

## نقش صکوک اجاره و اوراق مشارکت در تأمین مالی

### شرکت‌ها

سید علی حسینی\*

استادیار دانشگاه الزهرا (س)

هانیه حکمت

دانشجوی کارشناسی ارشد دانشگاه الزهرا (س)

معصومه کاشف

دانشجوی کارشناسی ارشد دانشگاه الزهرا (س)

### چکیده

با توجه به عدم مشروعیت ربا و ابزارهایی نظیر اوراق قرضه در کشورهای اسلامی، متخصصان حوزه‌ی مالی در این کشورها همواره به دنبال طراحی روش‌های جدید بوده‌اند. یکی از روش‌های مطرح شده در سال‌های اخیر، طراحی روش تأمین مالی از طریق انتشار صکوک می‌باشد؛ به طوری که در حال حاضر صکوک به عنوان ابزاری بسیار شناخته شده حتی در کشورهای غیر مسلمان هم مورد استفاده قرار می‌گیرد. در کشور ما از میان این ابزارها، اوراق اجاره و مشارکت بسیار رواج یافته است. در این مقاله سعی شده است با ارائه و تحلیل آمار و ارقام موجود، به بررسی و مقایسه‌ی تطبیقی این دو نوع اوراق به لحاظ مکانیزم مقبولیت و سهم هر یک در تأمین مالی شرکت‌ها پرداخته شود.

**واژه‌های کلیدی:** صکوک، اوراق اجاره، اوراق مشارکت، تأمین مالی، ابزارهای مالی اسلامی

### مقدمه

امروزه روش‌های تأمین مالی با نرخ بهره‌ی ثابت در نظام مالی سرمایه‌داری رایج است و ابزارهای بدهی تأمین مالی که مهم‌ترین آن اوراق قرضه است؛ در سطح بسیار گسترده‌ای کاربرد دارند. استفاده از این ابزار در نظام مالی اسلامی ربوی بوده و مردود شمرده شده است. از آنجایی که اسلام، مسلمانان را از دریافت و پرداخت ربا منع کرده است؛ متخصصان در کشورهای مسلمان همیشه به فکر طراحی ابزارهای مالی مطابق با شرع بوده‌اند. از جمله این ابزارها می‌توان به اوراق مشارکت اشاره نمود. از آن جایی که اوراق مشارکت بر مبنای یک طرح انتفاعی منتشر می‌گردد و در مدت زمان تا سررسید خود، سود علی‌الحساب و در سررسید به محاسبه سود قطعی و پرداخت آن به دارندگان اوراق می‌پردازد؛ با شرع مطابقت داشته و در سال‌های اخیر توسط شرکت‌های دولتی و غیر دولتی بسیاری انتشار یافته است. در ایران برای اولین بار اوراق مشارکت برای پروژه‌ی نواب صفوی در سال ۱۳۷۸ انتشار یافت.

مشکلی که در اوراق مشارکت منتشره توسط بانک مرکزی وجود داشت؛ این موضوع بود که این اوراق به پشتوانه یک طرح فیزیکی منتشر می‌گردد؛ در حالی که یکی از مهم‌ترین معضلات پیش روی شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی در سال‌های اخیر، نحوه‌ی تأمین مالی برای خرید دارایی و تأمین نقدینگی می‌باشد که در این گونه موارد چنین اوراقی کاربردی ندارد. لذا تلاش‌های کارشناسان و متخصصان مالی زیادی سبب به وجود آمدن ابزارهای مالی اسلامی جدیدی تحت عنوان صکوک گردید (شرکت کارگزاری بانک ملی ایران).

### اوراق بهادار اسلامی از ابتدا تا کنون

ایده‌ی اولیه‌ی طراحی و انتشار ابزارهای مالی اسلامی به نظریات اقتصاد اسلامی ارائه شده طی ۴۰ سال گذشته بر می‌گردد. در آن سال‌ها، بانک‌های اسلامی جهت غلبه بر مشکلات نقدینگی، به جای استفاده از اوراق قرضه به استفاده از ابزارهای مالی جدیدی روی آوردند که همگی مبتنی بر عقود اسلامی مانند اجاره، مشارکت، مضاربه و... بودند. در جولای ۱۹۸۳، بانک مرکزی مالزی به عنوان پیشرو در این زمینه، از اوراق بهادار دولتی یا اسناد خزانه که بهره پرداخت می‌کردند؛ استفاده نکرد و به جای آن از اوراق بدون بهره به نام گواهی سرمایه‌گذاری دولتی استفاده کرد. این اوراق، بهره‌ی از پیش تعیین شده نداشتند؛ بلکه نرخ بازدهی آن‌ها توسط دولت

اعلام می‌شد. نرخ سود از رابطه‌ی ثابتی تبعیت نمی‌کرد و بر ملاحظات کیفی طرح بیشتر تاکید می‌شد. برای تعیین نرخ بازدهی، معیارهای مختلفی از جمله شرایط کلان اقتصادی، نرخ تورم و نرخ بازدهی سایر اوراق بهادار مشابه مورد توجه قرار می‌گرفت. بدین ترتیب شبهه‌ی ربوی بودن سود به ظاهر برطرف می‌شد و افراد مسلمان اقدام به خرید این اوراق می‌کردند (سوری، ۱۳۸۸).

آیت الله صدر به عنوان یکی از پیشگامان اقتصاد اسلامی، اقدام به معرفی پارادایم‌های جدیدی در این حوزه نمود. به موازات گسترش نظری موضوعات اقتصاد اسلامی، تلاش‌های زیادی 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 کردند.

محققین خارجی ایده‌ی انتشار اوراق اجاره به عنوان نخستین ابزار مالی اسلامی را به **مندرقحف** نسبت می‌دهند که نظرات خود را در مقاله‌ی ای با عنوان "*استفاده از اوراق بهادار اجاره‌ی دارایی برای پوشش شکاف بودجه*" در سال ۱۹۹۷ مطرح کرد (سروش، ۱۳۹۰). با وجود این، انتشار عملی صکوک (به خصوص صکوک اجاره) برخاسته از دو عامل اساسی است: اولین عامل از تولد ایده‌ی ای که درون مؤلفه‌های شریعت می‌باشد؛ ناشی می‌شود و عامل دوم، افزایش تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار در بازارهای مالی بوده است. ایده‌ی تبدیل کردن دارایی‌ها به اوراق بهادار در دهه‌ی ۱۹۸۰ در تأمین مالی متعارف رایج شد و در دهه‌ی ۱۹۹۰ در ساختارهای مختلف معاملات مالی توسط بانک‌های سرمایه‌گذاری اسلامی مورد استفاده قرار گرفت.

قبل از انتشار اولین صکوک جهانی توسط مالزی در دسامبر ۲۰۰۱ میلادی، موسسه‌ی پولی بحرین برای اولین مرتبه در حوزه‌ی کشورهای خلیج فارس در ۱۳ ژوئن سال ۲۰۰۱، اسناد دولتی مطابق با قوانین اسلامی منتشر کرد. ارزش این اسناد ۲۵ میلیون دلار آمریکا، به شکل اوراق ۳ ماهه و با عنوان اوراق بهادار "صکوک سلم" بود (شرکت تأمین سرمایه نوین، ۱۳۹۰).

در دهه ۶۰ شمسی، جمهوری اسلامی ایران توانست بانکداری اسلامی را به طور کامل و بدون وجود سیستم موازی به اجرا درآورد.

ایران در سال ۱۹۹۴ (۱۳۷۳) مقررات ناظر بر انتشار اوراق مشارکت را تهیه کرد و شهرداری تهران به عنوان ناشر، **اولین اوراق مشارکت** را (در قالب **نخستین ابزار مالی اسلامی**) منتشر نمود. به دلیل عدم اطلاع محققان حوزه‌ی مطالعات اسلامی از این ابداع کشورمان، بسیاری از آن‌ها ایده‌ی طراحی و انتشار ابزارهای اسلامی در بازار سرمایه‌ی ایران را به اوایل سال‌های ۱۹۹۷

(۱۳۷۶) یعنی ۳ 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. با وقوع حوادث ۱۱ سپتامبر، مسلمانان به علت مواجهه با مشکلات متعدد در کشورهای غربی، بیش از پیش به استفاده از ابزارهای اسلامی بازار سرمایه و سرمایه‌گذاری در کشورهای اسلامی روی آوردند. از آن زمان کلمه صکوک در دنیا بسیار گسترش یافت تا جایی که حتی کشورهای غیر اسلامی جهت جذب سرمایه مسلمانان اقدام به استفاده از این ابزار نمودند (ابوذر، ۱۳۹۰). استفاده از لفظ صکوک برای اوراق بهادار اسلامی نخستین بار در سال ۲۰۰۲ در جلسه‌ی فقهی بانک توسعه‌ی اسلامی پیشنهاد شد (ابوذر و صدیقی، ۱۳۸۷).

در حال حاضر چندین کشور در زمینه‌ی انتشار صکوک فعال هستند؛ ولی روند انتشار در سطح شرکت‌ها به سرعت بیشتری نیاز دارد. در طول چند سال گذشته بخش عمده‌ی حجم صکوک منتشر شده مربوط به انتشار توسط دولت‌ها (و نه شرکت‌ها) بوده است. با توجه به کاهش تأمین مالی از طریق انتشار سهام جدید (IPO) توسط شرکت‌ها در سال‌های اخیر در کشورهای مختلف از جمله کشورهای اسلامی منطقه، حجم تأمین مالی از حدود ۱۳ میلیارد دلار در سال ۲۰۰۷ میلادی به حدود ۱۰۰ میلیون دلار در سال ۲۰۱۰ میلادی کاهش پیدا کرده است و این کشورها به ابزارهای تأمین مالی جدید از جمله اوراق مشارکت و صکوک جهت تأمین مالی رو آورده‌اند و لذا سال ۲۰۱۱ بیشترین میزان انتشار این اوراق را داشته است (شرکت تأمین سرمایه نوین، ۱۳۹۰).

### صنعت اوراق بهادار در ایران

همان‌گونه که پیش‌تر اشاره شد، مرجع صدور اوراق بهادار در ایران بانک مرکزی و سازمان بورس و اوراق بهادار می‌باشند که هر یک انواعی از اوراق بهادار به شرح زیر را منتشر می‌کنند:

## مراجع صدور مجوز برای انتشار اوراق بهادار در ایران:

### ۱. بانک مرکزی

بانک مرکزی در راستای تجمیع سپرده‌های اندک مردم و به کارگیری آن در طرح‌های سرمایه‌گذاری، اقدام به انتشار گواهی سپرده‌ی، گواهی سپرده‌ی خاص و اوراق مشارکت دولتی و شهرداری‌ها می‌کند.

**گواهی سپرده‌ی عام:** گواهی سپرده‌ی عام، وجوه را با هدف سرمایه‌گذاری در طیف گسترده‌ای از دارایی‌های متنوع بانک، از سپرده‌گذاران دریافت می‌کند. دستورالعمل گواهی سپرده مدت دار ویژه‌ی سرمایه‌گذاری (عام) مصوب نهصد و سی و دومین جلسه‌ی شورای پول و اعتبار مورخ ۱۳۸۷/۱۱/۳ می‌باشد. طبق ماده‌ی ۵ دستورالعمل مزبور مدت و سود علی‌الحساب این گونه سپرده‌ها متناسب با سایر سپرده‌ها توسط کمیسیون اعتباری بانک مرکزی تعیین می‌شود.

**گواهی سپرده‌ی خاص:** در گواهی سپرده‌ی خاص، وجوه با هدف سرمایه‌گذاری در پروژه (های) خاص گردآوری می‌شود.

دستورالعمل گواهی سپرده مدت دار ویژه سرمایه‌گذاری (خاص) نیز مصوب نهصد و سی و دومین جلسه شورای پول و اعتبار مورخ ۸۷/۱۱/۳ می‌باشد. طبق ماده ۳ دستورالعمل مزبور، گواهی سپرده خاص قابل انتقال به غیر بوده و سپرده‌گذاران می‌توانند این گواهی را بدون فسخ عقد وکالت و تحمل جریمه در سازمان بورس و اوراق بهادار، بانک‌ها یا مؤسسات اعتباری معامله و حقوق خود را صلح نمایند.

**اوراق مشارکت دولتی و شهرداری‌ها:** طبق بند ۴ ماده‌ی ۱ آیین نامه اجرایی قانون نحوه‌ی

انتشار اوراق مشارکت، اوراق مشارکت عبارت است از:

"اوراق بهادار با نام یا بی نامی که به موجب قانون یا مجوز بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران به قیمت اسمی مشخص برای مدت معین و برای تأمین بخشی از منابع مالی مورد نیاز طرح‌های عمرانی - انتفاعی دولت مندرج در قوانین بودجه سالانه‌ی کشور یا برای تأمین منابع مالی مورد نیاز جهت ایجاد، تکمیل و توسعه طرح‌های سود آور تولیدی، ساختمانی و خدماتی توسط دولت، شرکت‌های دولتی و شهرداری‌ها منتشر می‌شود و به سرمایه‌گذارانی که قصد مشارکت در اجرای طرح‌های یاد شده را دارند از طریق عرضه‌ی عمومی واگذار می‌گردد."

## ۲. سازمان بورس و اوراق بهادار

- انواع اوراق بهاداری که تحت نظارت سازمان بورس و اوراق بهادار منتشر می‌شود، عبارتند از:
- سهام عادی:** انتشار سهام را می‌توان به دو بخش طبقه بندی نمود:
۱. انتشار سهام توسط شرکتی که در مرحله‌ی تاسیس است.
  ۲. انتشار سهام توسط شرکتی که موجود است و برای تأمین مالی خود اقدام به افزایش سرمایه می‌کند (شرکت تأمین سرمایه نوین، ۱۳۹۰).

## واحدهای صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک

**صکوک:** در اوراق قرضه ناشر تنها متعهد می‌شوند اصل و فرع این اوراق را در زمان سررسید به دارندگان آن پرداخت کند و در مقابل قرض دهندگان نیز هیچ دخالتی در چگونگی فعالیت قرض گیرندگان نداشته و در شرایط رکود و رونق با اطمینان کامل بازدهی حاصل از نرخ بهره را دریافت می‌دارند (شرکت تأمین سرمایه نوین، ۱۳۹۰).

یکی از ابزارهای مناسبی که می‌تواند جایگزین خوبی برای اوراق قرضه باشد؛ صکوک است. صکوک دارای بازده ثابت به اضافه سهمی از سود یا زیان ناشی از سرمایه‌گذاری است که درصد سود و زیان می‌تواند ثابت یا شناور باشد. به این ترتیب، بازده صکوک مقدار ثابتی نیست و بر حسب ارزش واقعی محاسبه می‌شود (شرکت تأمین سرمایه نوین، ۱۳۹۰). صکوک اوراق بهادار اسلامی است که با درگیر کردن یک دارایی مشخص فیزیکی منطبق با قانون بانکداری اسلامی و بدون ربا است. صکوک جمع کلمه عربی صک می‌باشد که آن هم معرب واژه‌ی چک در زبان فارسی است.

سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی، صکوک را این‌گونه تعریف کرده است: "گواهی‌هایی با ارزش اسمی یکسان که پس از اتمام عملیات پذیره نویسی، بیانگر پرداخت مبلغ اسمی مندرج در آن توسط خریدار به ناشر است و دارنده‌ی آن مالک یک یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها، منافع حاصل از دارایی و یا ذینفع یک پروژه یا یک فعالیت سرمایه‌گذاری خاص می‌شود" (حدادی، ۱۳۹۰).

به طور کلی به اوراق بهادار اسلامی انتفاعی با هدف تأمین مالی "صکوک" گفته می‌شود. اوراق بهادار اسلامی را می‌توان از ابعاد مختلفی دسته بندی کرد:

- بر اساس ترکیب عقود مختلف در طراحی اوراق بهادار اسلامی، می‌توان آن‌ها را به ۱۲ نوع تقسیم بندی کرد که شامل اوراق اجاره، مشارکت، سفارش ساخت (استصناع)، خرید دین (اوراق رهنی)، مرابحه (فروش اقساطی)، سلف، جعاله، مساقات، مضاربه، مزارعه، وقف و قرض الحسنه می‌باشد.
- منذرقحف، تقسیم بندی دیگری را بر اساس **بازدهی اوراق بهادار اسلامی (صکوک)** ارائه نموده است. از نظر وی اوراق بهادار اسلامی را می‌توان به صورت زیر تقسیم بندی کرد:
  ۱. اوراق بهادار با بازدهی ثابت
  ۲. اوراق بهادار با بازدهی متغیر
  ۳. اوراق بهادار قابل تبدیل
- تقسیم بندی دیگری نیز توسط آیت الله تسخیری ارائه شده است. بر اساس این تقسیم بندی می‌توان ابزارهای مالی را با توجه به **بازدهی اوراق بهادار اسلامی و نوع قرارداد** منعقد شده برای آن و با توجه به دارایی پایه به صورت زیر تقسیم نمود:
  ۱. اوراق مبتنی بر خرید و فروش دین (مانند اوراق سفارش ساخت، اوراق مرابحه)
  ۲. اوراق مبتنی بر خرید و فروش دارایی فیزیکی (اوراق اجاره)
  ۳. اوراق مبتنی بر مشارکت در سود طرح اقتصادی (اوراق مشارکت، مضاربه، مزارعه و مساقات)
- به نظر می‌رسد تقسیم بندی ابزارهای مالی در قالب زیر از تقسیم بندی‌های صورت گرفته کامل‌تر و مناسب‌تر باشد. این تقسیم بندی مبتنی بر هدف سرمایه‌گذار ایجاد شده است:
  ۱. اوراق بهادار غیرانتفاعی (اوراق وقف و اوراق قرض الحسنه)
  ۲. اوراق بهادار انتفاعی
- با درآمد ثابت (اوراق اجاره، اوراق مرابحه، اوراق سلف، اوراق سفارش ساخت (استصناع) و اوراق رهنی)
- با درآمد متغیر (به اوراق مشارکت، اوراق مضاربه، اوراق مساقات و اوراق مزارعه)

• قابل تبدیل (ابوذر، ۱۳۹۰).

در ادامه به شرح مختصری در خصوص هر یک از انواع صکوک پرداخته می‌شود:

**صکوک قرض الحسنه:** اوراق بهاداری است که بر اساس قرارداد قرض بدون بهره منتشر می‌شود و به موجب آن قرارداد، ناشر اوراق به میزان ارزش اسمی آن‌ها به دارندگان اوراق بدهکار است و بایستی در سررسید به آنان بپردازد. این اوراق که از سوی متفکران مسلمان پیشنهاد و در برخی کشورها به مرحله‌ی اجرا نیز رسیده، دو نوع می‌باشد: یکی اوراق قرض الحسنه بدون جایزه و دیگری اوراق قرض الحسنه با جایزه.

**صکوک اجاره:** اوراق بهاداری است که دارنده آن به صورت مشاع، مالک بخشی از دارایی است که منافع آن بر اساس قرارداد اجاره به مصرف کننده یا بانی واگذار شده است. در صکوک اجاره حق استفاده از منافع دارایی یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها در برابر اجاره بها از مالک به شخص دیگری 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 آن جا که صکوک اجاره اوراق بهاداری است که بیان گر مالکیت مشاع فرد است؛ می‌توان آن را در **بازار ثانویه** و به قیمتی که به وسیله عامل‌های بازار تعیین می‌شود، معامله کرد.

**صکوک مرابحه:** اوراق بهاداری است که دارندگان آن‌ها به صورت مشاع، مالک دارایی مالی (دینی) هستند که بر اساس قرارداد مرابحه حاصل شده است و دارنده‌ی ورق مالک و طلبکار آن دین است. این اوراق بازدهی ثابت داشته و قابل فروش در بازار ثانویه می‌باشند. بازار اولیه این اوراق مبتنی بر خرید و فروش نقد و نسیه دارایی خاص است که از نظر فقهی مشکلی ندارد و بازار ثانوی آن‌ها بر اساس جواز خرید و فروش دین است.

**صکوک مضاربه:** مضاربه در لغت یعنی تجارت با سرمایه دیگری و در اصطلاح عبارت است از اینکه شخصی (مالک)، مالی (سرمایه) را به دیگری (عامل) بدهد و در مقابل، سهم معینی از سود آن سرمایه را بگیرد؛ سود اوراق مضاربه بستگی کامل به سود فعالیت تجاری خواهد داشت. سود فعالیت تجاری نیز گرچه تا حدودی قابل پیش بینی است؛ اما در عمل تابع عوامل مختلفی است که احتمال دارد مغایر با پیش بینی درآید. در نتیجه سود اوراق کاملاً متغیر و در پایان دوره‌ی



مالی قطعی می‌شود. علمای شیعه برخلاف اهل تسنن عقد مضاربه را منحصر در تجارت می‌دانند؛ به همین جهت در ایران این عقد تنها در تجارت منعقد می‌گردد (موسویان، ۱۳۸۶).

**صکوک مشارکت:** اوراق بهادار با نامی که با مجوز سازمان کارگزاران بورس اوراق بهادار تهران به قیمت اسمی مشخص برای مدت معین جهت تأمین بخشی از منابع مالی مورد نیاز طرح‌های نوسازی و توسعه‌ی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس منتشر می‌شود. این اوراق بدون تضمین دولت و بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران انتشار می‌یابند.

**صکوک مزارعه:** اوراق بهاداری است که بر اساس قرارداد مزارعه طراحی شده است. ناشر اوراق مزارعه با واگذاری اوراق، وجوه متقاضیان اوراق را جمع‌آوری کرده، با آن وجوه اراضی قابل زراعت خریداری می‌کند؛ سپس آن اراضی را به قرارداد مزارعه از طرف دارندگان اوراق به کشاورزان واگذار می‌کند تا روی آن اراضی زراعت کنند و در پایان سال زراعی محصول را با هم تقسیم کنند. در اوراق مزارعه، دارنده‌ی اوراق نقش مالک زمین زراعی و ناشر اوراق نقش وکیل مالک و کشاورز نقش عامل (زارع) را ایفا می‌کند. پس اوراق مزارعه سند مالکیت مشاع دارنده‌ی اوراق بر اراضی مزروعی معین می‌باشد.

**صکوک مساقات:** اوراق مساقات اوراق بهاداری است که بر اساس قرارداد مساقات طراحی شده است؛ ناشر اوراق مساقات با واگذاری اوراق، وجوه متقاضیان اوراق را جمع‌آوری کرده با آن وجوه باغات قابل بهره‌برداری را خریداری سپس به وکالت از طرف دارندگان اوراق به قرارداد مساقات به باغبانان واگذار می‌کند تا به آن‌ها رسیدگی کنند و در پایان محصول به دست آمده را با هم تقسیم کنند. در این اوراق دارنده‌ی اوراق نقش مالک، ناشر نقش وکیل و باغبان نقش عامل در قرارداد مساقات را ایفا می‌کند و اوراق مساقات سند مالکیت مشاع دارندگان اوراق بر باغات معین است ([www.spv.ir](http://www.spv.ir)).

**صکوک استصناع:** 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 تأمین مالی پروژه‌ها و تأمین مالی پیمانکاران طراحی شده است. اوراق استصناع 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 بی نام و همچنین قابل معامله و غیر قابل معامله منتشر کرد (ابوذر، ۱۳۹۰).

**صکوک سلف:** در ساختار صکوک سلف (سلم)، یک موسسه با موسسه‌ی دیگری به نمایندگی از طرف خریداران صکوک سلف وارد قرارداد می‌شود و هدف از این قرارداد، این است که بین کالاها و خریداران واسطه شود و به عنوان یک رابط جهت تسهیل فعالیت اقدام نماید. در رابطه با انتشار صکوک سلف باید توجه داشت که کالاهایی که در این صکوک قرار می‌گیرند نباید جزء کالاهایی باشد که برای این عقود در شرع مجاز دانسته نشده‌اند؛ و بنابراین انواع طلا و سکه را نمی‌توان جهت انتشار صکوک سلف به عنوان دارایی پایه قرار داد (www.spv.ir).

از میان انواع صکوک مذکور، صکوک اجاره و مشارکت پرکاربردترین انواع آن می‌باشند که در این مقاله نیز به بررسی بیشتر آن‌ها پرداخته می‌شود (شرکت تامین سرمایه امین، ۱۳۹۰).

### صکوک اجاره و مکانیزم انتشار آن

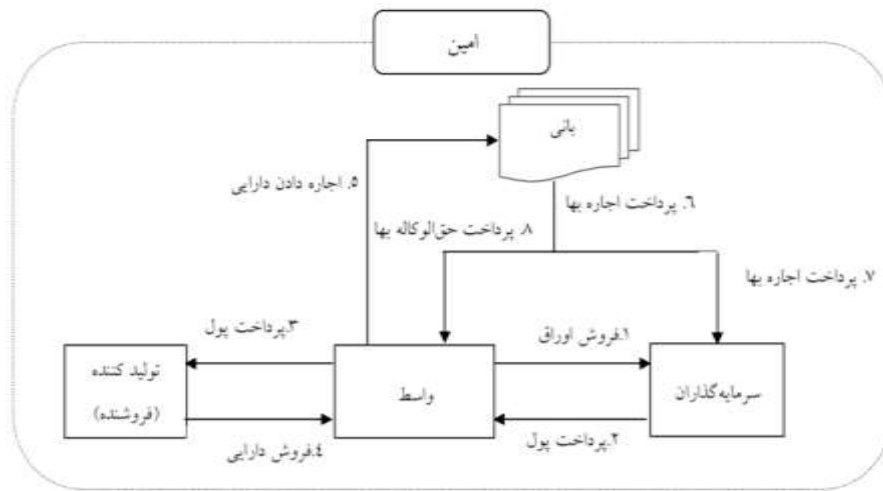
اوراق اجاره را می‌توان از جهات مختلفی تقسیم بندی کرد:

بر اساس **نوع عقد اجاره**؛ اوراق اجاره عملیاتی و اوراق اجاره به شرط تملیک.

بر اساس **نوع بانی**؛ اوراق اجاره شرکت‌های عادی و اوراق اجاره مؤسسات مالی (بانک‌ها و مؤسسات مالی و اعتباری غیر بانکی و لیزینگ‌ها).

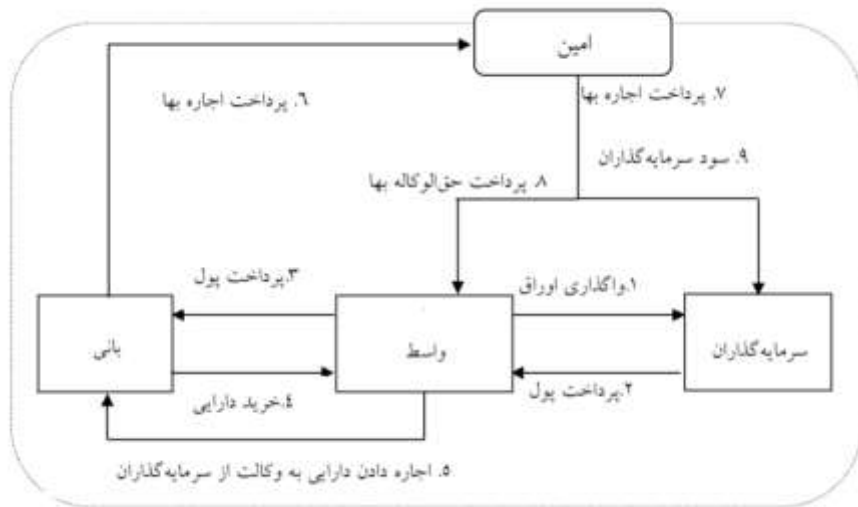
بر اساس **هدف انتشار**؛ اوراق اجاره تأمین دارایی، اوراق اجاره تأمین نقدینگی و اوراق اجاره رهنی.

**اوراق اجاره تأمین دارایی**، اوراقی است که در آن نهاد واسط، یک دارایی (یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها) را از طرف سرمایه‌گذاران، از فروشنده‌ای خریداری نموده و به بانی اجاره می‌دهد. این اوراق از آن جهت اوراق اجاره تأمین دارایی نامیده شده‌اند که به منظور به دست آوردن یک دارایی خاص برای بانی توسط واسط منتشر می‌شود (مانند عملکرد شرکت‌های لیزینگ).



نگاره (۱): ساز و کار عملیاتی انتشار اوراق اجاره تأمین دارایی

انتشار این نوع اوراق اجاره می‌تواند به دو صورت اجاره عملیاتی (با اجاره بهای ثابت و سود و زیان فروش متغیر) و اجاره سرمایه‌ای (با اجاره بهای ثابت و قابل پیش‌بینی) انجام پذیرد. در اوراق اجاره تأمین نقدینگی، واسط با واگذاری اوراق به مردم و جمع‌آوری وجوه، به وکالت از طرف آن‌ها یک دارایی (ثابت مشهود) را از بانی خریداری کرده، سپس مجدداً به وی اجاره می‌دهد. این نوع از اوراق، مبتنی بر فروش و اجاره مجدد است. در این حالت بانی توانسته است با وثیقه قرار دادن دارایی خود و با استفاده از اوراق اجاره، اقدام به تأمین نقدینگی مورد نیاز خود کند.



نگاره (۲) : ساز و کار عملیاتی انتشار اوراق اجاره تأمین نقدینگی

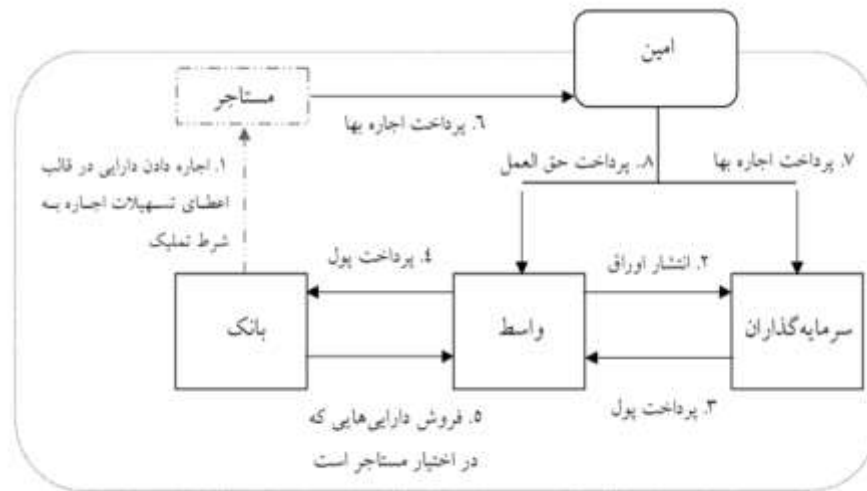
در این نوع از اوراق اجاره، دارایی در مقابل اجاره بهای معین برای مدت مشخصی به بانی اجاره داده می‌شود و در قرارداد اجاره شرط می‌شود که واسط در سررسید دارایی را به بانی تملیک کند. درآمد صاحبان اوراق در این حالت عبارت است از مجموع اجاره بهای ماهانه که کاملاً قابل پیش بینی می‌باشد.

در اوراق اجاره تأمین نقدینگی، امکان استفاده از اجاره‌ی عملیاتی چندان متصور نیست و تنها اجاره سرمایه‌ای قابل اجر است. 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 و منطقی به نظر نمی‌رسد که دارایی را به سرمایه‌گذاران بفروشد.

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.

در اوراق اجاره رهنی که بیشتر مورد استفاده بانک‌ها، لیزینگ‌ها و مؤسسات اعتبار دهنده می‌باشد، بانی (بانک) تسهیلاتی که قبلاً در قالب عقد اجاره به شرط تملیک پرداخته کرده را به

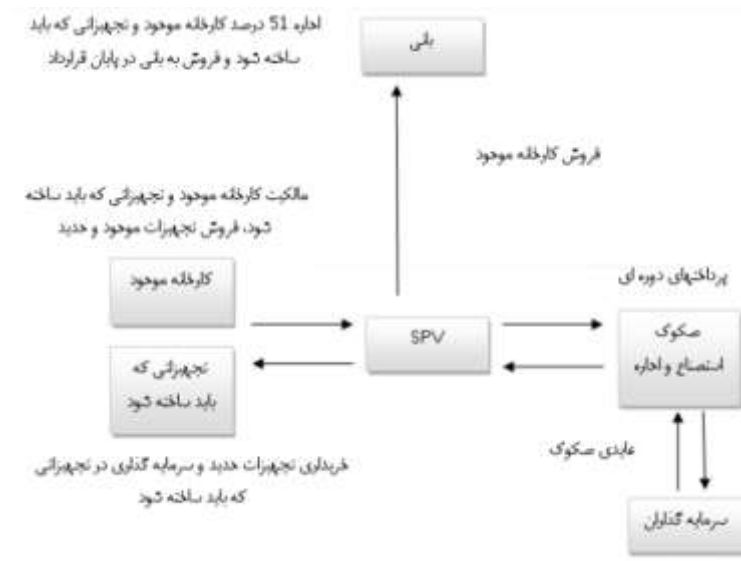
شخص ثالثی (واسط) می‌فروشد. ابتدا واسط، اوراق اجاره را منتشر می‌نماید و سپس دارایی‌هایی که بانک در قالب عقد اجاره به شرط تملیک در طی زمان به افراد مختلفی داده است را از وی خریداری کرده و با فروش این دارایی‌ها رابطه بانی و واسط قطع می‌شود و واسط از طرف سرمایه‌گذاران مالک دارایی‌هایی می‌شود که بانی آن‌ها را قبلاً به صورت اجاره به شرط تملیک به گیرندگان تسهیلات واگذار نموده است. درآمد صاحبان اوراق در این حالت کاملاً قابل پیش بینی است.



نگاره (۳): ساز و کار عملیاتی انتشار اوراق اجاره رهنی

علاوه بر مکانیزم‌های فوق، می‌توان به مدل‌های ترکیبی اوراق اجاره و اوراق استصناع اشاره نمود:

به عنوان نمونه اگر قرار باشد به طور همزمان اقدام به خرید کارخانه و تجهیزات موجود و هم چنین خرید تجهیزاتی که قرار است در آینده ساخته شود نمود؛ بایستی یک عقد اجاره بابت اجاره تجهیزات موجود و یک عقد استصناع بابت سایر تجهیزاتی که قرار است ساخته شود بسته شود؛ بدین منظور از یک مدل ترکیبی اجاره و استصناع به شرح نگاره شماره ۴ استفاده می‌شود (شرکت تأمین سرمایه امین، ۱۳۹۰).



نگاره (۴): ساز و کار عملیاتی انتشار اوراق صکوک ترکیبی

### صکوک اجاره و ریسک‌های مقابل آن

دارنده‌ی ورقه‌ی صکوک اجاره نیز مانند هر سرمایه‌گذار دیگر در بازار سرمایه با ریسک‌هایی روبروست. در حالت کلی ریسک‌های یک ورقه بهادار را می‌توان از زوایای مختلفی مورد بررسی قرار داد. جدول زیر ریسک‌های پیش روی دارندگان اوراق اجاره را در بردارد (www.spv.ir).

ریسک پیش روی سرمایه‌گذاران		
ریسک جمع‌آوری وجوه به میزان کافی	بازار اولیه	
ریسک سوء استفاده واسطه از وجوه دریافتی		
ریسک عدم فروش کالا به واسطه		
ریسک عدم اجاره کالا توسط بانی		
ریسک نرخ سود (اجاره بها)		
ریسک اعتباری	ریسک‌های مالی	بازار ثانویه
ریسک نقدینگی		
ریسک تورم		
ریسک نقد شوندگی		
ریسک بازار		
ریسک سرمایه‌گذاری مجدد		
ریسک اعمال اختیارات		
ریسک نرخ ارز		
ریسک ورشکستگی نهادهای مالی		
ریسک سیاسی		
ریسک قوانین و مقررات	ریسک‌های غیر مالی	ریسک‌های مرتبط با دارایی‌ها
ریسک ابعاد شریعت		
ریسک از بین رفتن کلی یا جزئی دارایی		
ریسک استهلاک تدریجی دارایی		
ریسک هزینه‌های غیر عملیاتی		

جدول (۱): ریسک‌های صکوک اجاره

### نقش صکوک در تأمین مالی شرکت‌ها

با توجه به رشد روز افزون استفاده از انواع اوراق بهادار اسلامی، در این بخش از مقاله، میزان انتشار صکوک در کشورهای مختلف مورد بررسی قرار می‌گیرد. حدوداً نزدیک به ۶۴ میلیارد دلار صکوک در سال ۲۰۱۱ در میان همهی کشورها منتشر شده است که این رقم نسبت به سال ۲۰۱۰، ۹۰٪ افزایش داشته است و بخش عمده‌ی آن در بخش‌هایی از آسیا و کشورهای عضو شورای همکاری خلیج فارس متمرکز شده است.

به جز انتشار دوره‌ای صکوک توسط بانک مرکزی بحرین و گامبیا، ناشر بیشترین میزان اوراق صکوک، مالزی بوده است. دولت مالزی از طریق بانک مرکزی این کشور به تنهایی ۶۲٪ صکوک منتشره‌ی جهان را به خود اختصاص داده است. هر چند مالزی بیش از ۶۰٪ صکوک جهان را منتشر کرده است ولی کشورهای دیگر نیز در این میان مشارکت داشته‌اند. به گونه‌ای که بعد از مالزی جزایر کایمان، نیوجرسی، ویرجین بریتانیا و برمودا (کشورهای عضو منطقه Offshore Center) در رتبه‌ی دوم و اندونزی در مرتبه‌ی سوم قرار دارد. یمن، ایران و اردن نیز از جمله جدیدترین کشورهایی هستند که در سال ۲۰۱۱ جزو ناشران صکوک بوده‌اند.



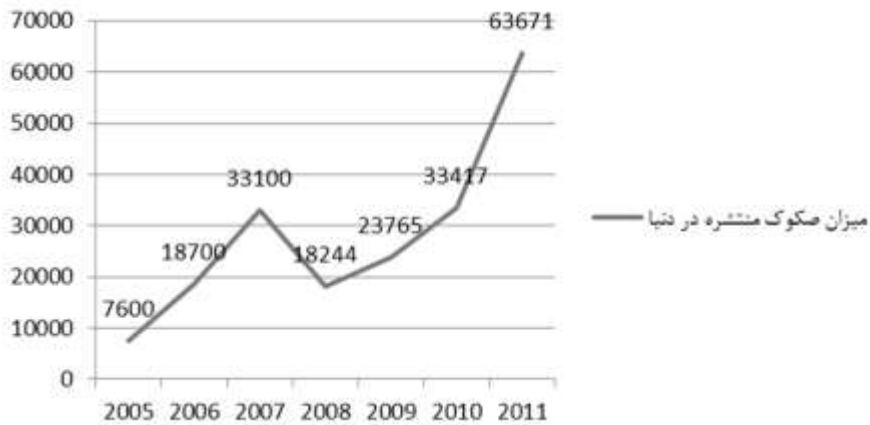
نگاره (۵): سهم کشورهای مختلف از میزان صکوک منتشره‌ی جهان در سال ۲۰۱۱

منبع: مرکز تحلیل داده‌ی بلومبرگ (BNM)



مقایسه‌ی میزان انتشار اوراق صکوک از اول سال ۲۰۰۵ تا انتهای سال ۲۰۱۱ نشان می‌دهد که رشد چشمگیری در این زمینه در جهان وجود داشته است؛ به نحوی که در سال ۲۰۰۵ جمعاً به ارزش ۷،۶۰۰ میلیون دلار آمریکا صکوک منتشر شده است در حالی که در سال ۲۰۱۱ این رقم به ۶۳۶۷۰ میلیون دلار می‌رسد.

### روند رو به رشد انتشار صکوک در دنیا

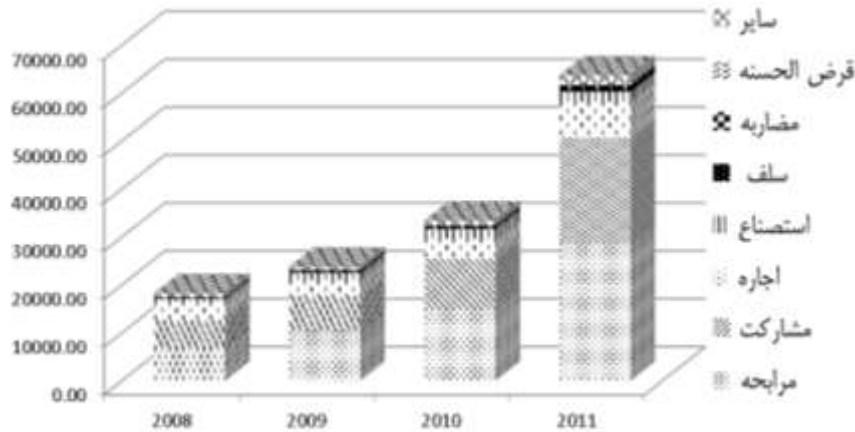


نگاره (۶): روند رو به رشد انتشار صکوک در دنیا در طی سال‌های ۲۰۰۵ تا ۲۰۱۱ - میلیون دلار

منبع: [www.zawya.com](http://www.zawya.com)

سهم روش‌های مختلف تأمین مالی به تفکیک انواع عقود اسلامی در کل بانک‌های اسلامی جهان در سال‌های مختلف در طی سال‌های ۲۰۰۸ تا ۲۰۱۱ در نگاره شماره ۷ ارائه شده است.

## میزان انتشار صکوک در جهان به تفکیک انواع آن



نگاره (۷): میزان انتشار صکوک در جهان به تفکیک انواع آن در طی سال‌های ۲۰۰۸ تا ۲۰۱۱ (میلیون دلار)

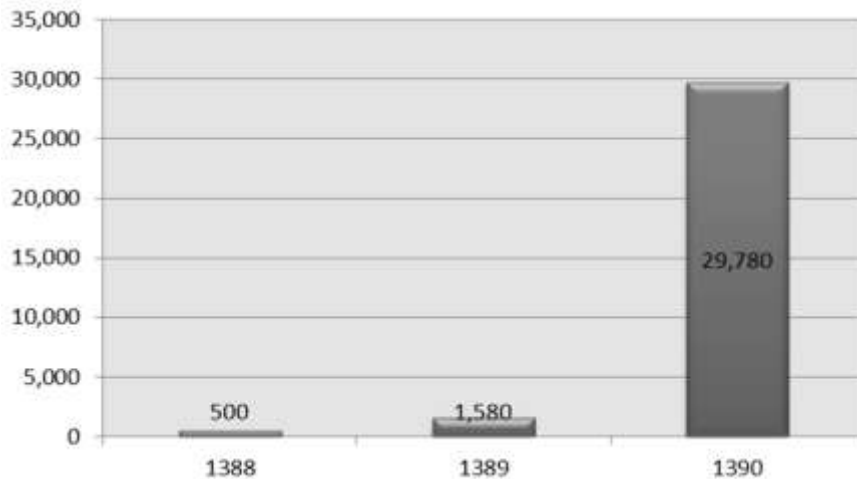
منبع: [www.zawya.com](http://www.zawya.com)

حجم انتشار بر اساس ماهیت ساختاری و نوع صکوک منتشر شده در سال‌های ۲۰۰۸ تا ۲۰۱۱ به ترتیب اولویت عبارت است از صکوک مرابحه، مشارکت، اجاره، استصناع و غیره. به طور متوسط در حدود ۴۲٪ از کل صکوک منتشر شده از نوع صکوک مرابحه، ۳۱٪ صکوک مشارکت و ۱۵٪ صکوک اجاره می‌باشد.

در ایران نیز، با توجه به این که انتشار اولین صکوک در اسفند ماه ۱۳۸۹ (سه ماهه اول ۲۰۱۱) به همت شرکت تأمین سرمایه نوین و ضمانت بانک اقتصاد نوین برای تأمین مالی شرکت هواپیمایی ماهان به مبلغ ۲۹۱، ۵۰۰ میلیون ریال صورت گرفت؛ بازار صکوک مانند سایر کشورهای اسلامی رونق یافت. به دنبال آن، اوراق اجاره بانک سامان، مدیریت سرمایه‌گذاری امید و دومین صکوک هواپیمایی ماهان نیز تا پایان شهریور ماه ۱۳۹۰ عرضه شد.

علی رغم نوپا بودن تأمین مالی به شیوهی انتشار صکوک در ایران، به جرات می‌توان گفت که این اوراق از استقبال خوبی برخوردار بوده است. به طوری که می‌توان روند فزاینده‌ی انتشار آن را در نمودار زیر مشاهده نمود.

### میزان صکوک پذیرفته شده در بورس و فرابورس



نگاره (۸): رشد میزان صکوک پذیرفته شده در بورس و فرابورس ایران در طی سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۰ - میلیارد ریال

منبع: سایت شرکت فرابورس ایران (www.irfarabourse.com)

### نقش اوراق مشارکت منتشره‌ی بانک مرکزی در تأمین مالی

اوراق مشارکت، اوراق بهادار با نام یا بی‌نامی است که به موجب قانون نحوه‌ی انتشار اوراق مشارکت به قیمت اسمی مشخص برای مدت معین منتشر می‌شود و به سرمایه‌گذارانی که قصد مشارکت در اجرای طرح‌های عمرانی انتفاعی دولت مندرج در قوانین بودجه سالانه کل کشور و طرح‌های سود آور تولیدی، ساختمانی و خدماتی را دارند؛ واگذار می‌گردد. دارندگان این اوراق به نسبت قیمت اسمی و مدت زمان مشارکت در سود حاصل از اجرای طرح مربوط شریک خواهند بود (بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران).

تمایز اوراق صکوک با اوراق مشارکت در این است که سود در اوراق صکوک تضمین شده نیست و با انواع مختلفی که دارد؛ وجوه معینی برای سرمایه‌گذاری معینی به شمار می‌رود ولی در اوراق مشارکت کل وجوه سرمایه‌گذاری می‌شود و سود در اوراق مشارکت تضمین شده است و در زیان سرمایه‌گذار سهمی ندارد. ولی در صکوک چنین نیست. اوراق صکوک علاوه بر کاربردهای اوراق مشارکت، دارای کاربردها و منافع دیگری نیز است (سوری، ۱۳۸۸).

این ابزار در ایران از سال ۱۳۷۳ به منظور تأمین مالی پروژه‌های حایز شرایط به کار گرفته شد تا از این طریق سرمایه‌های خرد موجود در جامعه در کنار هم جمع شده و به صورت هدفمند در اختیار پروژه‌های خاصی قرار گیرد. طی سال‌ها، اوراق مشارکت به عنوان اصلی‌ترین ابزار در بازار مالی ایران وظیفه سنگین جمع‌آوری منابع و هدایت آن به بخش‌های تولیدی را به عهده داشته است و از آن می‌توان به عنوان ابزار موفق نام برد که با استقبال فراوانی روبه‌رو بوده و توانسته هم ناشران را منتفع سازد و هم سرمایه‌گذاران را صاحب سود نماید.

اولین اوراق مشارکت منتشر شده در کشور که در سال ۱۳۷۳ انتشار یافت مربوط به شهرداری تهران می‌باشد که با هدف نوسازی بافت فرسوده و اجرای پروژه بزرگراه نواب با نرخ سود علی‌الحساب ۲۰ درصد در سال منتشر شد.

از سال ۱۳۷۳ تا پایان سال ۱۳۸۹، جمعاً ۲۹۵ هزار میلیارد ریال اوراق مشارکت به فروش رسیده است که بخش اعظمی از آن به پروژه‌های برقی، آبی، عمرانی انتفاعی، احیای بافت‌های فرسوده شهری، پتروشیمی و توسعه‌ی میدین‌گازی اختصاص یافته است.

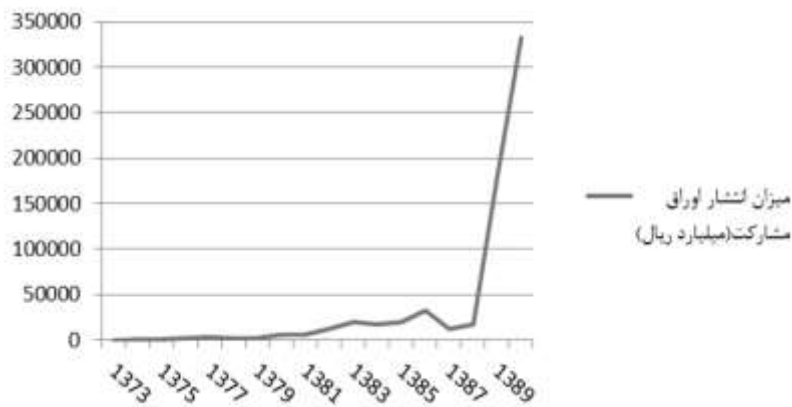
همان‌گونه که در نگاره شماره ۹ ملاحظه می‌شود؛ انتشار و فروش اوراق مشارکت از سال ۱۳۷۳ به جز سال ۱۳۸۷ روند رو به رشدی داشته است. در مجموع می‌توان گفت همواره استفاده از ابزار اوراق مشارکت برای تأمین مالی طرح‌ها جذاب بوده و به خصوص در سال‌های اخیر با استقبال فراوانی رو به رو شده است، به طوری که تنها در سال ۱۳۸۹ رقمی بالغ بر ۱۵۷ هزار میلیارد ریال از این اوراق به فروش رسیده است (جدول شماره ۱). انتشار این میزان اوراق به منزله‌ی ثبت رکورد جدیدی در تاریخ انتشار اوراق مشارکت در کشور می‌باشد (بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران).

سال	میزان انتشار اوراق مشارکت (میلیارد ریال)	میزان فروش اوراق مشارکت (میلیارد ریال)
۱۳۷۳	۷۵	۷۵
۱۳۷۴	۲۲۵	۲۲۵
۱۳۷۵	۴۰۱	۴۰۱
۱۳۷۶	۲۵۴۸	۲۴۷۲
۱۳۷۷	۳۱۳۰	۳۱۳۰
۱۳۷۸	۲۴۵۰	۲۳۷۷
۱۳۷۹	۲۳۸۰	۲۳۸۰
۱۳۸۰	۶۱۰۰	۶۰۹۹
۱۳۸۱	۶۱۰۰	۵۳۷۷
۱۳۸۲	۱۱۸۸۵	۱۱۷۹۶
۱۳۸۳	۱۹۷۰۰	۱۸۵۹۰
۱۳۸۴	۱۷۰۰۰	۱۷۰۰۰
۱۳۸۵	۱۹۲۰۰	۱۵۷۷۵
۱۳۸۶	۳۰۵۰	۲۳۵۱۰
۱۳۸۷	۱۱۸۰۰	۱۱۲۹۹
۱۳۸۸	۱۷۷۰۰	۱۷۶۹۷
۱۳۸۹	۱۷۹۴۲۰	۱۵۶۸۰۵
جمع	۳۳۳۱۶۴	۲۹۵۰۰۸

جدول (۲): میزان انتشار و فروش اوراق مشارکت در طی سال‌های ۱۳۷۳ تا ۱۳۸۹

منبع: سایت بانک مرکزی ایران (www.cbi.ir)

### میزان انتشار اوراق مشارکت (میلیارد ریال)



نگاره (۹): روند انتشار اوراق مشارکت در ایران در طی سال‌های ۱۳۷۳ تا ۱۳۸۹

منبع: سایت بانک مرکزی ایران (www.cbi.ir)

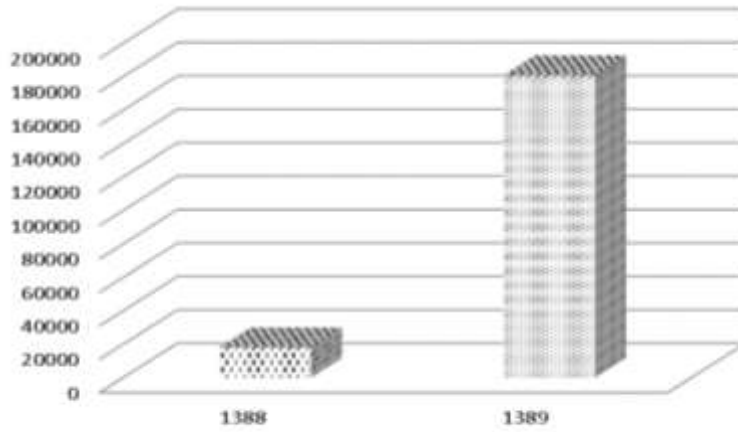
طی سال‌های اخیر فرآیند انتشار اوراق مشارکت با دریافت تقاضای انتشار از سوی ناشران آغاز و با تکمیل مدارک و مستندات لازم همانند دریافت مصوبه‌ی هیئت محترم وزیران و مصوبه‌ی مجمع عمومی برای شرکت‌های دولتی که انتشار آن‌ها در قانون بودجه کشور پیش‌بینی نشده یا مجوز وزارت کشور برای شهرداری‌هایی که انتشار اوراق مشارکت برای آن‌ها در قانون بودجه پیش‌بینی شده است و سایر مدارک مورد نیاز ادامه می‌یابد؛ پس از آن، چنانچه کمیسیون اعتباری و رئیس کل بانک با انتشار اوراق توسط متقاضی موافقت نمایند؛ مجوز انتشار این اوراق در چارچوب قوانین و مقررات صادر و به بانک عامل ابلاغ می‌گردد.

### صکوک در مقابل اوراق مشارکت

همان‌طور که پیش‌تر اشاره شد اولین اوراق مشارکت منتشر شده تحت نظارت بانک مرکزی در ایران در سال ۱۳۷۳ و توسط شهرداری تهران صورت گرفته است. از آن سال به بعد میزان انتشار اوراق مشارکت دولتی در ایران رو به افزایش بوده است؛ به طوری که پس از تصویب انتشار اوراق بهادار اسلامی (صکوک) در بازار سرمایه و تحت نظارت سازمان بورس اوراق بهادار تهران،

علی‌رغم استقبال سرمایه‌گذاران و شرکت‌ها از این روش تأمین مالی و روند رو به رشد آن، هنوز هم اوراق مشارکت دولتی جایگاه خود را حفظ کرده و میزان انتشار آن با اوراق صکوک قابل مقایسه نیست.

### میزان صکوک و اوراق مشارکت منتشره



میزان صکوک پذیرفته شده در بورس و فرابورس: █ میزان انتشار اوراق مشارکت (میلیارد ریال): █

نگاره (۱۰): مقایسه‌ی تطبیقی میزان صکوک و اوراق مشارکت منتشره در سال‌های ۱۳۸۸ و ۱۳۸۹

منبع: سایت بانک مرکزی ایران و شرکت فرا بورس ایران

تفاوت‌های موجود در نحوه‌ی انتشار اوراق اجاره و اوراق مشارکت در جدول شماره ۲ به طور خلاصه آورده شده است.

صنکوک اجاره	اوراق مشارکت منتشره‌ی بورس	اوراق مشارکت منتشره‌ی بانک مرکزی	
تأمین دارایی با نقدینگی مورد نیاز مالی	جهت تأمین بخشی از منابع مالی مورد نیاز طرح‌های توسعه‌ی شرکت‌های پذیرفته شده در "بورس"	برای تأمین بخشی از منابع مالی مورد نیاز طرح‌های عمرانی - تلفیقی دولت مندرج در قوانین بودجه سالانه کشور یا برای تأمین منابع مالی مورد نیاز جهت ایجاد، تکمیل و توسعه طرح‌های سودآور تولیدی، ساختمانی و خدماتی.	هدف
سازمان بورس اوراق بهادار • انتشار اوراق اجاره، صرفاً توسط نهاد واسط مجاز می‌باشد. شرکت مدیریت دارایی مرکزی!	سازمان کارگزاران بورس اوراق بهادار تهران	بانک مرکزی	مجوز
• بر اساس نوع عقد اجاره؛ اوراق اجاره عدلیایی و اوراق اجاره به شرط تملیک • بر اساس نوع بندی اوراق اجاره شرکت‌های مسکن و اوراق اجاره مؤسسات مالی (بانک‌ها و مؤسسات مالی و اعتباری غیر بانکی و لیزینگ‌ها) • بر اساس هدف انتشار؛ اوراق اجاره تأمین دارایی، اوراق اجاره تأمین نقدینگی و اوراق اجاره رهنی	اوراق مشارکت قابل تبدیل با سهام	• اوراق مشارکت قابل تعویض با سهام • اوراق مشارکت قابل تبدیل با سهام	انواع
بانی، نهاد واسط، ضامن، فروشنده، حامل فروش، حامل پرداخت (شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه)	ناشر، عامل، امین، حسابرس	ناشر، عامل، امین	ارکان درگیر
وکیل و موکل	وکیل و موکل	وکیل و موکل	رابطه‌ی ناشر و خریدار
توسط حسابرس بانی	توسط حسابرس	توسط بانک مرکزی (طرف بکن ما)	بررسی گزارش لزجی
	شورای پول و اعتبار تعیین و به بورس اعلام می‌نماید.	شورای پول و اعتبار تعیین و به بانک مرکزی اعلام می‌نماید.	سقف اوراق مشارکت قابل انتشار در هر سال
صورت‌های مالی حسابرس شده دو سال مالی اخیر یا سال گذشته با رعایت تبصره ۹ ماده ۹ (جرایم نقدی سال گذشته مثبت و حداکثر نسبت بدهی‌ها به دارایی‌ها ۹۵٪)	• حداقل دو سال از تاریخ پذیرش شرکت در "بورس" گذشته باشد. • شرکت باید حداقل در دو دوره مالی پیش از تقاضای انتشار "اوراق مشارکت" سودآور بوده و به تشخیص "بورس" امکان خودآوری آن در آینده وجود داشته باشد و زیان آباشته نداشته باشد. • صورت‌های مالی شرکت طی دو دوره‌ی مالی پیش از تقاضای انتشار "اوراق مشارکت" باید به تصویب مجمع عمومی آن شرکت رسیده باشد، و سوابق گزارش دهنی و شفافیت حساب‌های شرکت به تأیید "بورس" برسد.	—	شرایط ارائه‌ی صورت‌های مالی

جدول (۳): تفاوت‌های موجود در نحوه‌ی انتشار اوراق مشارکت و اوراق اجاره



### نتیجه گیری

همان طور که ملاحظه شد خلأ حاصل از حذف اوراق قرضه از بازار سرمایه کشورهای اسلامی تا حد زیادی با انتشار اوراق بهادار اسلامی پر شده است. بررسی آمار و ارقام موجود نشان می‌دهد که علی‌رغم رشد چشمگیر انتشار صکوک در بازار سرمایه ایران طی سال‌های اخیر، باز هم سهم اوراق مشارکت بانک مرکزی در تأمین مالی شرکت‌ها بیشتر بوده است. به نظر می‌رسد یکی از علل گرایش کم‌تر شرکت‌ها به استفاده از صکوک در فرایند تأمین مالی، نوپایی مفهوم صکوک در ایران است. امید است رفته رفته با گذر زمان، این ابزار در تأمین مالی شرکت‌ها شناخته شده‌تر شده و سهم گسترده تری را به خود اختصاص دهد که این مهم مستلزم آگاهی شرکت‌ها نسبت به مزایای تأمین مالی از طریق انتشار صکوک است.

به علاوه، پیچیده و زمان‌بر بودن روند اجرایی انتشار صکوک و اخذ مجوز از سازمان بورس و اوراق بهادار نیز احتمالاً یکی دیگر از عللی است که سبب شده شرکت‌ها بیشتر به سمت انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی متمایل شوند.

### منابع

۱. آدامز، نظیف جی و عبدالقادر توماس، "صکوک؛ الگوهای ساختار بندی، انتشار و سرمایه گذاری"، ترجمه: معجد پیره، دکتر ناصر شاهباز (۱۳۸۸)، دانشگاه امام صادق (ع)، سازمان بورس و اوراق بهادار.
۲. بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، "آیین نامه اجرایی قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت".
۳. حدادی، محمدحسن (۱۳۹۰)، "صکوک چیست و چه مزایایی دارد".
۴. سازمان بورس اوراق بهادار، "آئین نامه‌ی اجرایی انتشار اوراق مشارکت شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار مصوب هیئت دولت".
۵. سازمان بورس اوراق بهادار، "رویه‌ی اجرایی انتشار اوراق اجاره".
۶. سایت اینترنتی شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه [www.spv.ir](http://www.spv.ir)
۷. سروش، ابوذر (۱۳۹۰)، کانون کارگزاران بورس و اوراق بهادار، "مروری بر ابزارهای مالی اسلامی".
۸. سروش، ابوذر و محسن صدیقی، "ریسک‌های اوراق اجاره (صکوک اجاره) و روش‌های پوشش آن"، فصلنامه‌ی اقتصاد اسلامی، شماره ۲۵.
۹. سوری، مجتبی (۱۳۸۸)، "ابزار نوین بانکداری اسلامی (صکوک)"، مجله‌ی توسعه‌ی صادرات، سال چهاردهم، شماره ۸۰.

۱۰. شرکت تأمین سرمایه امین، (۱۳۹۰)، "تأمین مالی از طریق انتشار اوراق بهادار"، همایش تخصصی فرصت‌های تأمین مالی برای ناشران بورس.
۱۱. شرکت تأمین سرمایه امین، (۱۳۹۰)، "جذابیت‌ها و نوآوری‌ها در طراحی و انتشار صکوک".
۱۲. شرکت تأمین سرمایه نوین، واحد تحقیق و توسعه، (۱۳۹۰)، "نگاهی به حجم انتشار صکوک در دنیا و ایران".
۱۳. شرکت کارگزاری بانک ملی ایران، واحد تأمین سرمایه، "راهنمای انتشار اوراق صکوک اجاره".
۱۴. موسویان، سید عباس (۱۳۸۶)، "صکوک مزارعه و مساقات؛ ابزار مالی مناسب برای توسعه‌ی بخش کشاورزی ایران"، فصلنامه‌ی اقتصاد اسلامی، سال هفتم، شماره ۲۶.