهادار اعلام گردد.

۶. سازمان بورس و اوراق بهادار نتایج عرضه را ظرف مدت ۲ روز کاری بررسی نموده و در صورت صحت، تاییدیه تکمیل فرآیند را



صادر می نماید.

۷. در صورت عدم تایید عرضه، ناشر از طریق عامل فروش ملزم به عودت وجوه سرمایه گذاران حداکثر ظرف مدت ۱۵ روز از تاریخ اعلام سازمان بورس و اوراق بهادار می باشد.

◀ مرحله ششم: ارسال قراردادهای فروش و اجاره دارایی و صدور مجوز برداشت وجوه

پس از صدور تاییدیه تکمیل فرایند توسط سازمان بورس و اوراق بهادار، مشاور باید اقدامات زیر را انجام دهد:

۱. مشاور عرضه باید قرارداد فروش دارایی توسط فروشنده به ناشر را که مطابق فرم های سازمان بورس و اوراق بهادار تهیه شده، به امضای طرفین رسانده و یک نسخه از اصل قرارداد را به سازمان بورس و اوراق بهادار ارسال نماید.
۲. سازمان بورس و اوراق بهادار قرارداد فروش دارایی را جهت مطابقت با نمونه تعیین شده، بررسی نموده و نتیجه را به مشاور عرضه اعلام می نماید.
۳. هم زمان با انجام مراحل انتقال دارایی به ناشر مطابق مفاد قرارداد و مقررات مربوطه، سازمان بورس و اوراق بهادار تاییدیه برداشت وجوه از حساب ناشر و پرداخت به فروشنده را صادر می نماید.
۴. پس از انتقال دارایی به ناشر، مشاور عرضه باید قرارداد اجاره دارایی توسط بانی را که مطابق فرم های سازمان بورس و اوراق بهادار تهیه شده، به امضای ناشر و بانی رسانده و یک نسخه از اصل قرارداد را به سازمان بورس و اوراق بهادار ارسال نماید.