

کانون کارکنان بورس و اوراق بهادار



دوره آمادگی آزمون گواهینامه های حرفه ای بازار سرمایه

## مروری بر ابزارهای مالی اسلامی

اوراق اجاره (صکوک اجاره)

اوراق سفارش ساخت (صکوک استصناع)

تدوین: ابوذر سروش

مهرماه 1390

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

فهرست مطالب

|    |                                       |
|----|---------------------------------------|
| 3  | پیشگفتار.....                         |
| 3  | سیر تاریخی ابزارهای مالی اسلامی.....  |
| 5  | مفهوم صکوک.....                       |
| 5  | انواع اوراق بهادار اسلامی (صکوک)..... |
| 7  | اوراق اجاره.....                      |
| 7  | ماهیت اوراق اجاره.....                |
| 8  | طراحی مالی اوراق اجاره.....           |
| 13 | ریسک‌های اوراق اجاره.....             |
| 13 | الف. ریسک‌های مالی.....               |
| 17 | ب. ریسک‌های غیر مالی.....             |
| 19 | اوراق سفارش ساخت (استصناع).....       |
| 19 | مقدمه.....                            |
| 19 | ماهیت اوراق سفارش ساخت.....           |
| 19 | طراحی مالی اوراق سفارش ساخت.....      |
| 21 | منابع تکمیلی جهت مطالعه بیشتر.....    |

## پیشگفتار

اوراق قرضه از جمله مهمترین ابزارهای مالی مورد استفاده شرکت‌ها هستند که با هدف تامین مالی طراحی و منتشر می‌شوند. استفاده از این ابزار در نظام مالی متعارف<sup>1</sup> (مرسوم) بسیار متداول است در حالی که استفاده از آن، در نظام مالی اسلامی ربوی بوده و مردود شمرده می‌شود. بنابراین در کشورهایی که جمعیت مسلمان زیادی دارند، استفاده از ابزارهای مالی مرسوم (متعارف) مانند انواع اوراق قرضه، کارایی و مقبولیتی ندارد. دولت‌ها و شرکت‌های اسلامی که بدنال تامین مالی و مدیریت بدهی خود هستند نیازمند یافتن جایگزین‌هایی مطابق با اصول اسلامی هستند.

در سال‌های اخیر استفاده از ابزارهای مالی اسلامی که به "صکوک" شهرت یافته بسیار چشمگیر بوده است تا شرکت‌ها به وسیله این نوآوری مالی بتوانند خلاء حاصل از کمبود ابزارهای مالی را پر کنند. انتشار اوراق مشارکت به عنوان نخستین ابزار مالی اسلامی را می‌توان گامی مهم در راستای توسعه نظام مالی اسلامی دانست.

با تصویب قانون بازار اوراق بهادار در سال 1384، زمینه لازم برای طراحی و انتشار انواع مختلف ابزارهای مالی اسلامی جدید در کشور فراهم شده است. در این میان اوراق اجاره، به عنوان نخستین ابزار جدید (پس از اوراق مشارکت) مورد توجه سازمان بورس و اوراق بهادار قرار گرفت. با رفع شدن مشکل مالیاتی موجود جهت انتشار این ابزار در بهمن ماه 1388، زمینه لازم برای استفاده از این ابزار مالی جدید در بازار سرمایه کشور فراهم شد. به نظر می‌رسد توسعه و گسترش استفاده از این ابزار مالی، گامی موثر در راستای توسعه بازار سرمایه کشور باشد.

این متن با هدف آشنایی فعالین بازار سرمایه با ابزارهای مالی اسلامی و با تاکید بر اوراق اجاره و اوراق سفارش ساخت (استصناع) به نگارش درآمده است. از میان ابعاد لازم جهت بررسی یک ابزار مالی جدید اسلامی (ابعاد فقهی، طراحی مالی، ریسک، گزارشگری مالی، حسابداری و مالیاتی)، در این متن تنها ابعاد طراحی مالی (مدل‌های مفهومی) و ریسک اوراق به صورت مختصر مورد بررسی قرار گرفته است.

## سیر تاریخی ابزارهای مالی اسلامی

ایده اولیه طراحی و انتشار ابزارهای مالی اسلامی به نظریات اقتصاد اسلامی ارائه شده طی 40 سال گذشته بر می‌گردد. در آن زمان آیت‌الله صدر به عنوان یکی از پیشگامان اقتصاد اسلامی، اقدام به معرفی پارادایم‌های جدیدی در حوزه تفکرات اقتصاد اسلامی نمود. به موازت گسترش نظری موضوعات اقتصاد اسلامی، تلاش‌های زیادی

<sup>1</sup> Conventional

جهت ایجاد بازار پول و سرمایه اسلامی صورت گرفت. مبتنی بر چنین نظریاتی بود که بانک‌های اسلامی در برخی از کشورهای اسلامی آغاز به کار کرد و در نهایت ایران توانست بانکداری اسلامی را به طور کامل و بدون وجود سیستم موازی در دهه 60 به اجرا درآورد.

بنابراین ایده اولیه استفاده از ابزارهای اسلامی در بازار پول را می‌توان در دهه 1980 (1359) جستجو کرد. در آن سال‌ها، بانک‌های اسلامی جهت غلبه بر مشکلات نقدینگی، به جای استفاده از اوراق قرضه به استفاده از ابزارهای مالی جدیدی روی آوردند. این ابزارها همگی مبتنی بر عقود اسلامی مانند اجاره، مشارکت، مضاربه و... می‌باشند.

در دهه 1990، همزمان با گسترش استفاده از ابزارهای مالی در بانک‌های اسلامی، ایده استفاده از ابزارهای مشابهی در بازار سرمایه قوت گرفت. بدنبال آن متخصصان مالی در کنار علمای دینی اقدام به مطالعه راهکارهای مناسبی در زمینه طراحی ابزارهای جدید مالی نمودند.

جمهوری اسلامی ایران در سال 1994 (1373) مقررات ناظر بر انتشار اوراق مشارکت را تهیه کرد و شهرداری تهران به عنوان ناشر، اولین اوراق مشارکت را (به عنوان نخستین ابزار مالی اسلامی)، منتشر نمود. بدلیل عدم اطلاع محققان حوزه مطالعات مالی اسلامی از این ابداع کشورمان، بسیاری از آن‌ها ایده‌های طراحی و انتشار ابزارهای اسلامی بازار سرمایه را به اوایل سال‌های 1997 (1376) یعنی 3 سال پس از تصویب ضوابط اجرایی انتشار اوراق مشارکت نسبت می‌دهند. بنابراین ایران اولین کشوری است که اقدام به طراحی و انتشار چنین ابزارهایی نموده است. لیکن به دلیل عدم اطلاع رسانی بین‌المللی، این موضوع به سایر کشورها منتقل نشده است.

محققین خارجی ایده انتشار اوراق اجاره را به عنوان نخستین ابزار مالی اسلامی (از دیدگاه آن‌ها) به مندرقحف<sup>1</sup> نسبت می‌دهند که نظرات خود را در مقاله‌ای با عنوان "استفاده از اوراق اجاره دارایی برای پوشش شکاف بودجه" در سال 1997 مطرح کرد. ارسالن طریق (2007) نیز انتشار نخستین ابزار مالی اسلامی را در سال 1999 می‌داند که با انتشار صکوک بین‌المللی مالزی و بحرین آغاز شده است.

در دهه بعد و با وقوع حوادث 11 سپتامبر، مسلمانان به علت مواجهه با مشکلات متعدد در کشورهای غربی به استفاده از ابزارهای اسلامی بازار سرمایه و سرمایه‌گذاری در کشورهای اسلامی بیش از پیش روی آوردند. از آن زمان کلمه "صکوک" در دنیا بسیار گسترش یافت تا جایی که حتی کشورهای غیر اسلامی جهت جذب سرمایه

---

<sup>1</sup> Monzer kahaf

مسلمانان، اقدام به استفاده از این ابزار نمودند. اصطلاح "صکوک" برای ابزارهای مالی اسلامی، نخستین بار در سال 2002 در جلسه کمیته فقهی بانک توسعه اسلامی<sup>1</sup> برای ابزارهای مالی اسلامی پیشنهاد شد.

## مفهوم صکوک

"صکوک" جمع "صک" است. لغت‌نامه دهخدا در شرح کلمه "صک"، آنرا "نبشتن چک" دانسته است. "صک" در حقیقت معرب کلمه "چک" است. کلمه "چک" در حقیقت فارسی بوده و به همین صورت به زبان انگلیسی و با اندکی تغییر به زبان عربی رفته است. از آنجا که در زبان عربی حرف "چ" وجود ندارد لذا "چک" را به "صک" تغییر دادند و "صکوک" هم که جمع آن محسوب می‌شود به معنای "چک‌ها" می‌باشد.

صکوک در معنای تخصصی خود عموماً به ابزارهای مالی اسلامی گفته می‌شود که مبتنی بر یک دارایی فیزیکی (عینی<sup>2</sup>) منتشر می‌شوند. بنابراین دارندگان اوراق، در حقیقت مالکان دارایی محسوب می‌شوند. طراحی اوراق مبتنی بر یک دارایی فیزیکی تحت تاثیر ممنوعیت خرید و فروش دین در فقه اهل سنت است. با توجه به اینکه مشهور فقهای شیعه، خرید و فروش دین را صحیح می‌دانند لذا از این دیدگاه می‌توان اوراق بهادار اسلامی (صکوک) را نه تنها مبتنی بر دارایی عینی بلکه مبتنی بر دین نیز طراحی نمود.

## انواع اوراق بهادار اسلامی (صکوک)

اوراق بهادار اسلامی را می‌توان از ابعاد مختلفی دسته‌بندی کرد. یکی از مهمترین آن‌ها تقسیم‌بندی بر اساس نوع عقد اصلی است که صکوک بر اساس آن منتشر می‌شود. از آنجا که صکوک با ترکیب عقود مختلف ایجاد می‌شود لذا از عبارت "عقد اصلی" استفاده شده است. به عنوان مثال در طراحی اوراق مشارکت از عقود مختلفی استفاده می‌شود لیکن این اوراق به نام مشارکت، یعنی عقد اصلی لازم برای انتشار اوراق نامگذاری شده است. بر این اساس اوراق بهادار اسلامی به 12 نوع تقسیم می‌شوند که شامل اوراق اجاره، اوراق مشارکت، اوراق سفارش ساخت (استصناع)، اوراق خرید دین (اوراق رهنی)، اوراق مرابحه (فروش اقساطی)، اوراق سلف، اوراق جعله، اوراق مساقات، اوراق مضاربه، اوراق مزارعه، اوراق وقف و اوراق قرض الحسنه می‌باشد.

<sup>1</sup> Islamic Development Bank

<sup>2</sup> عین در مقابل دین قرار دارد. عین هرگونه دارایی فیزیکی محسوب می‌شود در حالی که منظور از دین مالی است که در ذمه فرد دیگری قرار دارد.

منذرقحف، تقسیم‌بندی دیگری را بر اساس بازدهی اوراق بهادار اسلامی (صکوک) ارائه نموده است. از نظر وی اوراق بهادار اسلامی را می‌توان به صورت زیر تقسیم‌بندی کرد:

1. اوراق بهادار با بازدهی ثابت

2. اوراق بهادار با بازدهی متغیر

3. اوراق بهادار قابل تبدیل

تقسیم‌بندی دیگری نیز توسط آیت‌الله تسخیری ارائه شده است. بر اساس این تقسیم‌بندی می‌توان ابزارهای مالی را با توجه به بازدهی اوراق بهادار اسلامی و نوع قرارداد منعقد شده برای آن و با توجه به دارایی پایه تقسیم نمود. طبق این نظر، سه گروه عمده ابزارهای مالی وجود دارد که عبارتند از اوراق مبتنی بر خرید و فروش دین، اوراق مبتنی بر خرید و فروش دارایی فیزیکی و اوراق مبتنی بر مشارکت در سود طرح اقتصادی. اوراق سفارش ساخت (استصناع) و مباحه (فروش اقساطی) در گروه نخست، اوراق اجاره در گروه دوم و اوراق مشارکت، مضاربه، مزارعه و مشارکت در گروه سوم قرار می‌گیرند.

در نهایت به نظر می‌رسد تقسیم‌بندی ابزارهای مالی در قالب زیر از تقسیم‌بندی‌های صورت گرفته کامل‌تر و مناسب‌تر باشد. این تقسیم‌بندی مبتنی بر هدف سرمایه‌گذار ایجاد شده است.

1. اوراق بهادار غیرانتفاعی

2. اوراق بهادار انتفاعی

a. تامین مالی

1. با درآمد ثابت

2. با درآمد متغیر

3. قابل تبدیل

با توجه به این تقسیم‌بندی ابزارهای مالی اسلامی به دو گروه عمده اوراق بهادار انتفاعی و اوراق بهادار غیر انتفاعی تقسیم می‌شوند. اوراق وقف و اوراق قرض الحسنه از جمله ابزارهای مالی غیر انتفاعی هستند. یعنی هدف از انتشار این اوراق کسب انتفاع نیست. از جمله ابزارهای تامین مالی می‌توان به اوراق اجاره، اوراق مباحه، اوراق سلف، اوراق سفارش ساخت (استصناع) و اوراق رهنی به عنوان ابزارهای تامین مالی با درآمد ثابت و به اوراق مشارکت، اوراق مضاربه، اوراق مساقات و اوراق مزارعه به عنوان ابزارهای تامین مالی با درآمد متغیر اشاره کرد. در حالت کلی به اوراق بهادار اسلامی انتفاعی با هدف تامین مالی "صکوک" گفته می‌شود. سهام شرکت‌ها از این موضوع مستثنی هستند.

## اوراق اجاره

یکی از ابزارهای مالی که توسط کارشناسان مالی اسلامی پیشنهاد شده و در برخی کشورها نیز به مرحله اجرا درآمده اوراق اجاره است. این اوراق علاوه بر فراهم نمودن شرایط لازم جهت تامین مالی بنگاه‌های تولیدی و خدماتی، قابلیت خرید و فروش در بازار ثانویه (بورس‌های اوراق بهادار) را نیز دارند و می‌توانند به عنوان ابزار مالی کارآمد مورد استفاده کشورهای اسلامی قرار گیرند. در میان محصولات مالی اسلامی، اوراق اجاره به دلیل ویژگی‌های متمایزی که دارد محصولی جذاب به شمار می‌آید و محبوبیت زیادی بین سرمایه‌گذاران مسلمان و نیز ناشرین اوراق اسلامی به‌دست آورده است تا جایی که بیش از 30 درصد از کل صکوک منتشر شده بین سال‌های 1996 تا 2010، مربوط به اوراق اجاره بوده است. مالزی کشور پیشگام در زمینه استفاده از اوراق اجاره است. ایران نیز برای نخستین بار در سال 1389 اقدام به انتشار این ابزار مالی نموده است.

## ماهیت اوراق اجاره

می‌توان اوراق اجاره را به صورت زیر تعریف کرد:

"اوراق بهاداری است که دارنده آن به صورت مشاع، مالک بخشی از دارایی است که منافع آن بر اساس قرارداد اجاره به بانی<sup>1</sup> واگذار شده است."

در اوراق اجاره حق استفاده از منافع یک دارایی یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها، در قبال دریافت اجاره‌بها از مالک به شخص دیگری (بانی) منتقل می‌شود. مدت قرارداد اجاره مشخص است و می‌توان اجاره بها را در ابتدای دوره، انتهای دوره، با سررسیدهای ماهانه، فصلی یا سالانه پرداخت کرد. از آنجا که این اوراق بیان‌گر مالکیت مشاع فرد است، می‌توان آن را در بازار ثانویه و به قیمتی که توسط عوامل بازار تعیین می‌شود، معامله کرد.

روش کار در اوراق اجاره به این صورت است که یک مؤسسه مالی (نهاد واسط)<sup>2</sup> با انتشار اوراق اجاره منابع مورد نیاز را جمع‌آوری می‌کند. سپس با استفاده از منابع مالی به دست آمده، دارایی (عین مستاجر) مورد نیاز بانی (دولت، بنگاه‌ها و مؤسسه‌ها) را خریداری کرده و به وی (بانی) اجاره می‌دهد. از آن جا که دارایی مذکور با استفاده از منابع مالی صاحبان اوراق، خریداری می‌شود لذا آنان مالک کالاها محسوب شده و به تبع آن مالک اجاره بها نیز

<sup>1</sup> بانی شخص حقوقی است که اوراق اجاره جهت رفع نیاز وی (تامین مالی) منتشر می‌شود.

<sup>2</sup> Special Purpose Vehicle (SPV), Special Purpose Entity (SPE), Special Purpose Company (SPC)

خواهند بود. رابطه حقوقی دارندگان اوراق با نهاد واسط رابطه وکالت (یا حق العمل کاری) است. افراد با پرداخت پول نقد و دریافت اوراق اجاره، به واسط وکالت می دهند پول آنان را به صورت مشاع همراه با پول سایر متقاضیان اوراق اجاره، برای خرید کالاهای سرمایه ای و بادوام هزینه کند. سپس آن کالاها را به صورت اجاره در اختیار متقاضیان (بانی) قرار دهد و به صورت ماهانه یا فصلی اجاره بهای آن ها را دریافت کرده پس از کسر درصدی به عنوان حق الوکاله بین صاحبان اوراق تقسیم کند.

## طراحی مالی اوراق اجاره

اوراق اجاره را می توان به روش های مختلفی دسته بندی کرد. این اوراق را بر اساس نوع عقد می توان به دو دسته اوراق اجاره عادی و اوراق اجاره به شرط تملیک و بر اساس نوع بانی<sup>1</sup> به دو دسته اوراق اجاره شرکت های عادی و اوراق اجاره موسسات مالی (بانک ها و موسسات مالی و اعتباری غیر بانکی و لیزینگ ها) تقسیم نمود. هر یک از این انواع، خود دارای دسته بندی های دیگری نیز هستند. در یک تقسیم بندی کلی دیگر نیز می توان اوراق اجاره را با توجه به هدف انتشار به سه دسته شامل اوراق اجاره تأمین دارایی، اوراق اجاره تأمین نقدینگی و اوراق اجاره رهنی تقسیم نمود.

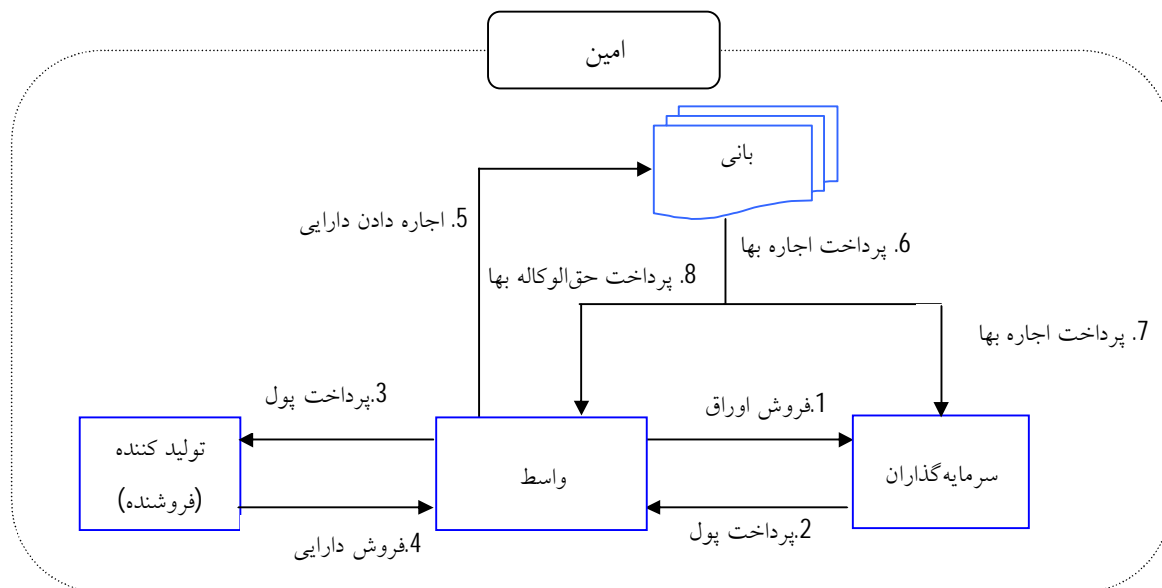
**1. اوراق اجاره تأمین دارایی:** اوراق اجاره تأمین دارایی، اوراقی است که در آن نهاد واسط<sup>2</sup>، یک دارایی (یا مجموعه ای از دارایی ها) را از طرف سرمایه گذاران، از فروشنده ای خریداری نموده و به بانی اجاره می دهد. فرایند انتشار اوراق اجاره تأمین دارایی در نگاره زیر آورده شده است. از آنجا که در این حالت، اوراق اجاره جهت به دست آوردن یک دارایی خاص برای بانی توسط واسط منتشر می شود، لذا به اوراقی که طی چنین فرایندی منتشر می شوند اوراق اجاره تأمین دارایی گفته می شود.

---

<sup>1</sup>شخص حقوقی است که اوراق اجاره برای تأمین مالی وی منتشر می شود.

<sup>2</sup> نهاد واسط بر اساس ماده 11 قانون "توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید به منظور تسهیل اجرای سیاست های کلی اصل 44 قانون اساسی" مصوب بهمن ماه 1388 مجلس شورای اسلامی تشکیل می شود.





نحوه کار در این اوراق شبیه فعالیتی است که شرکت‌های لیزینگ انجام می‌دهند. با این تفاوت که در شرکت‌های لیزینگ، باید منابع مالی از محل آورده شرکت یا در موارد معدودی از طریق اخذ تسهیلات بانکی تامین گردد؛ حال آنکه در انتشار این اوراق، که نهاد واسط در جایگاه شرکت لیزینگ قرار دارد، با انتشار اوراق اجاره از مردم مبالغی جمع‌آوری می‌شود، وجوه حاصل را صرف خرید دارایی می‌کند و آن را به بانی اجاره می‌دهد.

در صورتی که قرارداد اجاره از نوع عملیاتی<sup>1</sup> (اجاره عادی) باشد، دارایی در مقابل اجاره بهای معین برای مدت مشخصی به بانی اجاره داده می‌شود. در سررسید اوراق، واسط دارایی را تحویل گرفته و در بازار به فروش می‌رساند. در این حالت واسط بخشی از اجاره بها را به عنوان حق الوکاله برداشته و مابقی را به صاحبان اوراق می‌پردازد.

بنابراین درآمد صاحبان اوراق عبارت است از مجموع اجاره بهای ماهانه به اضافه تفاوت قیمت خرید و قیمت فروش دارایی اجاره داده شده در سررسید اجاره، که ممکن است این تفاوت با توجه به نوع دارایی مثبت یا منفی باشد. بنابراین درآمد صاحبان اوراق از دو بخش ثابت شامل اجاره بهای دریافتی و متغیر شامل سود یا زیان ناشی از تغییر قیمت دارایی در پایان دوره اجاره عملیاتی، تشکیل می‌شود. به عنوان مثال اگر زمین، دارایی مبنای قرارداد اجاره باشد و فرض شود قیمت زمین در پایان سررسید اوراق افزایش یابد در این حالت سرمایه‌گذاران از محل

<sup>1</sup> منطبق بر استاندارد حسابداری شماره 21.

افزایش قیمت زمین نیز سود به دست خواهند آورد زیرا اجاره از نوع عملیاتی است و پس از پایان دوره اجاره، زمین در بازار به قیمت روز به فروش خواهد رسید و میزان درآمد آن بین سرمایه‌گذاران تقسیم خواهد شد.

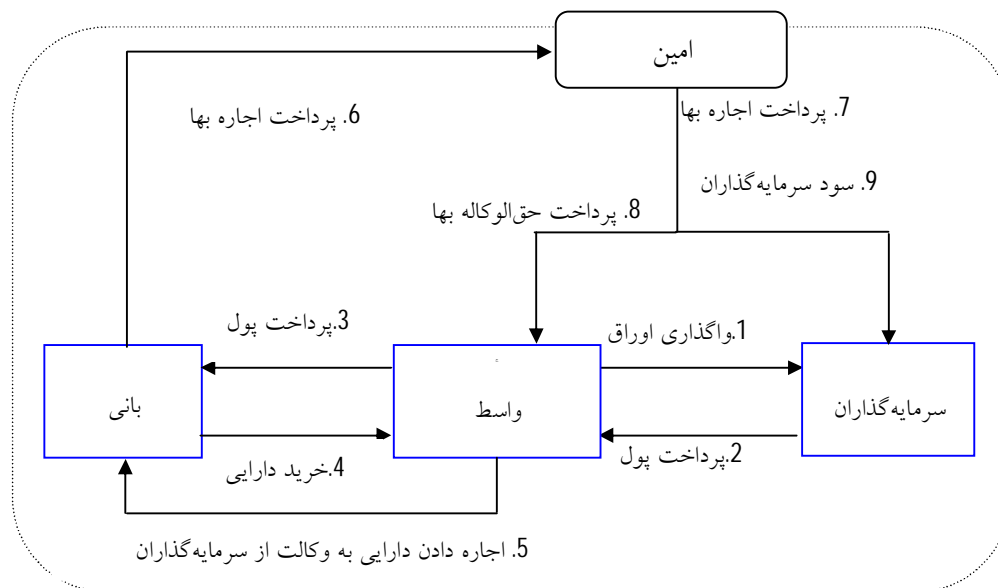
در صورتی که اجاره از نوع سرمایه‌ای (مانند اجاره به شرط تملیک)<sup>1</sup> باشد واسط داری را به صورت اجاره به شرط تملیک یا اجاره با شرط اختیار خرید برای بانی، در اختیار بانی قرار می‌دهد. در قرارداد اجاره، شرط می‌شود واسط در سررسید اوراق و پس از دریافت آخرین اجاره بها، داری را به تملیک بانی درآورد. در این صورت نیز واسط بخشی از اجاره بها را به عنوان حق‌الوکاله بر می‌دارد و بقیه را به صاحبان اوراق می‌پردازد. بنابراین درآمد صاحبان اوراق نیز عبارت است از مجموع اجاره بهای ماهانه (که به طور معمول بیشتر از روش قبل است زیرا در این نوع از اجاره، ارزش داری (عین مستاجر) نیز در اجاره بهای پرداختی گنجانده می‌شود). درآمد صاحبان اوراق در این صورت کاملاً قابل پیش‌بینی است.

این اوراق برای شرکت‌هایی مناسب است که نیاز به یک یا مجموعه‌ای از داری داشته باشند. به عنوان مثال شرکت‌های هواپیمایی، شرکت‌های کشتیرانی، شرکت‌های حمل و نقل و شرکت‌های تولیدی می‌توانند جهت خرید هواپیما، کشتی و یا سایر داری‌های ثابت، از این اوراق استفاده نمایند.

**2. اوراق اجاره تامین نقدینگی:** در این نوع از اوراق اجاره، واسط با واگذاری اوراق به مردم و جمع‌آوری وجوه، به وکالت از طرف آن‌ها یک داری (ثابت مشهود) را از بانی خریداری کرده سپس به همان بنگاه (بانی) اجاره می‌دهد. به عبارت دیگر این نوع از اوراق، مبتنی بر فروش و اجاره مجدد<sup>2</sup> است. در این حالت بانی با استفاده از اوراق اجاره، اقدام به تأمین نقدینگی مورد نیاز خود می‌کند. به بیان ساده می‌توان گفت بانی توانسته با وثیقه قرار دادن داری خود، مبلغی را جهت رفع نیازهای نقدینگی کسب نماید. این عامل سبب نامگذاری این اوراق به اوراق تامین نقدینگی شده است زیرا مثلاً شرکتی که نیازمند وجه نقد است داری خود را می‌فروشد و آن را به صورت اجاره به شرط تملیک مجدداً به دست می‌آورد. فرایند عملیاتی انتشار اوراق اجاره تأمین نقدینگی در نگاره زیر آورده شده است.

<sup>1</sup> منطبق بر استاندارد حسابداری شماره 21.

<sup>2</sup> Sale and Lease back

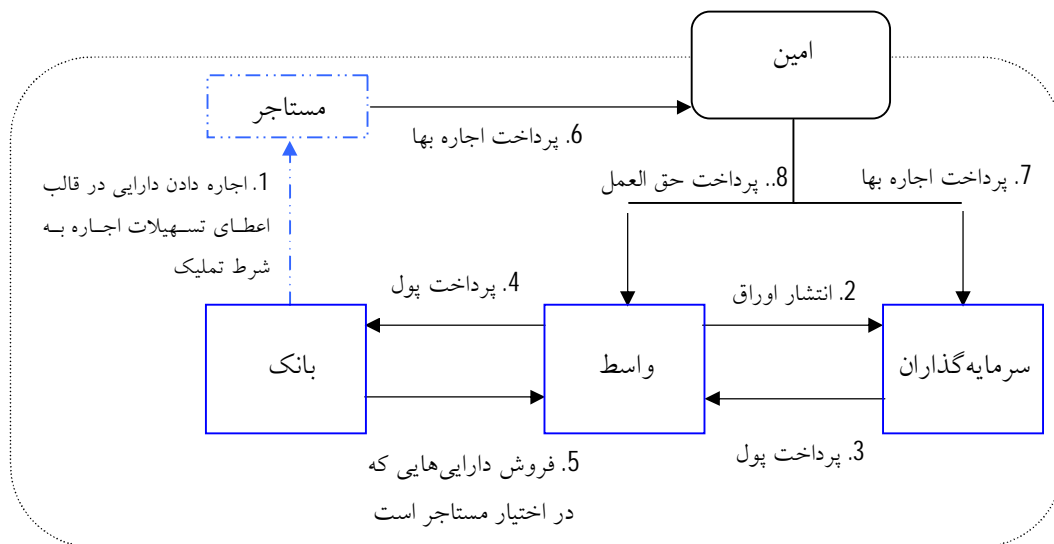


در اوراق اجاره تامین نقدینگی واسط پس از انتشار اوراق و خرید دارایی (عین مستاجر) از بانی، مجدداً آن را به صورت اجاره به شرط تملیک در اختیار وی قرار می‌دهد. بنابراین دارایی در مقابل اجاره بهای معین برای مدت مشخص به بانی اجاره داده می‌شود و در قرارداد اجاره، شرط می‌شود واسط در سررسید، دارایی را به بانی تملیک کند. در این صورت نیز واسط بخشی از اجاره بها را به عنوان حق‌الوکاله بر می‌دارد و بقیه را به صاحبان اوراق می‌پردازد. درآمد صاحبان اوراق نیز عبارت است از مجموع اجاره بهای ماهانه. از این رو درآمد صاحبان اوراق در این صورت کاملاً قابل پیش بینی است.

در این نوع از اوراق، امکان استفاده از اجاره عملیاتی چندان قابل تصور نیست. زیرا بانی تنها به دنبال به دست آوردن نقدینگی جهت بهبود وضعیت مالی خود است و دارایی ثابت وی، نقش حیاتی در ادامه فعالیت شرکت دارد. بنابراین منطقی به نظر نمی‌رسد که دارایی را به سرمایه‌گذاران بفروشد. از این رو در این حالت تنها اجاره سرمایه‌ای قابل تصور است. بنابراین شرکت‌هایی که با مشکل سرمایه در گردش مواجه هستند می‌توانند به کمک این اوراق، یک یا چند دارایی خود را از طریق انتشار این اوراق به فروش رسانند و با کسب وجه نقد و نیز اجاره مجدد دارایی خود، مشکلات مالی را تا حدی مرتفع کنند.

**3. اوراق اجاره رهنی:** نوع سوم اوراق اجاره بیشتر مورد استفاده بانک‌ها، لیزینگ‌ها و موسسات اعتبار دهنده است. در این نوع از اوراق، بانی (بانک) تسهیلاتی که قبلاً در قالب عقد اجاره به شرط تملیک پرداخته کرده را به شخص

ثالثی (واسط) می‌فروشد. بنابراین ابتدا واسط، اوراق اجاره را منتشر می‌نماید و سپس دارایی‌هایی که بانک در قالب عقد اجاره به شرط تملیک در طول زمان به افراد مختلفی داده است را از وی خریداری می‌نماید. با فروش این دارایی‌ها رابطه بانی و واسط قطع می‌شود و واسط از طرف سرمایه‌گذاران مالک دارایی‌هایی می‌شود که بانک (بانی) آن‌ها را قبلاً به صورت اجاره به شرط تملیک به گیرندگان تسهیلات واگذار نموده است. فرآیند عملیاتی این اوراق در نگاره زیر آورده شده است.



بر اساس این مدل بانک‌ها، موسسات اعتباری غیر بانکی، تعاونی‌های اعتبار و شرکت‌های لیزینگ می‌توانند دارایی‌هایی را که قبلاً به شخص یا اشخاصی به صورت اجاره به شرط تملیک واگذار نموده‌اند را به واسط بفروشند. با این نقل و انتقال رابطه بین بانی و واسط کاملاً قطع خواهد شد. با توجه به شرایط این دسته از نهادهای مالی که تسهیلات خود را تنها به صورت اجاره سرمایه‌ای اعطا می‌کنند، لذا تنها می‌توان اوراق اجاره سرمایه‌ای (به شرط تملیک) را برای این دسته از اوراق طراحی نمود. در این صورت درآمد صاحبان اوراق کاملاً قابل پیش بینی است. این اوراق نوعی از اوراق رهنی (خرید دین) محسوب می‌شوند و می‌توان آن‌ها از نقطه نظر این نوع از ابزارهای مالی مورد بررسی قرار داد.

## ریسک‌های اوراق اجاره

امروزه ریسک و نوسانات در کانون توجه تمام ناشرین، سرمایه‌گذاران و حتی مسئولان و کارشناسان کشورها قرار گرفته است. بدلیل اهمیت و اثر گذاری بالای ریسک در فرآیند تامین مالی و انتشار اوراق بهادار، باید ریسک‌ها را شناسایی، محاسبه و مدیریت نمود. جهت بررسی دقیق‌تر ریسک‌های اوراق اجاره، ریسک‌ها بر اساس مدل شبکه‌ای به دو گروه ریسک‌های مالی و غیر مالی تقسیم شده‌اند. منظور از ریسک‌های مالی، ریسک‌هایی است که می‌توان آن‌ها را مورد اندازه‌گیری کمی (با دقت نسبتاً بالا) قرار داد. در مقابل ریسک‌های غیر مالی قابلیت اندازه‌گیری ندارند و یا اندازه‌گیری آن‌ها بسیار مشکل است.

### الف. ریسک‌های مالی

1. **ریسک جمع آوری وجوه نقد به میزان کافی.** ممکن است در مدت پذیره‌نویسی، تمامی اوراق اجاره به فروش نرسد. در این حالت ناشر و بانی با ریسک جمع‌آوری وجوه نقد به میزان کافی مواجه می‌شوند و نمی‌توانند دارایی مورد نیاز خود را خریداری کنند. جهت پوشش این ریسک می‌توان از خدمت تعهد پذیره‌نویسی نهادهای مالی از جمله شرکت‌های تامین سرمایه استفاده کرد.

2. **ریسک نکول.** به احتمال پرداخت نکردن به موقع تعهدات مالی ناشر<sup>1</sup> ریسک نکول گفته می‌شود. در اوراق اجاره، نکول زمانی رخ می‌دهد که بانی نتواند یا نخواهد اجاره‌بهای سرمایه‌گذاران را به موقع پرداخت نماید. جهت اطلاع از این ریسک می‌توان به رتبه اعتباری ناشر که توسط موسسات رتبه‌بندی اعتباری تعیین می‌شود مراجعه کرد.<sup>2</sup> جهت پوشش این ریسک، می‌توان از تضامین بانی و یا از ضمانت‌نامه‌های بانکی استفاده نمود. بانی می‌تواند سفته، چک یا مبلغی به اندازه اجاره‌بهای 3 الی یک یا چند دوره را در حسابی نزد امین قرار دهد، تا در صورتی که به دلایلی در برخی از ماه‌ها نتواند اجاره بها را پرداخت نماید، امین به صورت قانونی از حساب مذکور اجاره بها را کسر نموده و به سرمایه‌گذاران پرداخت نماید (این راهکار جهت پوشش ریسک نقدینگی نیز مناسب می‌باشد. 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 نماید. این راهکار مدت‌ها است که برای انتشار اوراق مشارکت مورد استفاده قرار می‌گیرد.

---

<sup>1</sup> Issuer

<sup>2</sup> در رتبه اعتباری، ریسک ورشکستگی نیز در نظر گرفته می‌شود.

3. **ریسک نقدینگی.** به احتمال ناتوانی شرکت در ایفای تعهدات مالی کوتاه مدت ریسک نقدینگی<sup>1</sup> نامیده می‌شود. این ریسک ناشی از سه عامل عدم توانایی اجرای تعهدات مالی کوتاه مدت، عدم توانایی تامین منابع مالی کوتاه مدت در هنگام نیاز و نیز عدم توانایی تامین مالی کوتاه مدت با هزینه‌های مقرون به صرفه می‌باشد. در مورد اوراق اجاره ریسک نقدینگی عبارت است از ریسکی که بانی قادر به فروش محصولات یا خدمات خود به قیمت متداول بازار نیست و از این رو نقدینگی کافی برای پرداخت اجاره بهای اوراق وجود ندارد. دلایلی چون عدم وجود تقاضا جهت خرید محصولات را می‌توان عامل ایجاد چنین ریسکی دانست. ریسک نقدینگی، یکی از ریسک‌های مهم و قابل توجه برای بانی بوده و حتی ممکن است سبب ورشکستگی آن در شرایط نامناسب اقتصادی شود. این ریسک ارتباط نزدیکی با ریسک نکول دارد. موسسات رتبه‌بندی اعتباری هنگام اعطای رتبه اعتباری به این ریسک نیز توجه ویژه‌ای دارند. مهمترین روش‌های مدیریت این ریسک شامل نگهداری اوراق بهادار با قدرت نقدشوندگی بالا توسط بانی (مثل اوراق مشارکت)، استفاده از تحلیل شکاف نقدینگی بین جریان‌ات نقدی ورودی و خروجی<sup>2</sup>، کسب خطوط اعتباری کوتاه مدت برای مواقع بحرانی، توسعه همکاری و ارتباطات با بانک‌ها و قراردادن مقداری وجه نقد در حسابی مسدودی نزد امین جهت پرداخت اجاره بها در مواقع لزوم می‌باشد.

4. **ریسک نرخ سود.** ریسک نرخ سود عبارت است از تغییری که در ارزش اوراق بهادار، بدلیل تغییر در نرخ بازده سایر فرصت‌های سرمایه‌گذاری اتفاق می‌افتد. در مورد اوراق اجاره نکته حائز اهمیت آن است که سود (اجاره‌بهای) سرمایه‌گذاران در بسیاری از موارد ثابت است. به عبارت دیگر میزان اجاره بهای اوراق در زمان انتشار اوراق در امی‌نامه و قراردادهای مرتبط کاملاً مشخص می‌شود و تنها حالت انعطاف پذیری که وجود دارد آن است که مبلغ اجاره بها با درصد خاصی که از ابتدا مشخص است رشد کند. از طرف دیگر از آنجا که نمی‌توان اجاره بها را معلق به نرخ دیگری مانند نرخ سود علی الحساب اوراق مشارکت دولتی، نرخ سود علی الحساب سپرده‌های بانکی و... وابسته نمود بنابراین دارندگان اوراق اجاره در اکثر انواع اوراق اجاره، در هر دوره، اجاره بهای ثابتی را دریافت می‌کنند.

بدلیل ثابت بودن اجاره‌بها، افزایش نرخ سود علی الحساب اوراق مشارکت، سود سپرده‌های بانکی یا سایر فرصت‌های سرمایه‌گذاری سبب می‌شود دارندگان اوراق با ریسک سود و هزینه فرصت سرمایه‌گذاری مواجه شوند؛ و در صورتی که اوراق اجاره دارای بازار ثانویه باشند کاهش ارزش بازاری آن‌را در پی خواهد داشت. بنابراین افزایش نرخ سود سرمایه‌گذاری بازارهای موازی، سبب می‌شود سرمایه‌گذاران در مقایسه با فرصت‌های موجود، سود کمتری را دریافت نمایند زیرا خریداران با کاهش قیمت بازاری اوراق، سعی در جبران نرخ بازده مورد انتظار

---

<sup>1</sup> Liquidity Risk

<sup>2</sup> Liquidity gap analysis

خواهند داشت. از اینرو دارندگان اوراق اجاره با ریسک نرخ سود مواجه هستند. البته عکس حالت فوق نیز صادق است یعنی زمانی که نرخ سود علی الحساب اوراق مشارکت یا سپرده‌های بانکی کاهش یابد، قیمت بازاری اوراق اجاره افزایش خواهد داشت.

**5. ریسک سرمایه‌گذاری مجدد.** یکی از ریسک‌های مرتبط با سرمایه‌گذاری، به خصوص در اوراق بهادار با درآمدهای میان دوره‌ای، ریسک سرمایه‌گذاری مجدد<sup>1</sup> جریان‌های میان دوره‌ای می‌باشد. به عبارت دیگر ریسک سرمایه‌گذاری مجدد، مربوط به دارایی‌های مالی است که بیش از یک جریان نقدی دارند. بازدهی این گونه سرمایه‌گذاری‌ها به نحوه سرمایه‌گذاری مجدد جریان‌های نقدی که در طول دوره سرمایه‌گذاری دریافت می‌شوند بستگی دارد. این ریسک در جهت معکوس ریسک نرخ بهره (نرخ سود بانکی) تغییر می‌کند و افزایش نرخ سود سبب کاهش قیمت اوراق با درآمد ثابت شده و اثر نامساعد بر ثروت دارندگان اوراق می‌گذارد. در حالی که اثر ریسک سرمایه‌گذاری مجدد جریان‌های نقدی میان دوره‌ای برای سرمایه‌گذاران مساعد و مطلوب است و دارنده اوراق می‌تواند جریان‌های دریافتی ناشی از سود یا اجاره بها را با نرخ بالاتری سرمایه‌گذاری نموده و ثروت خود را افزایش دهد. برای اوراق بهاداری که فقط یکبار جریان نقدی خود را ارائه می‌کنند مثل اوراق اجاره‌ای که همانند اوراق قرضه بدون بهره<sup>2</sup> باشد این ریسک وجود ندارد ولی برای اوراق بهاداری که سود یا اجاره بهای بالایی را پرداخت می‌کنند این ریسک بالاتر است. جهت کاهش ریسک سرمایه‌گذاری مجدد می‌توان در اوراق اجاره‌ای که تنها یک سررسید دارند سرمایه‌گذاری نمود.

**6. ریسک نرخ ارز.** انتشار اوراق اجاره برای سرمایه‌گذاران داخلی ریسک نرخ ارز را در پی نخواهد داشت مگر اینکه اجاره‌بها به صورت ارزی (دلار، یورو و...) پرداخت شود. بدلیل نظام نرخ ارز میخکوب (خزنده) حاکم بر کشور از یک سو و از سوی دیگر سود بالای اوراق بهادار با درآمد ثابت (مانند اوراق مشارکت فعلی) و نیز سپرده‌های بانکی در مقایسه با سایر کشورهای دنیا، برای سرمایه‌گذار خارجی مقرون به صرفه است که اوراق منتشر شده را به ریال خریداری نماید و بدین وسیله سود زیادی را کسب کند. امکان استفاده از این فرصت در صورتی فراهم خواهد شد که بانک مرکزی اجازه ورود و خروج ارز را برای این سرمایه‌گذاران صادر نماید و حمایت‌های لازم از وی در مواجهه با نوسانات نرخ ارز صورت پذیرد.

**7. ریسک نقدشوندگی.** نقدشوندگی یکی از اصلی‌ترین عوامل موثر در انتخاب اوراق بهادار به حساب می‌آید. نقدشوندگی یک ورقه بهادار، عبارت است از سهولت معامله ورقه بهادار در یک بازار خاص. نقدشوندگی در قالب

---

<sup>1</sup> Reinvestment Risk

<sup>2</sup> Zero Coupon

زمان و هزینه، قابل بررسی و تحلیل است. با فرض پذیرش اوراق اجاره در یکی از بورس‌های اوراق بهادار (مانند بورس اوراق بهادار تهران یا فرابورس ایران)، ریسک نقدشوندگی آن همانند سهام خواهد بود و بر اساس شرایط بازار (میزان تقاضا، میزان عرضه، نرخ تورم، نرخ سود بانکی، وجود یا عدم وجود بازارگردان و...) تعیین خواهد شد. ریسک نقدشوندگی را با ایجاد ساز و کارهایی مانند تعهد بازخرید اوراق توسط بانی، ناشر و یا ضامن، اعطای اختیار فروش به سرمایه‌گذاران، لیست شدن در یکی از بورس‌های اوراق بهادار (تهران و یا فرابورس ایران) و نیز استفاده از بازارگردان در بازار ثانویه پوشش داد.

**8. ریسک اعمال اختیار.** مهندسان مالی جهت طراحی ابزارهای مناسب، در برخی مواقع اقدام به طراحی اوراقی با ویژگی‌های خاص می‌نمایند. برخی از اوراق بهادار اسلامی دارای یکسری از اختیارات برای طرفین (ناشر و سرمایه‌گذاران) می‌باشند. اوراق اجاره به عنوان نوع خاصی از ابزارهای اسلامی نیز می‌تواند دارای چنین ویژگی‌هایی باشد. این اختیارات ممکن است برای ناشر یا بانی اوراق باشد. از جمله اختیاراتی که می‌توان برای بانی در نظر گرفت اختیار بازخرید اوراق<sup>1</sup> است. در صورت وجود چنین اختیاری برای بانی، وی می‌تواند تا قبل از پایان سررسید یا در زمان‌های خاص، اوراق را بازخرید نماید. وجود این اختیار سبب کاهش ریسک بانی و افزایش ریسک سرمایه‌گذاران خواهد شد.

اختیار فروش اوراق، از جمله اختیاراتی است که ممکن است برای سرمایه‌گذاران وجود داشته باشد. در طرف مقابل اگر سرمایه‌گذاران دارای اختیار فروش اوراق باشند، می‌توانند در طول سررسید اوراق، در صورت کاهش قیمت اوراق با اعمال اختیار، آن‌را به بانی بفروشند و بدین ترتیب خود را در مقابل ریسک‌های مختلف (ریسک تورم، ریسک سود و...) پوشش دهند. این اختیار سبب افزایش ریسک بانی می‌شود. این نوع اختیار در ابتدای قرارداد اجاره و در قالب شرط ضمن عقد می‌تواند ایجاد شوند. وجود چنین اختیاراتی برای هر یک از طرفین، به تناسب، ریسک اوراق را افزایش می‌دهد. وجود چنین اختیاراتی جهت کاهش ریسک یکی از طرفین است که به طور معمول افزایش ریسک طرف دیگر را در پی دارد.

**9. ریسک هزینه‌های غیرجاری.** براساس قوانین فقهی و حقوقی، هزینه‌های غیرعملیاتی یا هزینه‌های غیر جاری دارایی موضوع قرارداد اجاره، بر عهده موجر می‌باشد. به عبارت دیگر موجر ملزم است هزینه‌هایی که جهت انتفاع از دارایی لازم و ضروری است را انجام دهد. به همین دلیل در اوراق اجاره نیز تمامی هزینه‌های غیرعملیاتی بر عهده موجر (دارندگان اوراق اجاره) می‌باشد و بنابراین سرمایه‌گذاران با ریسک هزینه‌های غیر عملیاتی مواجه

---

<sup>1</sup> Call Risk



خواهند شد. به عنوان مثال فرض شود دارایی یک هواپیما باشد، آنگاه تمامی هزینه‌های اصلی که جهت انتفاع از هواپیما ضروری است بر عهده سرمایه‌گذاران خواهد بود. با فرض چنین حالتی ریسک دارندگان اوراق به شدت افزایش خواهد یافت. بنابراین دارندگان اوراق اجاره با دو ریسک مواجه خواهند بود:

1. ریسک نبود اطمینان از دریافت مبلغی مشخص در زمان‌های از پیش تعیین شده (بدلیل کسر هزینه‌های غیر عملیاتی نامشخص، از مبلغ اجاره بهای پرداختی)،

2. ریسک نبود اطلاع از زمان کسر این هزینه‌ها از اجاره بها. زیرا پس از انجام تعمیرات احتمالی لازم روی دارایی، هزینه‌ها کسر شده، و مابقی به عنوان اجاره بها به دارندگان اوراق اجاره تعلق خواهد گرفت.

می‌توان جهت پوشش ریسک هزینه‌های غیر عملیاتی، بر اساس شرط ضمن عقد هزینه‌های غیر عملیاتی را بیمه کرد یا بر عهده فرد دیگری قرار داد.

## ب. ریسک‌های غیر مالی

1. **ریسک شریعت.** یکی از مهمترین ریسک‌هایی که ابزارهای مالی اسلامی با آن مواجه هستند ریسک شریعت است. در ایران بدلیل اینکه قوانین و مقررات اسلامی دقیقی وجود دارد، ریسک شریعت نسبت به سایر کشورها پایین‌تر است. به علاوه لزوم دریافت مجوز انتشار اوراق بهادار اسلامی از سازمان بورس و اوراق بهادار به عنوان سازمان ناظر، این ریسک را به حداقل ممکن کاهش می‌دهد. سازمان بورس و اوراق بهادار به منظور حداقل نمودن این ریسک، "کمیته تخصصی فقهی" ایجاد نموده است تا این‌گونه مسائل را از نقطه نظر فقهی به صورت دقیق مورد بررسی قرار داده و ریسک شریعت را به حداقل برساند.

2. **ریسک قوانین و مقررات.** ریسک قوانین و مقررات یکی از انواع مهم ریسک سرمایه‌گذاران است. در زمینه این ریسک دو نکته حائز اهمیت است. نکته اول آنکه مجوز انتشار عرضه عمومی اوراق بهادار در بازار اولیه و ثانویه در عرضه‌های عمومی توسط سازمان بورس و اوراق بهادار صادر می‌شود. نکته دوم آنکه بسیاری از ریسک‌های اوراق اجاره (به ویژه ریسک‌های عملیاتی) را می‌توان در قالب عقد قراردادهای حقوقی معتبر پوشش داد. بنابراین ریسک قوانین و مقررات با توجه به شرایط کنونی کشور نسبتاً اندک می‌باشد.

3. **ریسک از بین رفتن کلی یا جزئی دارایی.** سرمایه‌گذاران با این ریسک زمانی مواجه می‌شوند که دارایی مبنای انتشار اوراق از بین رود. جهت پوشش این ریسک می‌توان از پوشش‌های بیمه‌ای استفاده نمود. باید توجه داشت که

تمامی دارایی‌ها با چنین ریسکی مواجه نیستند. به عنوان نمونه در صورتی که دارایی زمین باشد، با ریسک از بین رفتن دارایی مواجه نخواهد بود.

**4. ریسک استهلاک تدریجی دارایی.** ریسک استهلاک تدریجی دارایی مربوط به اوراق اجاره‌ای است که مبتنی بر اجاره عملیاتی منتشر می‌شوند. دارایی پایه اوراق اجاره ممکن است استهلاک‌پذیر (مانند ساختمان یا ماشین‌آلات) یا استهلاک‌ناپذیر باشد (مانند زمین). در صورتی که دارایی استهلاک‌پذیر باشد نرخ و میزان استهلاک در امید نامه که توسط ناشر منتشر می‌شود به صورت دقیق آورده خواهد شد و سرمایه‌گذاران با اطلاع از میزان استهلاک اقدام به خرید اوراق می‌نمایند. در این حالت دارندگان اوراق با ریسک ارزش اسقاط دارایی هنگام اتمام قرارداد مواجه هستند (در صورتی که اجاره از نوع اجاره عادی باشد). به عبارت دیگر اگر دارایی در زمان فروش (اتمام سررسید اوراق)، قیمتی کمتر از میزان پیش بینی شده در امیدنامه داشته باشد، بازدهی سرمایه‌گذاران کمتر از بازدهی مورد انتظار خواهد شد، همچنین در صورتی که ارزش اسقاط بیش از میزان پیش بینی شده باشد با سود مواجه می‌شوند.

**5. ریسک‌های عملیاتی.** انتشار اوراق اجاره مانند هر ورقه بهادار دیگر دارای ریسک‌های عملیاتی است. این ریسک در ابزارهای مالی اسلامی که از ترکیب چندین قرارداد به وجود می‌آیند و ارکان نسبتاً بیشتری نسبت به اوراق بهادار متعارف (مانند اوراق قرضه) دارند از اهمیت بیشتری برخوردار است. تدوین مقررات ناظر بر انتشار اوراق اجاره پوشش ریسک‌های عملیاتی انتشار آن را در پی دارد. به نظر می‌رسد جهت انتشار اوراق اجاره، سه نوع ریسک عملیاتی قابل تصور باشد که عبارتند از:

1. **ریسک ورشکستگی واسط.** این ریسک با توجه به ساختار کنونی نهاد واسط از بین رفته است.
2. **ریسک نفروختن دارایی به واسط.** این ریسک با توجه به ساختار کنونی نهاد واسط از بین رفته است.
3. **ریسک اجاره نکردن دارایی توسط بانی.** این ریسک از طریق اخذ تعهدات یا ضمانت‌نامه‌هایی از بانی حذف می‌شود.

## اوراق سفارش ساخت (استصناع)

### مقدمه

اوراق استصناع (صکوک استصناع و یا اوراق سفارش ساخت) از جمله اوراق بهادار جدیدی است که تا کنون در برخی از کشورها طراحی و منتشر شده است. این نوع از اوراق مبتنی بر عقد استصناع بوده و از جمله اوراق بهادار با بازدهی ثابت محسوب می‌شوند. اوراق استصناع با هدف ایجاد ابزاری جدید در زمینه تامین مالی پروژه‌ها و تامین مالی پیمانکاران طراحی شده است.

### ماهیت اوراق سفارش ساخت

استصناع در لغت به معنای سفارش ساخت چیزی است. واژه استصناع در لغت از باب استفعال از ماده «صنع» بوده و به معنای طلب و سفارش ساخت چیزی است. در استعمال عرفی استصناع عبارت است از اینکه کسی با تولید کننده‌ای قرارداد ببندد که چیز مشخصی را در زمان معینی برایش بسازد. در این حال، قراردادی میان این دو به امضا می‌رسد که تولید کننده تعداد مورد توافق را برای وی بسازد و قیمت آنرا دریافت دارد. از این رو استصناع در اصطلاح فقهی و حقوقی به قراردادی اطلاق می‌شود که به موجب آن یکی از طرفین قرارداد، در مقابل مبلغی معین، ساخت و تحویل چیز مشخصی را در زمان معین نسبت به طرف دیگر به عهده می‌گیرد.

بر اساس این تعریف، اوراق استصناع (سفارش ساخت) را می‌توان اوراق بهاداری دانست که ناشر بر اساس قرارداد سفارش ساخت منتشر می‌کند. در اوراق سفارش ساخت در قبال ساخت یک دارایی یا طرح مشخصی در آینده، مبلغی به سازنده (پیمانکار) پرداخت می‌شود. اوراق استصناع را می‌توان به صورت با نام و بی‌نام و همچنین قابل معامله و غیر قابل معامله منتشر کرد. مدت قرارداد سفارش ساخت مشخص است و بانی<sup>1</sup> می‌تواند سود دارندگان اوراق را در ابتدای دوره، انتهای دوره، با سررسیدهای ماهانه، فصلی یا سالانه پرداخت کند. از آنجا که این اوراق بیان‌گر مالکیت مشاع فرد در یک دارایی پایه است، می‌توان آن را در بازار ثانویه و به قیمتی که توسط عوامل بازار تعیین می‌شود، معامله کرد. بدین گونه در صورتی که به هر دلیل، سرمایه‌گذاران (خریدار اوراق) نیاز به پول نقد داشته باشند می‌توانند همه یا بخشی از این اوراق را در بازارهای ثانویه یا توسط بانک‌های عامل مورد معامله قرار دهند و با فروش همراه تنزیل آن اوراق، به مبالغ موردنظر دست یابند.

### طراحی مالی اوراق سفارش ساخت

طراحی مالی اوراق سفارش ساخت همانند سایر انواع دیگر ابزارهای مالی می‌تواند بسیار متنوع باشد. مهمترین ارکان انتشار این ابزار نیز مانند اوراق اجاره شامل بانی<sup>2</sup> و نهاد واسط است با این تفاوت که در اوراق سفارش

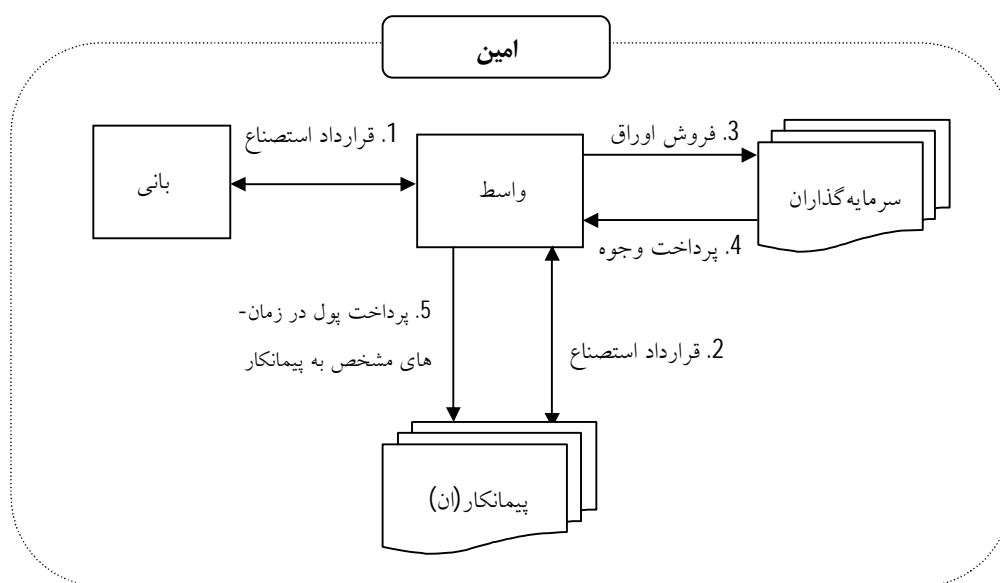
<sup>1</sup> Originator

<sup>2</sup> بانی شخص حقوقی است که اوراق استصناع جهت تامین مالی وی منتشر می‌شود.

ساخت پیمانکار(ان) نیز باید به عنوان رکن سوم انتشار اوراق اضافه شود.

در مدل مالی، بانی طبق قرارداد استصناع، ساخت کالا یا پروژه خاصی را به واسط سفارش می‌دهد. واسط نیز با قرارداد استصناع دومی، ساخت کالا یا طرح را به یک یا مجموعه‌ای از پیمانکاران واگذار می‌کند. براساس هر یک از این قراردادها طرفین متعهد می‌شوند کالا و وجه نقد را در زمان(های) مشخصی در آینده با یکدیگر مبادله نمایند. تمامی شرایط و الزامات قرارداد استصناع دوم باید همانند قرارداد استصناع نخست باشد.

بر اساس این مدل مالی، واسط به عنوان ناشر اوراق، به وکالت از طرف مردم ساخت دارایی را از طریق پیمانکار بر عهده می‌گیرد. بنابراین ضمن فروش اوراق سفارش ساخت، از مردم پول کافی جمع‌آوری می‌نماید و در فواصل زمانی مشخصی به پیمانکار پرداخت می‌کند.



پس از ساخت کالا یا طرح، پیمانکار آن را در اختیار واسط قرار داده و واسط به وکالت از طرف مردم (سرمایه-گذاران) مالک داری می‌شود. در مرحله بعد نیز واسط دارایی را به تملیک بانی در می‌آورد و در ازای آن وجه از پیش تعیین شده‌ای را دریافت نموده و به سرمایه‌گذاران پرداخت می‌نماید.

## منابع تکمیلی جهت مطالعه بیشتر

جهت کسب اطلاعات بیشتر می‌توانید به منابع زیر مراجعه فرمایید.

1. کتاب:

- a. موسویان، سید عباس. 1386. ابزارهای مالی اسلامی (صکوک). تهران: سازمان انتشارات پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی. صفحات 365 تا 376.

2. مقالات:

- a. تسخیری، محمد. 1386. مبانی شرعی اوراق بهادار اسلامی (صکوک)، مجله اقتصاد اسلامی. شماره 27. پاییز.
- b. سروش، ابوذر و صادقی، محسن. 1386. مدیریت ریسک اوراق بهادار اجاره (صکوک) اجاره. شماره 27. پاییز.
- c. سعیدی، علی و سروش، ابوذر. 1388. ابعاد حسابداری و مالیاتی اوراق اجاره در ایران. شماره 33. بهار.

3. مقررات:

- a. دستورالعمل انتشار اوراق اجاره، مصوب 1389/05/11 شورای عالی بورس
- b. دستورالعمل فعالیت نهادهای واسط، مصوب 1389/05/11 شورای عالی بورس