



سازمان بورس و اوراق بهادار
Securities and Exchange Organization

مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

بازار سرمایه اسلامی

فهرست مطالب

۱	دیباچه.....
	اوراق اجاره ابزاری نوین در بازار سرمایه ایران
۲	تحلیل موضوعی اوراق اجاره.....
	مقدمه
	اوراق بهادار اسلامی (صکوک)
	انواع اوراق بهادار اسلامی (صکوک)
	اوراق اجاره
	ماهیت اوراق اجاره
	انواع اوراق اجاره
	اوراق اجاره تأمین مالی خرید دارایی
	اوراق اجاره تأمین نقدینگی
	اجاره عملیاتی (عادی)
	اجاره سرمایه‌ای (اجاره به شرط تملیک)
	اجاره به شرط حق اختیار خرید
	اوراق اجاره رهنی
۶	بررسی فقهی اوراق اجاره.....
	تعریف قرارداد اجاره
	ماهیت قرارداد اجاره
	ارکان قرارداد اجاره و شرایط آن
	تعریف قرارداد اجاره به شرط تملیک و ماهیت آن
۷	بررسی ابعاد فقهی انواع اوراق اجاره.....
۱۰	اخبار و رویدادهای مهم.....
	اخبار کمیته فقهی
	مخالفت کمیته فقهی با انتشار نوع خاصی از اوراق مرابحه
	نظر کمیته فقهی در مورد خرید اعتباری سهام
	موافقت مشروط کمیته فقهی با وقف سهام
	اخبار بورس‌ها
	اخبار بورس اوراق بهادار
	اخبار فرابورس
	اخبار بورس کالا
	اخبار بورس انرژی
	اخبار بین‌الملل
۱۶	آمار و اطلاعات.....
۱۸	پژوهش‌های جدید.....
	غریبالگری نسبت‌های مالی
	طبقه‌بندی موضوعی مالی اسلامی
	سایر پژوهش‌ها

سازمان بورس و اوراق بهادار

مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

سال اول؛ شماره اول

زمستان ۱۳۹۱

موضوع این شماره:

اوراق اجاره در بازار سرمایه ایران

پدیدآورندگان: مجتبی کاوند، مجید پیره

(مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی)

با تشکر از آقایان

سید محمد جواد فرهانیان، دکتر ابوذر سروش،

محمد توحیدی، میثم حامدی و میثم دعایی

• بانی جهت مشخص نمودن شیوه تأمین مالی به یکی از نهادهای دارای مجوز مشاوره عرضه مراجعه می‌نماید.

• مشاور به نمایندگی از بانی جهت دریافت موافقت اصولی تأمین مالی غیرمستقیم از طریق انتشار اوراق اجاره به سازمان مراجعه می‌نماید.

• مشاور پس از دریافت موافقت اصولی جهت تعیین ناشر و انجام امور لازم به شرکت مدیریت دارایی مرکزی مراجعه می‌نماید.

• مشاور پس از تکمیل امضای قراردادهای لازم، به نمایندگی از طرف ناشر جهت دریافت مجوز انتشار اوراق اجاره به سازمان مراجعه می‌نماید.

• پس از دریافت مجوز انتشار اوراق اجاره، ناشر با همکاری مشاور در مهلت مقرر در مجوز انتشار اوراق اجاره، با رعایت مقررات، نسبت به انتشار اوراق اجاره اقدام می‌نماید.

اوراق اجاره از جمله انواع صکوک است که به دلیل ویژگی‌های مثبتی که دارد، توسط کشورهای مختلف مورد استفاده واقع شده است. این کشورها هم شامل کشورهای اسلامی چون مالزی، ایران، پاکستان، عربستان سعودی، قطر، بحرین، اندونزی، بروئی، سودان، امارات و کویت می‌شود و هم شامل کشورهای غیراسلامی چون ژاپن، آلمان و انگلستان. اولین اوراق اجاره بین‌المللی دولتی در سپتامبر ۲۰۰۱ توسط بانک مرکزی بحرین به میزان ۱۰۰ میلیون دلار منتشر شد. پس از آن و در دسامبر همان سال، شرکت برهاد مالزی اقدام به انتشار اوراق اجاره شرکتی به میزان ۱۵۰ میلیون دلار نمود. دولت‌های مالزی، قطر و پاکستان کشورهای بعدی بودند که اوراق اجاره بین‌المللی منتشر نمودند. هم‌چنین، بزرگ‌ترین انتشار اوراق اجاره بین‌المللی شرکتی توسط گروه نخیل امارات متحده عربی و با حجم ۷۵۰ میلیون دلار در سال ۲۰۰۶ صورت گرفته است. صکوک با بیشترین زمان تعهد و بزرگترین صکوک داخلی شرکتی متعلق به شرکت برهاد مالزی در سال ۲۰۰۷ به میزان ۵,۷۹۰ میلیون دلار و با دوره تعهد ۴۸۰ ماه، معادل ۴۰ سال، منتشر شده است. این اوراق پرچم‌ترین اوراق منتشر شده تاکنون است که به تنهایی معادل ۱۲ درصد مجموع صکوک بین‌المللی و حدود ۴ درصد مجموع صکوک داخلی منتشر شده تا سال ۲۰۱۰ است. اهمیت این اوراق زمانی مشخص می‌گردد که بدانیم حجم اوراق منتشر شده توسط این شرکت، معادل ۱۷ درصد مجموع کل اوراق اجاره منتشر شده تا سال ۲۰۱۰ و معادل ۲۷ درصد مجموع اوراق اجاره بین‌المللی منتشر شده تا سال ۲۰۱۰ است. هم‌چنین شرکت پتروناس مالزی در سال ۲۰۰۹ و پیش از آغاز بحران اقتصادی، بزرگ‌ترین صکوک بین‌المللی با حجم ۱,۵۰۰ میلیون دلار را منتشر نموده است. افزون بر این، بانک جهانی با هدف افزایش سهم خود از بازار

دیباچه

اوراق اجاره ابزاری نوین در بازار سرمایه ایران

یکی از نوآوری‌های نظام مالی اسلامی در بخش ابزارهای مالی، طراحی و استفاده از انواع اوراق بهادار اسلامی یا صکوک است. در میان محصولات مالی اسلامی، اوراق اجاره یک محصول متمایز به‌شمار می‌رود که محبوبیت زیادی میان سرمایه‌گذاران مسلمان به‌دست آورده است و در حال حاضر این ابزار در اکثر کشورهای جهان مورد استفاده قرار می‌گیرد. این ابزار کارکردهای گوناگونی دارد که از آن جمله می‌توان به تأمین منابع مالی دولت، بخش‌ها و شرکت‌های مختلف صنعتی، بازرگانی و... اعم از خصوصی و دولتی اشاره کرد. از طرف دیگر این ابزار قابلیت جذب نقدینگی‌های موجود نزد سرمایه‌گذاران و هدایت صحیح آنان به سمت بخش‌های گوناگون اقتصاد را دارد. هم‌چنین این ابزار از نظر ساختار حقوقی، مالی و مدیریتی دقیق و ممتاز است، ضمن این‌که تنوع آن نیز از نکات مهم است. در این نوع اوراق، شرکت واسط (SPV) با واگذاری اوراق و جمع‌آوری وجوه، به وکالت از طرف صاحبان اوراق، دارایی مورد نیاز را از تولیدکننده یا فروشنده آن خریداری و به متقاضیان آن دارایی، اجاره می‌دهد. متقاضیان نیز در ازای استفاده از دارایی اجاره‌بهای آن را از طریق ناشر به سرمایه‌گذاران پرداخت می‌کنند.

سازمان بورس و اوراق بهادار به‌عنوان نهاد سیاست‌گذار بازار سرمایه ایران از ابتدای فعالیت خود، براساس قانون بازار اوراق بهادار، امکان توسعه ابزارهای مالی نوین در بازار سرمایه، به‌ویژه ابزارهای نوین اسلامی را برای تأمین مالی ناشران در دستور کار خود قرار داد و با تشکیل کمیته فقهی، به‌کارگیری این ابزارها از جمله انتشار اوراق اجاره را بررسی کرده و آن را مطابق با شرع مقدس تشخیص داد. در نهایت، این اوراق به‌منظور انتشار در شورای عالی بورس و اوراق بهادار به تصویب رسید. فرایند اجرایی انتشار اوراق اجاره نیز، از اواخر سال ۱۳۸۹ در سازمان بورس آغاز و تدوین و تصویب مقررات مربوط به انتشار این اوراق اجرایی شد. در این راستا، ۹ قرارداد برای تنظیم روابط ارکان مسئول در انتشار صکوک و بالغ بر ۱۵ بسته مقرراتی برای اجرایی شدن این ابزار مالی تدوین شد. رویه اجرایی انتشار اوراق اجاره شامل مراحل ذیل است:

تحلیل موضوعی اوراق اجاره

مقدمه

اوراق قرضه از جمله مهم‌ترین ابزارهای مالی مورد استفاده دولت‌ها و شرکت‌ها است که با هدف تامین مالی منتشر می‌شود. استفاده از این ابزار در نظام مالی متعارف بسیار متداول است در حالی که استفاده از آن، در نظام مالی اسلامی به دلیل مشکل ربا جایز نیست. از این‌رو در کشورهایی که جمعیت مسلمان زیادی دارند، استفاده از ابزارهای مالی متعارف مانند انواع اوراق قرضه، کارایی و مقبولیت ندارد. دولت‌ها و شرکت‌های اسلامی که به دنبال تامین مالی و مدیریت بدهی خود هستند نیازمند یافتن جایگزین‌هایی مطابق با اصول اسلامی هستند. یکی از این جایگزین‌ها در نظام مالی اسلامی، اوراق بهادار اسلامی یا صکوک است.

در سال‌های اخیر استفاده از «صکوک» گسترش یافته و دولت‌ها و شرکت‌ها به وسیله این نوآوری مالی توانسته‌اند خلاء حاصل از کمبود ابزارهای مالی را پر کنند. در ایران نیز با تصویب قانون بازار اوراق بهادار در سال ۱۳۸۴، زمینه لازم برای طراحی و انتشار انواع مختلف ابزارهای مالی اسلامی جدید از جمله صکوک 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 ۱۳۸۸، زمینه لازم برای استفاده از این ابزار مالی جدید در بازار سرمایه کشور فراهم شد.

اوراق بهادار اسلامی (صکوک)

صکوک جمع «صک» است. «صک» در حقیقت معادل عربی 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. صکوک در معنای تخصصی خود عموماً به ابزارهای مالی اسلامی گفته می‌شود که مبتنی بر یک دارایی فیزیکی (عینی)^۱ یا غیرفیزیکی (دینی) منتشر می‌شوند بنابراین دارندگان اوراق، در حقیقت مالکان دارایی محسوب می‌شوند. طراحی اوراق

سرمایه اسلامی که مورد توجه سرمایه‌داران مسلمان می‌باشد، در سال ۲۰۰۹، ۱۰۰ میلیون دلار اوراق اجاره از طریق شرکت تامین مالی بین‌المللی با سررسید ۵ سال منتشر نموده است. انتشار اوراق اجاره در کشورهای غیرمسلمان نیز مورد توجه است. در سال‌های ۲۰۰۹ و ۲۰۱۰ شرکت جنرال الکتریک آمریکا و هلدینگ نومورا ژاپن از اوراق اجاره برای تامین مالی پروژه‌های خود به ترتیب به میزان ۵۰۰ و ۱۰۰ میلیون دلار بهره‌جسته‌اند که خود بیان‌گر توانمندی و اهمیت این اوراق و تاثیر بسزای آن در سطح بین‌المللی و در بازارهای مالی است. یادآور می‌شود در سال‌های اخیر کشورهای ایران، ترکیه و پاکستان نیز جهت تامین مالی برخی پروژه‌ها در سطح داخلی و بین‌المللی اقدام به انتشار اوراق اجاره نموده‌اند.

در ایران، نخستین اوراق اجاره به ارزش ۲۹۱ هزار و ۵۰۰ میلیون ریال توسط شرکت هواپیمایی ماهان با سررسید چهار ساله، به منظور اجاره یک فروند هواپیما توسط شرکت هواپیمایی ماهان، در اواخر سال ۱۳۸۹ در فرابورس عرضه شد. تاکنون اوراق اجاره ۸ بار توسط شرکت‌ها و نهادهای مختلف فعال در بخش‌های حمل و نقل، مالی و بانکی، و انرژی منتشر شده است که ارزش کل آن تاکنون ۶,۰۴۶ میلیارد ریال بوده است. نرخ بازده اولیه اوراق اجاره ۱۷/۵ درصد، یعنی نیم درصد بیشتر از نرخ اوراق مشارکت ۴ ساله در نظر گرفته شده بود که پس از ابلاغ بسته سیاستی و نظارتی بانک مرکزی در سال ۹۰، نرخ تمامی اوراق اجاره سالانه ۲۰ درصد تعیین گردید. لازم به ذکر است که تمامی اوراق اجاره منتشر شده تاکنون، دارای دوره سررسید ۴ ساله می‌باشند و به صورت بانام و قابل معامله در فرابورس منتشر شده‌اند. تمامی اوراق نیز از متعهد پذیرهنویس استفاده نموده‌اند. با انتشار اوراق اجاره در بازار سرمایه ایران، راه برای ورود هرچه بیشتر ابزارهای مالی اسلامی در بازار سرمایه ایران فراهم شده است و به زودی انواع دیگری از صکوک نیز در بازار سرمایه ایران منتشر خواهند شد.

علی صالح آبادی

رئیس سازمان بورس و اوراق بهادار



۱ - عین در مقابل دین قرار دارد. عین هرگونه دارایی فیزیکی محسوب می‌شود در حالی که منظور از دین، مالی است که بر عهده فرد دیگر قرار دارد و وی متعهد است که آن را بپردازد.

مبتنی بر یک دارایی غیرفیزیکی تحت تاثیر ممنوعیت خرید و فروش دین در فقه اهل سنت است. با توجه به این که بزرگان فقه شیعه، خرید و فروش دین را صحیح می دانند بنابراین از این دیدگاه می توان اوراق بهادار اسلامی (صکوک) را نه تنها مبتنی بر دارایی فیزیکی بلکه مبتنی بر دارایی غیرفیزیکی (دین) نیز طراحی نمود.

انواع اوراق بهادار اسلامی (صکوک)

ارسالان طریق ایده استفاده از ابزارهای مالی اسلامی را به قحف (Kahf, 1997)، الگاری (Elgari, 1997)، زرقا (Zarqa, 1997) و حق و عباس (Haque & Abbas, 1999)، نسبت می دهد. این در حالی است که جمهوری اسلامی ایران در سال ۱۹۹۴ مقررات ناظر بر انتشار اوراق مشارکت را تهیه کرد و شهرداری تهران به عنوان ناشر، اولین اوراق مشارکت را منتشر نمود. بنابراین ایران اولین کشوری است که اقدام به طراحی و انتشار چنین ابزارهایی نمود، البته توسعه ابزارهای مالی و طراحی انواع مختلف آن توسط سایر کشورهای اسلامی به ویژه کشورهای عربی و مالزی بوده است.

با ایجاد تحول بنیادین در بازار سرمایه ایران و تصویب قانون اوراق بهادار در سال ۱۳۸۴، سازمان بورس و اوراق بهادار به عنوان نهاد نظارتی بازار سرمایه تشکیل و با ایجاد کمیته فقهی زمینه توسعه ابزارها و نهادهای مالی نوین با رویکرد اسلامی را فراهم نمود. سپس با تصویب قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی در سال ۱۳۸۸ این فرآیند تکمیل شد. پس از آن تلاش ها برای انتشار ابزارها و نهادهای مالی نوین ادامه یافت تا این که در سال ۱۳۸۹ اولین اوراق اجاره در بازار سرمایه ایران توسط شرکت ماهان منتشر گردید و پس از آن تا پایان سال ۱۳۹۱ در مجموع ۸ بار اوراق اجاره توسط شرکت های مختلف منتشر گردید.

اوراق بهادار اسلامی یا صکوک را می توان به صورت های مختلف دسته بندی کرد. براساس تقسیم بندی مبتنی بر هدف سرمایه گذار از انتشار اوراق، انواع اوراق بهادار اسلامی عبارتند از:

۱. اوراق بهادار غیرانتفاعی مانند اوراق قرض الحسنه
۲. اوراق بهادار انتفاعی به منظور تامین مالی شامل:

- الف. اوراق تامین مالی با درآمد ثابت مانند اوراق اجاره
- ب. اوراق تامین مالی با درآمد متغیر مانند اوراق مشارکت
- ج. اوراق تامین مالی قابل تبدیل مانند اوراق مشارکت قابل تبدیل به سهام
۳. اوراق بهادار انتفاعی به منظور تامین نقدینگی مانند اوراق اجاره.
۴. اوراق بهادار انتفاعی به منظور تبدیل دارایی ها به اوراق بهادار مانند اوراق اجاره رهنی.

اوراق اجاره

اوراق اجاره یکی از انواع صکوک یا اوراق بهادار اسلامی که در برخی کشورها نیز به مرحله اجرا درآمده است. این اوراق علاوه بر فراهم نمودن شرایط لازم جهت تامین مالی بنگاه های تولیدی و خدماتی، قابلیت خرید و فروش در بازار ثانوی (بورس های اوراق بهادار) را نیز دارد و می تواند به عنوان ابزار مالی کارآمد، مورد استفاده کشورهای اسلامی قرار گیرد. در میان انواع اوراق بهادار اسلامی، اوراق اجاره به دلیل ویژگی های متمایزی که دارد محصولی جذاب به شمار می آید و محبوبیت زیادی میان سرمایه گذاران مسلمان و نیز ناشرین اوراق بهادار اسلامی به دست آورده است تا جایی که از کل ۴۷,۸۶۶ میلیون دلار صکوک منتشر شده تا سال ۲۰۱۱: ۲۱,۳۴۳ میلیون دلار یعنی تقریباً ۴۵ درصد آن مربوط به اوراق اجاره بوده است (موسوی، ۱۳۹۱: ۱۰۴).

ماهیت اوراق اجاره

اوراق اجاره، اوراق بهاداری است که دارنده آن به صورت مشترک، مالک بخشی از دارایی است که منافع آن بر اساس قرارداد اجاره به بانی^۱ واگذار شده است. به عبارت دیگر، در اوراق اجاره حق استفاده از منافع یک دارایی یا مجموعه ای از دارایی ها، در قبال دریافت اجاره بها از مالک به شخص دیگری (بانی) منتقل می شود. مدت قرارداد اجاره مشخص است و می توان اجاره بها را در ابتدای دوره، انتهای دوره، با سررسیدهای ماهانه، فصلی یا سالانه پرداخت کرد. از آن جا که این اوراق بیان گر مالکیت مشترک سرمایه گذاران است، می توان آن را در بازار ثانوی و به قیمتی که توسط عوامل بازار تعیین می شود، معامله کرد.

روش کار در اوراق اجاره به این صورت است که یک شرکت واسطه با انتشار اوراق اجاره منابع مورد نیاز را جمع آوری می کند. سپس با استفاده از منابع مالی به دست آمده، دارایی مورد نیاز بانی (دولت، بنگاه ها و مؤسسه ها) را خریداری کرده و به وی (بانی) اجاره می دهد. از آن جا که دارایی مذکور با استفاده از منابع مالی صاحبان اوراق، خریداری می شود بنابراین آنان مالک کالاها محسوب شده و در نتیجه مالک اجاره بها نیز خواهند بود. رابطه حقوقی دارندگان اوراق با شرکت واسطه، رابطه وکالت است یعنی افراد با پرداخت پول نقد و دریافت اوراق اجاره، به واسطه وکالت می دهند پول آنان را به صورت مشترک همراه با پول سایر متقاضیان اوراق اجاره، برای خرید کالاها و سرمایه ای و بادوام هزینه کند. سپس آن کالاها را به صورت اجاره در اختیار

۱ - بانی شخص حقوقی است که اوراق اجاره جهت رفع نیاز وی (تامین مالی) منتشر می شود.

2- Special Purpose Vehicle (SPV), Special Purpose Entity (SPE), Special Purpose Company (SPC)
شخص حقوقی است که با هدف نقل و انتقال دارایی به وکالت از سوی دارندگان اوراق اجاره، و نیز انتشار آن تشکیل می شود.

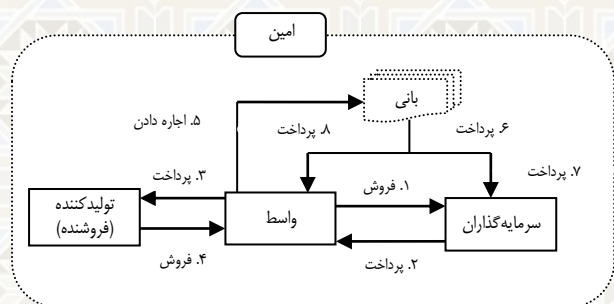
متقاضیان (بانی) قرار دهد و به صورت ماهانه یا فصلی اجاره‌بهای آن‌ها را دریافت کرده پس از کسر درصدی به عنوان حق الوکاله میان صاحبان اوراق تقسیم کند.

انواع اوراق اجاره

اوراق اجاره را می‌توان به روش‌های مختلفی دسته‌بندی کرد. در یک تقسیم‌بندی کلی می‌توان اوراق اجاره را با توجه به هدف انتشار به سه دسته شامل اوراق اجاره تأمین مالی خرید دارایی، اوراق اجاره تأمین نقدینگی و اوراق اجاره رهنی تقسیم نمود.

اوراق اجاره تأمین مالی خرید دارایی

در این نوع اوراق، فرض بر آن است که فروشنده دارایی با مستاجر (بانی) متفاوت هستند. در این اوراق شرکت واسطه، یک دارایی (یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها) را از طرف سرمایه‌گذاران، از فروشنده‌ای خریداری نموده و به بانی اجاره می‌دهد. فرایند انتشار اوراق اجاره تأمین دارایی در نگاره ۱ زیر آورده شده است. از آنجا که در این حالت، اوراق اجاره جهت به دست آوردن یک دارایی خاص برای بانی توسط واسطه منتشر می‌شود، بنابراین به اوراقی که طی چنین فرایندی منتشر می‌شوند اوراق اجاره تأمین مالی خرید دارایی گفته می‌شود.



نگاره ۱- فرایند عملیاتی انتشار اوراق اجاره تأمین مالی خرید دارایی

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 تأمین گردد؛ در حالی که در انتشار این نوع از اوراق اجاره، شرکت واسطه در جایگاه شرکت لیزینگ، با انتشار اوراق اجاره از مردم مبالغی جمع‌آوری می‌کند. سپس وجوه حاصل را صرف خرید دارایی کرده و آن را به بانی اجاره می‌دهد. اجاره دارایی به صورت‌های مختلف قابل تصور است:

اجاره عملیاتی (عادی)

در صورتی که قرارداد اجاره از نوع عملیاتی^۱ (اجاره عادی) باشد، دارایی در مقابل اجاره‌بهای معین برای مدت مشخصی به بانی

اجاره داده می‌شود. در سررسید اوراق، واسطه دارایی را تحویل گرفته و در بازار به فروش می‌رساند. در این حالت واسطه بخشی از اجاره‌بها را به عنوان حق الوکاله برداشته و باقی‌مانده را به صاحبان اوراق می‌پردازد. بنابراین درآمد صاحبان اوراق عبارت است از مجموع اجاره‌بهای 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 اجاره‌بهای 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 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 میان سرمایه‌گذاران تقسیم خواهد شد.

اجاره سرمایه‌ای (اجاره به شرط تملیک)

در صورتی که اجاره از نوع سرمایه‌ای (مانند اجاره به شرط تملیک)^۲ باشد، واسطه دارایی 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 واسطه در سررسید اوراق و پس از دریافت آخرین اجاره‌بها، دارایی را به تملیک بانی درآورد. در این صورت نیز واسطه بخشی از اجاره‌بها را به عنوان حق الوکاله برمی‌دارد و بقیه را به صاحبان اوراق می‌پردازد. بنابراین درآمد صاحبان اوراق نیز عبارت است از مجموع اجاره‌بهای ماهانه. این مبلغ به طور معمول بیش‌تر از روش قبل است زیرا در این نوع از اجاره، ارزش دارایی نیز در اجاره‌بهای 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 دارایی داشته باشند. به عنوان مثال شرکت‌های هواپیمایی، شرکت‌های کشتیرانی، شرکت‌های حمل و نقل و شرکت‌های تولیدی می‌توانند جهت خرید هواپیما، کشتی و یا سایر دارایی‌های ثابت، از این اوراق استفاده نمایند.

اجاره به شرط حق اختیار فروش

در این صورت نیز، دارایی در مقابل اجاره‌بهای معین برای مدت معینی به مستاجر (بانی) اجاره داده می‌شود و در قرارداد اجاره، شرط می‌شود که در سررسید، شرکت واسطه حق اختیار فروش دارایی به قیمت معین به مستاجر (بانی) را داشته باشد. در سررسید، شرکت واسطه یا مطابق حق اختیار فروش آن دارایی را به مستاجر می‌فروشد و یا آن را تحویل گرفته و در بازار به

۲- منطبق بر استاندارد حسابداری شماره ۲۱

۱- منطبق بر استاندارد حسابداری شماره ۱

اجاره عملیاتی (عادی)

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.

اجاره سرمایه‌ای (اجاره به شرط تملیک)

در این صورت نیز، دارایی در مقابل اجاره‌بهای معین برای مدت معینی به مالک قبلی اجاره داده می‌شود و در قرارداد اجاره، شرط می‌شود که در سررسید، شرکت واسطه، دارایی مورد اجاره را به وی تملیک کند. در سررسید، شرکت واسطه مطابق شرط آن دارایی را به تملیک مالک قبلی درمی‌آورد.

در این صورت نیز، شرکت واسطه بخشی از اجاره‌بهاها را به عنوان حق الوکاله خودش برمی‌دارد و بقیه را به صاحبان اوراق می‌پردازد. درآمد صاحبان اوراق در این صورت نیز عبارت است از اجاره‌بهاها ماهانه که به طور معمول بیش‌تر از صورت‌های قبل است، زیرا ارزش خود دارایی نیز در اجاره‌بهاها گنجانده شده است. در نتیجه درآمد صاحبان اوراق در این صورت کاملاً قابل پیش‌بینی است. 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.

اجاره به شرط حق اختیار خرید

در این صورت نیز، دارایی در مقابل اجاره‌بهای معین برای مدت معینی به مالک قبلی اجاره داده می‌شود و در قرارداد اجاره، شرط می‌شود که در سررسید، بانی حق اختیار خرید دارایی به قیمت معین را داشته باشد. در سررسید، بانی یا مطابق حق اختیار خرید، آن دارایی را از مالک قبلی می‌خرد و یا آن را تحویل گرفته و در بازار به فروش می‌رساند.

در این صورت نیز شرکت واسطه بخشی از اجاره‌بها را به عنوان حق الوکاله، خودش برمی‌دارد و بقیه را به صاحبان اوراق می‌پردازد. درآمد صاحبان اوراق در این صورت نیز عبارت است از اجاره‌بهاها ماهانه به اضافه تفاوت قیمت خرید دارایی و قیمت فروش آن در سررسید اجاره که تا حدود زیادی قابل پیش‌بینی است.

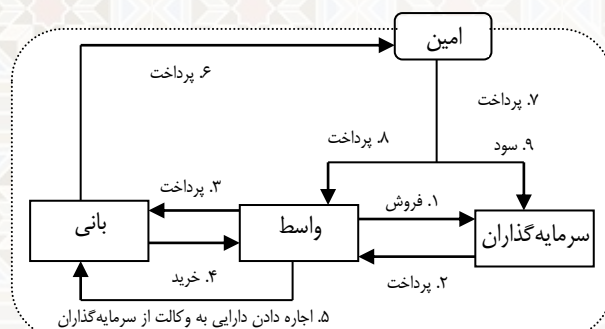
اوراق اجاره رهنی

نوع سوم اوراق اجاره بیش‌تر مورد استفاده بانک‌ها، لیزینگ‌ها و موسسات اعتباردهنده است. در این نوع از اوراق، بانی (بانک) تسهیلاتی را که قبلاً در قالب قرارداد اجاره به شرط تملیک پرداخته کرده به شخص ثالثی (شرکت واسطه) می‌فروشد. بنابراین ابتدا واسطه، اوراق اجاره را منتشر می‌نماید و سپس دارایی‌هایی را که

فروش می‌رساند. در این صورت نیز شرکت واسطه بخشی از اجاره‌بها را به عنوان حق الوکاله خود برمی‌دارد و بقیه را به صاحبان اوراق می‌پردازد. درآمد صاحبان اوراق در این صورت نیز عبارت است از اجاره‌بهاها ماهانه به اضافه تفاوت قیمت خرید دارایی و قیمت فروش آن در سررسید اجاره که تا حدود زیادی قابل پیش‌بینی است.

اوراق اجاره تامین نقدینگی

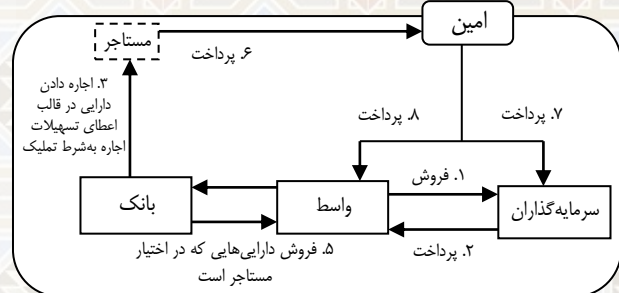
در این نوع اوراق فرض بر آن است که فروشنده دارایی با مستاجر (بانی) یکی هستند. در این نوع از اوراق اجاره، واسطه با واگذاری اوراق به مردم و جمع‌آوری وجوه، به وکالت از طرف آن‌ها یک دارایی (ثابت مشهود) را از بنگاه (بانی) خریداری کرده سپس به همان بنگاه (بانی) اجاره می‌دهد. به عبارت دیگر، این نوع از اوراق، مبتنی بر فروش و اجاره مجدد 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 دارایی خود، مبلغی را جهت رفع نیازهای نقدینگی کسب نماید. این عامل سبب نام‌گذاری این اوراق به اوراق اجاره تامین نقدینگی شده است زیرا شرکتی که نیازمند وجه نقد است دارایی خود را می‌فروشد و آن را مجدد به صورت اجاره به شرط تملیک به دست می‌آورد. فرایند عملیاتی انتشار اوراق اجاره تامین نقدینگی در نگاره ۲ آورده شده است.



نگاره ۲- فرایند عملیاتی انتشار اوراق اجاره تامین نقدینگی

در اوراق اجاره تامین نقدینگی، شرکت واسطه پس از انتشار اوراق و خرید دارایی از بنگاه (بانی)، مجدداً آن را به صورت اجاره به شرط تملیک در اختیار وی قرار می‌دهد. بنابراین دارایی در مقابل اجاره‌بهای معین برای مدت مشخص به بانی اجاره داده می‌شود و در قرارداد اجاره، شرط می‌شود واسطه در سررسید، دارایی را به بانی تملیک کند. در این صورت نیز واسطه بخشی از اجاره‌بها را به عنوان حق الوکاله برمی‌دارد و بقیه را به صاحبان اوراق می‌پردازد. درآمد صاحبان اوراق نیز عبارت است از مجموع اجاره‌بهاها ماهانه. از این رو درآمد صاحبان اوراق در این صورت کاملاً قابل پیش‌بینی است. در این نوع از اوراق اجاره نیز، اجاره دارایی به صورت‌های مختلف قابل تصور است.

بانک در قالب قرارداد اجاره به شرط تملیک در طول زمان به افراد مختلفی داده است 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 ۳ آورده شده است.



نگاره ۳- فرآیند عملیاتی انتشار اوراق اجاره رهنی

براساس این مدل بانک‌ها، موسسات اعتباری غیربانکی، تعاونی‌های اعتبار و شرکت‌های لیزینگ می‌توانند دارایی‌هایی را که قبلاً به شخص یا اشخاص 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، بنابراین تنها می‌توان اوراق اجاره سرمایه‌ای (به شرط تملیک) را برای این دسته از اوراق اجاره طراحی نمود. در این صورت درآمد صاحبان اوراق کاملاً قابل پیش‌بینی است. این اوراق نوعی از اوراق رهنی (خرید دین) محسوب می‌شوند و می‌توان آن‌ها را از دیدگاه این نوع از ابزارهای مالی مورد بررسی قرار داد.

همان‌طور که اوراق اجاره را می‌توان برای کالاهای جدید طراحی کرد می‌توان برای دارایی‌هایی که قبلاً اجاره داده شده‌اند، نیز به کار برد. به این صورت که مالک دارایی، دارایی اجاره داده شده را به شرکت واسط واگذار می‌کند تا در مورد آن دارایی اوراق منتشر گردد. سپس واسط آن دارایی از مالک قبلی خریداری کرده و اجاره بهای جدید به مالکین جدید (صاحبان اوراق) می‌رسد. بر این اساس بانک‌هایی که دارایی‌هایی را به شکل اجاره یا اجاره به شرط تملیک واگذار کرده‌اند، می‌توانند برای فروش آن‌ها از این ابزار استفاده کنند.



بررسی فقهی اوراق اجاره

قبل از ورود به بحث فقهی اوراق اجاره، لازم است مبانی فقهی مورد نیاز جهت تبیین دقیق سازوکار اوراق اجاره تشریح گردد. اوراق اجاره، در واقع مبتنی بر قرارداد اجاره و جزئیات مربوط به آن، در فقه اسلامی است.

تعریف قرارداد اجاره

اجاره در لغت به معنای رهنیدن و به فریاد رسیدن است (عمید، ۱۳۶۳، ص ۷۶) و در اصطلاح، تملیک منفعت یا کار (عمل) در مقابل عوض می‌باشد که به موجب آن مستأجر در برابر مالی که به موجر می‌پردازد، برای مدت معین مالک منافع دارایی اجاره داده شده (عین مستأجره) می‌شود (محقق حلی، ۱۴۰۳، ج ۲، ص ۱۷۹؛ امام خمینی، ۱۴۱۶، ج ۱، ص ۵۲۴).

اجاره به دو نوع قابل تقسیم است که عبارتست از اجاره اموال که به آن اجاره دارایی‌های فیزیکی یا اعیان نیز گفته می‌شود. در این نوع از اجاره عین مستأجره اشیائی مثل خانه، زمین، مزرعه، اتومبیل، ماشین‌آلات، هواپیما، کشتی، حیوان، درخت و سایر کالاهای سرمایه‌ای و مصرفی بادوام است. نوع دوم اجاره، اجاره اشخاص است که به آن اجاره اعمال نیز گفته می‌شود و آن اجاره‌ای است که در آن عین مستأجره، نیروی کار (اجیر) می‌باشد و منفعت نیروی کار در اختیار مستأجر (کارفرما) قرار می‌گیرد (موسوی خمینی، ۱۴۱۶، ج ۱، ص ۵۲۴).

ماهیت قرارداد اجاره

با توجه به تعریف و شرایط اجاره می‌توان گفت اجاره؛

۱. قراردادی تملیکی است؛ یعنی در آن منفعت به ملکیت مستأجر و اجاره‌بها به عنوان مابه‌ازاء (عوض) به ملکیت موجر در می‌آید (محقق حلی، ۱۴۰۳، ج ۲، ص ۱۷۹).

۲. قراردادی مَعْوَض است؛ یعنی در آن منفعت با اجاره‌بها معاوضه می‌شود. وجود عوض از شرایط اساسی و ارکان قرارداد اجاره می‌باشد؛ از این رو تملیک منفعت بدون عوض، اجاره نیست (نجفی، ۱۴۰۴، ج ۲۷، ص ۲۰۵).

۳. قراردادی موقت است؛ مقصود از موقت بودن اجاره این است که تملیک منافع باید برای مدت معین انجام شود (موسوی

خمینی، ۱۳۶۳ش، ج ۱، ص ۵۲۶).

۴. قراردادی لازم است؛ یعنی تا زمانی که مدت آن پایان نیافته، طرفین حق به هم زدن (فسخ) آن را ندارند، مگر با رضایت همدیگر^۱ یا بروز یکی از عوامل فسخ اجاره (محقق حلی، ۱۴۰۳ق، ج ۲، ص ۵۲۷). از این رو با فوت موجر یا مستأجر، اجاره باطل نمی شود.

ارکان قرارداد اجاره و شرایط آن

الف - ایجاب و قبول

قرارداد اجاره نیز همانند سایر عقود نیاز به اعلام اراده و رضایت طرفین به انعقاد آن دارد. موجر به هر لفظ و زبانی ایجاب (آمادگی انتقال منفعت دارایی) را بیان کند و همین طور مستأجر با هر لفظ و زبانی قبول خود (پذیرفتن استفاده از منفعت دارایی) را اظهار نماید، صحیح است. قرارداد اجاره نیز همانند بیع می تواند به هر عملی که نشان دهنده قصد و رضایت طرفین باشد مثل قبض و اقباض در اجاره اشیاء، صورت پذیرد. منظور از قبض تحویل دادن مورد اجاره از سوی مالک به مستأجر و منظور از اقباض تحویل گرفتن مورد اجاره از سوی مستأجر می باشد. (یزدی، ۱۴۲۰ق، ج ۵، ص ۸).

ب- طرفین قرارداد

در اجاره اشخاص، فردی که منافع از سوی او به مستأجر تملیک می شود اجیر و کسی که اجاره می کند مستأجر نامیده می شود (قانون مدنی، مواد ۴۶۶ و ۵۱۲).^۲ طرفین قرارداد باید واجد شرایط صحت معامله باشند، و به تعبیر جامع تر، باید اهلیت داشته باشند. اهلیت نیز با بلوغ، عقل، اختیار و ممنوع نبودن از تصرف در مال خود حاصل می شود (نجفی، ۱۴۰۴ق، ج ۲۷، ص ۲۱۹).

ج- عوضان

عوضان عبارت است از منفعت عین مستأجره که از طرف موجر در اختیار مستأجر قرار می گیرد و اجرت (اجاره بها) که از طرف مستأجر به موجر پرداخت می شود. از جمله شرایط عوضین، مباح و تحت مالکیت بودن، امکان استفاده از منفعت برای مستأجر، قدرت بر تحویل و امکان انتفاع از دارایی مورد اجاره با شرط بقای آن پس از استفاده می باشد (یزدی، ۱۴۰۹ق، ج ۲، ص ۵۷۶).

تعریف قرارداد اجاره به شرط تملیک و ماهیت آن

اجاره به شرط تملیک قراردادی است که در آن شرط می شود مستأجر در پایان مدت اجاره و در صورت عمل به شرایط مندرج

در قرارداد، عین مستأجره را مالک گردد (آیین نامه قانون عملیات بانکی بدون ربا، ماده ۵۷، ۱۳۶۲).^۳ با توجه به این که قرارداد اجاره و بیع هر دو از قراردادهای لازم می باشند؛ از این رو قرارداد اجاره به شرط تملیک قراردادی است لازم و طرفین متعهد به انجام تعهدات خود طبق قرارداد می باشند و در غیر از موارد اختیارات^۴، حق فسخ ندارند (موسویان، ب، ۱۳۸۶، ص ۱۶). قرارداد اجاره به شرط تملیک ترکیبی از دو قرارداد اجاره و بیع است و این که اصالتاً این قرارداد اجاره است یا بیع، حقوق دانان نظرات مختلفی ارائه داده اند. این دو ع قرارداد با یک شرط ضمنی، به هم پیوند می خورند و قرارداد اجاره به شرط تملیک را به وجود می آورند. لازم به ذکر است هر شرطی که خلاف مقتضای (ذات) قرارداد و نص صریح شرع و قانون نباشد می تواند در ضمن قراردادهای مقرر گردد و مانند خود قرارداد برای طرفین الزام و تعهد ایجاد می کند (همان، ص ۱۵ و ۱۶). در قرارداد اجاره به شرط تملیک، ابتدا احکام قرارداد اجاره جاری می شود، سپس احکام شرط ضمن قرارداد رعایت می گردد و در نهایت احکام بیع در آن جاری می شود که بعضی از فقها صحت اجاره به شرط تملیک را منوط به وجود قصد جدی طرفین قرارداد نموده اند (مرکز تحقیقات فقهی قوه قضاییه، ۱۳۸۱، ج ۱، ص ۲۸).



۳ - ماده ۵۷ آیین نامه قانون عملیات بانکی بدون ربا، مصوب ۱۳۶۲؛ دستورالعمل بانک ملت.

۴ - منظور از اختیارات، امکان حق فسخ قرارداد برای هر یک از طرفین قرارداد است. در صورت وقوع برخی موارد در قراردادهای از جمله تخلف یکی از طرفین از شروط مندرج در قرارداد، امکان فسخ یا «خیار» برای طرف مقابل وجود دارد.

۱ - در قراردادهای اسلامی مانند اجاره که قراردادهایی لازم هستند پس از انعقاد قرارداد، فسخ آن برای یکی از طرفین به صورت یک جانبه مقدور نیست مگر این که دو طرف رضایت داشته باشند در این صورت اصطلاحاً اقاله صورت می پذیرد.

۲ - مواد ۴۶۶ و ۵۱۲ ق.م.

الف. معامله دوم (اجاره) در معامله اول (خرید) شرط نشده باشد.

ب. معامله دوم (اجاره) در معامله اول (خرید) شرط شده باشد. حالت نخست، از نظر شرعی بدون اشکال است، اما در حالتی که معامله دوم (اجاره) در معامله اول (خرید) شرط شده باشد، احتمال بیع‌العینه بودن وجود دارد و نیازمند بررسی می‌باشد.

تعریف بیع‌العینه

لفظ «عینه» از عین به معنای مال موجود گرفته شده است (مکارم شیرازی، ۱۴۲۵ق، ص ۳۳۶). بیع‌العینه تعاریف مختلف دارد، اما تعریفی که به روایات بیع‌العینه نیز نزدیک است عبارت است از این که، کسی کالایی را به صورت نسیه بخرد، سپس آن را به قیمتی کم‌تر به نقد بفروشد و به این وسیله به پول نقد برسد (ابن ادریس، ۱۴۱۰ق، ج ۲، ص ۲۰۵) (خویی، ۱۴۱۸ق، ج ۲۳، ص ۸۹).

در حرمت بیع‌العینه سه احتمال وجود دارد که بر اساس هر یک از آن احتمالات، نتایج متفاوت بدست می‌آید:

الف. حرمت بیع‌العینه از باب تعبد باشد یعنی فرد مسلمان این نوع معامله به‌خاطر فرمانبرداری از امر خداوند یا همان تعبد انجام نمی‌دهد. در این صورت تنها به مواردی که در روایات به‌عنوان بیع‌العینه یاد شده اکتفا می‌شود و سایر موارد از لحاظ شرعی بدون اشکال خواهند بود. بر اساس این احتمال، هیچ یک از موارد اوراق اجاره مشمول بیع‌العینه نخواهد بود، چون در این موارد، قرارداد دوم قرارداد اجاره است، در حالی که در روایات بیع‌العینه قرارداد دوم قرارداد بیع است.

ب. حرمت بیع‌العینه به‌جهت شرط معامله دوم در معامله اول باشد، بنابر این احتمال، در تمام مواردی که دو معامله مشروط بر هم می‌باشند، مشمول بیع‌العینه خواهند بود، چه معامله دوم بیع باشد چه معامله دیگر. بر این اساس در مواردی که قرارداد اجاره به صورت شرط در قرارداد بیع مطرح می‌شود، مشمول بیع‌العینه خواهند بود.

ج. حرمت بیع‌العینه به جهت تحریم حیل‌های ربا باشد؛ در این صورت باید موارد به صورت خاص بررسی گردند. هر موردی که هدف از انجام معامله به نوعی حیل ربا باشد حرام خواهد بود و هر موردی که به‌عنوان معامله مستقل با اهداف و انگیزه‌های مشروع و عقلانی صورت بگیرد، حلال خواهد بود.

با تامل در مفاد روایات بیع‌العینه به این جمع‌بندی می‌رسیم که از میان احتمالات سه‌گانه، احتمال سوم صحیح است و بیع‌العینه از باب تحریم حیل‌های ربا تحریم شده است. بر این

بررسی ابعاد فقهی انواع اوراق اجاره

تحلیل فقهی انواع اوراق اجاره که در کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار مورد بررسی قرار گرفته و به لحاظ فقهی بدون اشکال هستند به شرح زیر است (مصوبات کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار):^۱

با توجه به مطالب پیش گفته، از میان انواع اوراق اجاره در مواردی که بین فروشنده دارایی و مستاجر تفاوت هست احتمال حیل ربا^۲ و بیع‌العینه^۳ منتفی است. اما در مواردی که فروشنده و مستاجر یکی است از میان انواع چهارگانه، در موارد اجاره عملیاتی (عادی)، اجاره به شرط اختیار خرید و اجاره به شرط اختیار فروش مشکل حیل ربا و بیع‌العینه وجود ندارند و اما در جایی که کالای خریداری شده به صورت اجاره به شرط تملیک واگذار می‌شود احتمال حیل ربا و بیع‌العینه بودن هست و برای رفع این احتمال باید قراردادهای بیع و اجاره به صورت طبیعی بسته شوند و با شرط‌های ضمن قرارداد و امثال آن نباید ماهیت اجاره را مخدوش کرد. در مورد احتمال بیع‌العینه و حیل ربا در اوراق اجاره سرمایه‌ای دو نکته قابل بیان است:

اولاً، این صورت شبیه بیع‌العینه است که از نظر فقهی محل بحث است. ثانیاً، این صورت مشکل حیل ربا یا راهکارهای غیرمجاز فرار از ربا را دارد در مورد ایراد اول:

۱. در همه مواردی که شرکت واسطه با واگذاری اوراق به مردم و جمع‌آوری وجوه، به وکالت از طرف صاحبان اوراق دارایی یک بنگاه اقتصادی را خریداری کرده سپس به همان بنگاه اجاره می‌دهد، دو حالت قابل تصور است.

1 - <http://www.rdis.ir/RecDetail.asp?RecID=22>

۲ - حیل، به کار بستن راه‌هایی است که گرچه ظواهر قانون در آن رعایت شده ولی چه بسا با روح قانون مخالف است. در نتیجه حیل‌های شرعی ربا آن است که شخص برای فرار از حرمت ربا، می‌کوشد از طریق بعضی از عقود و معاملات که ظاهری شرعی دارند به هدف اصلی خود که دریافت سود است، برسد.

۳ - بیع‌العینه عبارت است از فروش نقدی یک کالا از سوی فروشنده به خریدار و سپس خرید نسیه آن به قیمت بالاتر از سوی او. در این معامله، معامله دوم در معامله اول شرط شده است و راهکاری برای ربا دادن و ربا گرفتن است بنابراین از سوی شریعت اسلامی ممنوع شده است.

اساس لازم است موارد اوراق اجاره از این جهت بررسی شوند (مصوبات کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس، ۱۳۸۶)؛ بنابراین چنانچه بیع العینه، بیع حقیقی و جدی از سوی طرفین معامله باشد، صحیح است و اگر فقط قراردادی صوری و به منزله فرار از ربا باشد، صحیح نیست (مکارم شیرازی، ۱۴۲۵ق، ص ۳۳۷).

با توجه به مطالب پیش گفته، ذکر نکات ذیل جهت تبیین دقیق فقهی سازوکار انواع اوراق اجاره ضروری است:

۱. در نوع اول از صکوک اجاره که فرض تعدد فروشنده دارایی با مستاجر می‌باشد، در هر سه صورت اجاره عملیاتی (عادی)، اجاره به شرط حق اختیار فروش و اجاره سرمایه‌ای (اجاره به شرط تملیک)، شرکت واسطه با واگذاری اوراق و جمع‌آوری وجوه به وکالت از طرف صاحبان اوراق، دارایی مورد نیاز را از تولیدکننده یا فروشنده آن خریداری کرده و سپس به متقاضیان آن، اجاره می‌دهد. هر سه صورت اجاره مذکور، از نظر فقهی، قراردادی صحیح و مطابق با قرارداد اجاره تنظیم شده است. شرط حق اختیار فروش و شرط تملیک نیز از شروط صحیحی است که طرفین، ضمن عقد آن را شرط نموده‌اند و از آنجا که شروط در ضمن عقد لازم نیز لازم است (انصاری، ۱۴۲۱ق، ص ۷۸)، طرفین ملزم به وفای به آن می‌باشند. شایان ذکر است که صحت شرط ضمن عقد، مشروط به امکان‌پذیر بودن، مشروع بودن، دارای غرض عقلایی درخور اعتنا بودن، مخالف کتاب و سنت نبودن، تضاد نداشتن با خود قرارداد یا تغییر ماهیت ندادن آن (منافی مقتضای عقد نبودن) و معلوم بودن آن (نه مجهول و مبهم) می‌باشد (انصاری، ۱۴۱۵ق، ج ۶، صص ۵۸-۱۵).

۲. در نوع دوم از صکوک اجاره که فرض اتحاد فروشنده دارایی با مستاجر است، در هر دو صورت اجاره به شرط حق اختیار خرید و اجاره سرمایه‌ای (اجاره به شرط تملیک)، شرکت واسطه با واگذاری اوراق به مردم و جمع‌آوری وجوه، به وکالت از طرف صاحبان اوراق، دارایی یک بنگاه اقتصادی را خریداری کرده سپس به همان بنگاه اجاره می‌دهد. صورت اجاره عادی و اجاره به شرط حق اختیار فروش، از نظر فقهی اشکالی ندارد (صورت جلسه کمیته تخصصی فقهی، سال اول، ۱۳۸۶) و طبق قرارداد اجاره که شروط صحیحی ضمن آن شرط شده است، تحقق یافته است. اما صورت اجاره سرمایه‌ای، از دو جهت مشکل فقهی داشته و نیاز به بررسی دارد (صورت جلسه کمیته تخصصی فقهی، سال اول، ۱۳۸۶):

اولاً، این صورت شبیه بیع العینه است که از نظر فقهی محل بحث است. ثانیاً، این صورت مشکل حيله ربا دارد.

بنابراین در مورد سرمایه‌ای با فرض اتحاد فروشنده و مستاجر، برای رفع مشکل بیع العینه و حيله ربا باید در انجام قراردادهای فروش و اجاره دارایی توسط بانی دقت کافی صورت گیرد تا این قراردادها به قصد جدی و به صورت طبیعی منعقد شوند و با شرطهای ضمن عقد و امثال آن نباید ماهیت اجاره را مخدوش کرد تا زمینه حيله ربا و بیع العینه فراهم نگردد؛ به عبارت دیگر، باید قیمت‌گذاری دارایی، نرخ اجاره‌بها و شرایط ضمن عقد بیع و اجاره به شرط تملیک به صورت واقعی تعیین گردند.

در اوراق اجاره رهنی، می‌توان به جای تبدیل به اوراق بهادار کردن خود دارایی‌های اجاره داده شده، اجاره‌بهاهای حاصل از تسهیلات اجاره به شرط تملیک را که در واقع دیون مستاجران به بانک است، تبدیل به اوراق بهادار کرد؛ در این صورت صحت فقهی این نوع اوراق متوقف بر صحت خرید و فروش دین خواهد بود که بر طبق نظر مشهور فقهای امامیه و نظر شورای نگهبان صحیح است (موسویان، ۱۳۸۶، صص ۲۰۶-۲۰۵).

فروش اوراق اجاره در بازار ثانوی، از باب فروش سهم‌الشرکه فرد در دارایی‌های مورد اجاره است که از جهت فقهی صحیح و قیمت فروش می‌تواند با توافق و رضایت طرفین تعیین شود. بعد از معامله، صاحب جدید اوراق در تمام مسائل حقوقی جانشین صاحب قبلی اوراق خواهد بود.



چنانچه بانک ها خط اعتباری کوتاه مدت (حداکثر سه ماهه) در اختیار کارگزاران قرار دهند تا کارگزاران از این خط اعتباری برای فعالیت های خود استفاده نمایند، کارگزاران می توانند از راه کارهای ذیل برای تنظیم قراردادهای میان خود و بانک و همچنین قراردادهای میان خود و با مشتریان استفاده نمایند.

بانک می تواند بر اساس قرارداد مشارکت مدنی، خط اعتباری را در اختیار کارگزار قرار داده و به او وکالت دهد با استفاده از منابع بانک و منابع کارگزار به صورت مشارکت اقدام به خرید نقدی و فروش مباحه ای سهام برای مشتری نماید. به این بیان که بعد از انعقاد قرارداد خرید اعتباری سهام توسط مشتری با کارگزار، کارگزار با استفاده از منابع داخلی و با استفاده از منابع بانکی به صورت مشارکت، سهام مورد سفارش را به صورت نقد خریداری کرده سپس با افزودن سود به صورت مباحه مدت دار به خریدار می فروشد."

موافقت مشروط کمیته فقهی با وقف سهام

کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار در جلسات ۵۸ و ۶۳، موافقت مشروط خود را با معاملات وقف سهام در بازار سرمایه اعلام کرد. در این جلسات که با حضور اعضای کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار، اعضای هیئت مدیره سازمان و کارشناسان مدعو تشکیل شد، بعد از تبیین مسئله توسط کارشناسان، اعضای کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار به بحث و بررسی موضوع پرداختند.

بعد از مطرح شدن اموال اعتباری مانند پول اعتباری و اوراق بهادار، این سوال مطرح است که آیا می توان این اموال را وقف کرد به طوری که اصل اوراق و اموال اعتباری باقی بمانند و منافع اوراق برای نیت واقف صرف شود؟ و در صورت جواز وقف چنین اموالی، شرایط بهره برداری از آن ها چگونه خواهد بود؟

در نهایت کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار نظر خود را به این شرح اعلام کرد: "اصل وقف سهام و همه اوراق بهاداری که سند دارایی فیزیکی (عینی) هستند صحیح است؛ ولی وقف اوراقی که سند دیون یا پول نقد هستند صحیح نیست."

اخبار بورس ها

اخبار بورس اوراق بهادار

• بورس مجازی ایران ۱۰۰ هزار نفری شد: با

افزایش تعداد علاقه مندان به سرمایه گذاری در

بورس، تعداد کاربران تالار مجازی بورس ایران

(www.irvex.ir) از مرز یکصد هزار نفر گذشت

تا این سامانه اینترنتی، به یکی از جذاب ترین و

پرمخاطب ترین سامانه ها در بازار سرمایه تبدیل

شود (تاریخ انتشار ۱۳۹۱/۱۰/۰۲).

• درب دانشگاه ها به روی بورس باز شد: شورای

اخبار و رویدادهای مهم

اخبار کمیته فقهی

مخالفت کمیته فقهی با انتشار نوع خاصی از اوراق مباحه

کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار در جلسه مورخ ۱۳۹۱/۱۲/۰۲، حکم شرعی در مورد انتشار نوع خاصی از اوراق مباحه را اعلام نمود. در این جلسه کمیته تخصصی با توجه به ماده ۴ دستورالعمل انتشار اوراق مباحه (مصوب ۹۰/۹/۲۶ هیئت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار) مبنی بر این که «بانی و فروشنده نباید دارای شخصیت حقوقی واحد باشند» به بررسی انتشار اوراق مباحه از سوی آن دسته از شرکت های تولیدی پرداخت که معمولاً به منظور حصول اطمینان از تأمین مواد اولیه، نسبت به خرید سهام شرکت های تأمین کننده مواد اولیه اقدام می نمایند. این موضوع به حدی است که گاهی به منظور کنترل زنجیره تولید، واحد مستقلی به منظور تأمین مواد اولیه ایجاد نموده و خرید مواد اولیه مورد نیاز خود را منحصرأ از واحد مذکور انجام می دهند.

با عنایت به تفکیک شخصیت حقوقی بانی و فروشنده، در این موارد، مغایرتی با الزامات دستورالعمل انتشار اوراق مباحه وجود ندارد. لیکن با توجه به ملاحظات فقهی موجود در خصوص شخصیت واحد، به نظر می رسد بررسی فقهی امکان تأمین مالی برای بانی از طریق انتشار اوراق مباحه به منظور خرید مواد کالا از فروشنده ای که تحت کنترل (مالکیت) بانی است، ضروری است. کمیته فقهی پس از بررسی موضوع، به جمع بندی ذیل رسید: "اگر بانی با شرکت فروشنده مواد و قطعات از نظر مالکیت متحد باشد، انتشار اوراق مباحه جهت تأمین مالی بانی با مشکل بیع العینه مواجه می شود و به لحاظ شرعی دارای اشکال است."

نظر کمیته فقهی در مورد خرید اعتباری سهام

کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار در جلسات ۶۸ و ۷۰ خود پس از بحث و بررسی، نظر خود در مورد معاملات خرید اعتباری سهام را اعلام کرد. بر این اساس،

برنامه‌ریزی آموزشی و درسی دانشگاه علمی- کاربردی، اواخر آبان ماه امسال با راه‌اندازی مقطع کاردانی امور حرفه‌ای بورس موافقت کرد (تاریخ انتشار ۱۳۹۱/۱۰/۰۶).

• نسبت ۵۰ درصدی ارزش بازار سرمایه به تولید

ناخالص داخلی: رئیس سازمان بورس و اوراق بهادار گفت: نسبت ارزش بازار سرمایه (ارزش جاری بورس تهران و فرابورس) به تولید ناخالص داخلی (GDP) به حدود ۵۰ درصد رسیده است، بنابراین بازار سرمایه با چنین مختصات می‌تواند وظایف و مسئولیت‌های بزرگتری را به عهده بگیرد و نقش مهمتری را در نظام تامین مالی ایفا کند (تاریخ انتشار ۱۳۹۱/۱۰/۱۷).

• راه‌اندازی موسسه رتبه‌بندی اعتباری: مدیرعامل

بورس اوراق بهادار تهران از آمادگی این شرکت برای راه‌اندازی موسسه رتبه‌بندی اعتباری خبر داد و گفت: این شرکت به‌عنوان نهادی بی‌طرف، می‌تواند این نهاد مالی جدید را در بازار سرمایه تاسیس کند (تاریخ انتشار ۱۳۹۱/۱۰/۲۴).

• عبور شاخص از ۳۸ هزار واحد: در معاملات

دوشنبه بیست و پنجم دی ماه ۱۳۹۱ تالار شیشه‌ای، شاخص کل با تاثیر مثبت فولاد مبارکه اصفهان، شرکت‌های گسترش نفت و گاز پارسیان، گل گهر، سرمایه‌گذاری غدیر و چادرملو رکورد جدیدی را در تاریخ ۴۶ ساله خود به ثبت رساند و با ۲۵۰ واحد افزایش از ۳۸ هزار واحد عبور کرد (تاریخ انتشار ۱۳۹۱/۱۰/۲۵).

• افزایش ۴۳ درصدی ارزش بازار سهام طی

نهم ماه: ارزش بازار سهام کشور در ۲۰ دی ماه به ۱۷۰ هزار میلیارد تومان رسید که نسبت به ۶ ماه گذشته، ۴۳.۳۲ درصد رشد داشت (تاریخ انتشار ۱۳۹۱/۱۰/۲۹).

• افزایش ۱۰ درصدی انتشار اوراق بدهی: مدیر

عامل شرکت تامین سرمایه بانک ملت با بیان این که با ورود شرکت‌های تامین سرمایه در چهار ساله گذشته حجم انتشار ابزارهای بدهی در بازار سرمایه رشد داشته است، گفت: در سال‌های قبل از ۸۶ نسبت انتشار ابزارهای بدهی تقریباً یک درصد انتشار اوراق در بازار سرمایه به ۹۹ درصد در بازار پول بود که امروز این آمار به حدود ۱۰ درصد در بازار سرمایه افزایش پیدا کرده است (تاریخ انتشار ۱۳۹۱/۱۰/۳۰).

• نیمی از بورس تهران در دستان سه گروه: بر

اساس آخرین آمار منتشر شده اداره آمار و

اطلاعات شرکت بورس، فلزات اساسی با ۲۱.۹۷ درصد، محصولات شیمیایی با ۱۴.۹۸ درصد و استخراج کانه‌های فلزی با ۱۲.۶۱ درصد بیش‌ترین ارزش بازار سهام را میان سایر صنایع بورسی داشته و به ترتیب در سه ردیف ابتدایی جدول قرار دارند (تاریخ انتشار ۱۳۹۱/۱۱/۰۲).

• تقسیم ۷۰ درصد از کل درآمد واقعی شرکت‌ها:

آخرین آمار وضعیت درآمد واقعی و سود تقسیمی صنایع بورسی در سال ۹۱ نشان می‌دهد که ۲۸۸ شرکت بورسی در برابر تحقق درآمد بیش از ۱۷۷ هزار و ۶۳۹ میلیارد ریال، بالغ بر ۱۳۲ هزار و ۹۸۵ میلیارد ریال را در مجامع خود تقسیم کردند که این رقم عددی معادل ۷۰ درصد از کل درآمد واقعی این شرکت‌هاست (تاریخ انتشار ۱۳۹۱/۱۱/۰۳).

• پخش مجموعه آموزشی الفبای بورس از شبکه

آموزش: مجموعه آموزشی الفبای بورس، مجموعه برنامه ۱۰۰ قسمتی است که با هدف آموزش مفاهیم بورس به زبان ساده، توسط سازمان بورس و اوراق بهادار و با مشارکت شبکه آموزش سیما تهیه و پخش آن از طریق این شبکه، از روز شنبه ۷ بهمن، قبل از برنامه رادیو ۷ (ساعت ۲۲:۴۵) آغاز شده است. در مجموعه برنامه‌های ۷ دقیقه‌ای الفبای بورس که برای نخستین بار، تولید و پخش می‌شود، مفاهیم موردنیاز علاقه‌مندان به سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه به زبان بسیار ساده و در قالب انیمیشن ارائه می‌گردد (تاریخ انتشار ۱۳۹۱/۱۱/۰۸).

• پذیرش اوراق سلف نفتی: در دومین جلسه هیات

پذیرش بورس انرژی که روز یکشنبه با حضور رئیس سازمان بورس و اوراق بهادار برگزار شد، اوراق سلف نفتی مورد پذیرش قرار گرفت (تاریخ انتشار ۱۳۹۱/۱۱/۱۵).

• نقش ۷۵ درصدی بازار سرمایه در

واگذاری‌های سال ۹۱: رئیس سازمان خصوصی‌سازی گفت: حجم کل واگذاری‌ها از طریق سازمان خصوصی‌سازی از ابتدای سال تا پایان دی ماه حدود ۲۰ هزار و ۳۰۰ میلیارد تومان بوده که ۷۵ درصد واگذاری‌ها از طریق بازار سرمایه و ۲۵ درصد دیگر از طریق مزایده صورت گرفته است (تاریخ انتشار ۱۳۹۱/۱۱/۱۶).

• کارنامه مالیاتی مناسب شرکت‌های بورسی:

رئیس سازمان امور مالیاتی از عملکرد مطلوب مالیاتی شرکت‌های بورسی نسبت به غیربورسی

خبر داد. به گفته وی، برای ورود به بورس، شرکت‌ها باید از ارزیابی مالیاتی مناسبی بهره‌مند باشند، به همین دلیل شرکت‌های حاضر در بازار سرمایه، کارنامه مالیاتی مناسبی دارند (تاریخ انتشار ۱۳۹۱/۱۱/۱۷).

• **پرواز ۱۲۰۰ واحدی شاخص کل:** در روز شنبه بیست و یکم بهمن ۱۳۹۱، بورس تهران رکورد بی سابقه رشد روزانه شاخص را در عمر ۴۶ ساله خود رقم زد. در شنبه طلایی بورس، ارزش شاخص کل بورس تهران ۳۰۵ درصد افزایش یافت و بیش از ۱۲۰۰ واحد بالا رفت و از مرز ۳۸ هزار نیز گذشت (تاریخ انتشار ۱۳۹۱/۱۱/۲۱).

• **رشد تمامی متغیرهای بورس تهران در سال ۹۱:** در روز سه‌شنبه مورخ ۱۳۹۱/۱۲/۲۲، ارزش بازار سهام با رشد ۳۳ درصدی نسبت به ابتدای امسال به رقم ۱۷۶ هزار میلیارد تومان رسید. شاخص کل بورس نیز از رقم ۲۵ هزار و ۹۰۰ واحد در ابتدای سال به ۳۷ هزار و ۱۰۰ واحد رسیده که این رقم نشان از بازدهی ۴۳ درصدی بورس برای سهامداران است. ضمن این که ارزش کل معاملات بورس با رشدی ۱۴ درصدی به رقم ۲۴ هزار میلیارد تومان رسید. (تاریخ انتشار ۱۳۹۱/۱۲/۲۲).

• **تقسیم سود ۷۰ درصدی:** شرکت‌های بورسی در مجمعی که تا پایان هفته نخست بهمن ماه جاری برگزار کردند در مجموع مبلغ ۱۸۰ هزار و ۸۴۴ میلیارد ریال درآمد واقعی محقق و به طور متوسط ۷۰ درصد از سود خود را تقسیم کردند (تاریخ انتشار ۱۳۹۱/۱۱/۲۳).

• **همراه اول به جمع شرکت‌های بورسی پیوست:** هیئت پذیرش با بررسی مستندات مربوط به شرکت ارتباطات سیار (همراه اول) با پذیرش این شرکت در فهرست نرخ‌های بازار دوم بورس به شرط تکمیل افشای اطلاعات در سامانه کدال موافقت کرد (تاریخ انتشار ۱۳۹۱/۱۱/۲۹).

• **رشد ارزش معاملات آنلاین:** مقایسه حجم معاملات بر خط (آنلاین) بهمن ماه ۱۳۹۱ نسبت به مدت مشابه سال قبل نشان از رشد ۶۹ درصدی حجم و ۱۲۵ درصدی ارزش معاملات آنلاین می‌دهد (تاریخ انتشار ۱۳۹۱/۱۲/۱۲).

• **۷۹ هزار میلیارد ریال سهم دولتی در بورس واگذار شد:** از ابتدای سال ۹۱ تا پایان بهمن بالغ بر ۱۵۱ هزار و ۳۶۱ میلیارد ریال سهم دولتی واگذار شده که از این میزان سهام، ۷۸ هزار و

۹۸۶ میلیارد ریال سهم دولتی در بورس اوراق بهادار، ۳۹ هزار و ۶۲۱ میلیارد ریال سهم از طریق مزایده، ۳۲ هزار و ۷۱۸ میلیارد ریال در فرابورس و ۳۵ میلیارد ریال از طریق مذاکره خصوصی شده است (تاریخ انتشار ۱۳۹۱/۱۲/۱۴).

• **بورس مجازی ایران تغییر چهره داد:** نسخه جدید تالار مجازی بورس ایران معرفی شد. این نسخه از دو بخش اصلی، یعنی سامانه شبیه‌ساز معاملات و پورتال جامع آموزشی تشکیل شده است. از جمله مزیت‌های سامانه شبیه‌ساز، قابلیت‌های بسیار بالای آن از جمله امکان تبادل نظر با همه کاربران تالار، امکان انجام معاملات اعتباری سهام، امکان خرید و فروش اوراق بهادار به صورت شخصی، امکان دریافت گزارش‌های متعدد عملکردی توسط کاربر، امکان مشاهده کامل اطلاعات مرتبط با سهم و بازار؛ و امکان اعطای نشان و گواهینامه الکترونیک به کاربران برتر است. در بخش پورتال جامع آموزشی نیز، انواع محصولات آموزشی از جمله انیمیشن، کلیپ، فایل‌های صوتی، کاریکاتور و متون آموزش بورس به زبان ساده به صورت رایگان در اختیار کاربران قرار گرفته است تا علاقه‌مندان به سرمایه‌گذاری در بورس، علاوه بر تمرین خرید و فروش اوراق بهادار، امکان آموزش در این زمینه را داشته باشند (تاریخ انتشار ۱۳۹۱/۱۲/۲۱).

• **راه‌اندازی سامانه تبادل اطلاعات نهادهای مالی:** سامانه تبادل اطلاعات نهادهای مالی به منظور تبادل اطلاعات به صورت الکترونیکی شامل ارسال درخواست‌های تأسیس و تبدیل به نهادهای مالی، درخواست موافقت اصولی و مجوز فعالیت و سایر عملیات و فعالیت‌هایی که بین نهادهای مالی فعال و معاونت نظارت بر نهادهای مالی سازمان بورس انجام می‌شود، طراحی شد. از این پس درخواست بررسی صلاحیت حرفه‌ای مدیران نهادهای مالی و تمدید آن از طریق این سامانه به سازمان ارسال خواهد شد و نواقص احتمالی مدارک و نتیجه بررسی صلاحیت حرفه‌ای نیز از این طریق به نهادهای مالی ارسال خواهد شد. (تاریخ انتشار ۱۳۹۱/۱۲/۲۷).

اخبار فرابورس

• **سهم ۱۶ هزار میلیارد ریالی فرابورس در تامین مالی پروژه‌ها:** مدیرعامل شرکت فرابورس، جزئیات تأمین مالی پروژه‌های مهندسی، تدارکات

و ساخت در ایران را تشریح کرد. وی بیان این که بازار نوین فرابورس از طریق ابزارهای متعدد تاکنون بالغ بر ۱۶ هزار و ۱۲۶ میلیارد ریال در تأمین مالی پروژه‌ها سهیم بوده گفت: راهکارهای عملیاتی برای تأمین مالی پروژه‌های مهندسی، تدارکات و ساخت؛ روش‌های مبتنی بر بدهی (استقراضی) شامل تأمین مالی بانکی، تسهیلات، خطوط اعتباری از بانک‌های داخلی و خارجی، تأمین مالی از بازار سرمایه، انتشار اوراق مشارکت، انتشار انواع صکوک (استصناع، منفعت، اجاره و مرابحه) و انتشار گواهی سپرده خاص و روش‌های مبتنی بر سهام (شراکتی) هستند (تاریخ انتشار ۱۳۹۱/۱۰/۲۲).

• **بورس انرژی فرابورسی شد:** با استناد به تبصره "ب" ماده ۹۹ قانون برنامه پنجم و موافقت کمیته عرضه فرابورس، چهارمین بورس ایران با سرمایه ۲۰۰ میلیارد ریال به عنوان یکصد و بیستمین شرکت در بازار پایه فرابورس درج شد (تاریخ انتشار ۱۳۹۱/۱۰/۲۷).

• **رشد ۲۰۸ درصدی حجم معاملات فرابورس:** در معاملات ۴ روز کاری هفته دوم بهمن ۱۳۹۱، بازار فرابورس شاهد خرید و فروش ۵۷۶.۳ میلیون اوراق به ارزش ۱۸۰۰ میلیارد ریال بود که حجم و ارزش معاملات به ترتیب نسبت به هفته اول بهمن ماه رشد ۲۰۸ و ۳۰ درصدی داشت (تاریخ انتشار ۱۳۹۱/۱۱/۰۷).

• **۵۰ صنعت ۹۰ درصد ارزش بازار فرابورس را در اختیار دارند؛ صنایع محصولات شیمیایی، مخابرات، فرآورده‌های نفتی، کک و سوخت هسته‌ای، فلزات اساسی و بانک‌ها و موسسات اعتباری، ۹۰ درصد ارزش بازار سهام فرابورس را در اختیار دارند (تاریخ انتشار ۱۳۹۱/۱۲/۱۲).**

• **پذیره‌نویسی ۳ هزار میلیارد ریال اوراق مشارکت "میدکو":** از ۲۱ اسفند پذیره‌نویسی ۳ هزار میلیارد ریال اوراق مشارکت هلدینگ توسعه معادن و صنایع معدنی خاورمیانه توسط شبکه کارگزاری و بانک پاسارگاد آغاز می‌شود؛ (تاریخ انتشار ۱۳۹۱/۱۲/۱۸).

• **پای اوراق مرابحه به بازار سرمایه باز شد:** اولین اوراق (صکوک) مرابحه بازار سرمایه ایران برای شرکت بوتان به مبلغ ۳۰۱ میلیارد و ۳۰۶ میلیون ریال با مشاوره، تعهدپذیره‌نویسی و بازارگردانی شرکت تأمین سرمایه نوین و ضمانت بانک خاورمیانه روز شنبه بیست و ششم اسفند ۱۳۹۱،

منتشر خواهد شد. این صکوک برای تأمین سرمایه نیاز شرکت بوتان جهت خرید مواد اولیه تولید آبگرمکن این شرکت منتشر خواهد شد (تاریخ انتشار ۱۳۹۱/۱۲/۲۵).

• **پیش‌بینی، درآمد هر سهم:** فرابورس ایران در نخستین پیش‌بینی، درآمد هر سهم برای سال مالی منتهی به ۲۹ اسفند ۹۲ را مبلغ ۴۶۰ ریال اعلام کرده است (تاریخ انتشار ۱۳۹۱/۱۲/۲۶).

• **پذیره‌نویسی اوراق مشارکت شهرداری شیراز:** شهرداری شیراز به منظور تأمین نقدینگی بخشی از چهار پروژه در حال انجام، ۱۸۰۰ میلیارد ریال اوراق مشارکت خود را به مبلغ اسمی هر ورقه یک میلیون ریال از روز سه‌شنبه ۲۲ اسفند به مدت ۵ روز، از طریق شبکه کارگزاری فرابورس در بازار سوم پذیره‌نویسی کرد که امروز به پایان رسید (تاریخ انتشار ۱۳۹۱/۱۲/۲۸).

اخبار بورس کالا

• **وجه تضمین قرارداد آتی افزایش یافت:** در پی افزایش قیمت سکه در بازار نقدی و تأثیر آن بر قیمت‌های بازار آتی، وجه تضمین اولیه قراردادهای آتی سکه افزایش یافت. هیئت پذیرش بورس کالا اعلام کرد با توجه به افزایش قیمت تسویه روزانه قراردادهای فعال معاملات آتی در روزهای اخیر، از روز شنبه نهم دی ماه جاری پس از اتمام روز معاملاتی، وجه تضمین اولیه مبلغ چهار میلیون و ۲۰۰ هزار تومان تعیین می‌شود. بر همین اساس، وجه تضمین مورد نیاز برای هر قرارداد معادل با وجه تضمین اولیه به علاوه وجوه تضمین اضافی باقی مانده، برابر با مبلغ ۶۷ میلیون ریال خواهد بود (تاریخ انتشار ۱۳۹۱/۱۰/۰۵).

• **رشد ۱۳۱ درصدی ارزش معاملات بورس کالا:** در ۹ ماهه سال ۹۱: در پی معامله بیش از ۱۴ میلیون و ۹۰۰ هزار تن انواع محصولات در تالارهای مختلف بورس کالای ایران طی نه ماهه سال جاری، ارزش معاملات این بورس از مرز ۴۴۴ هزار میلیارد ریال فراتر رفت. ارزش معاملات این بورس در ۹ ماه امسال نسبت به دوره مشابه سال قبل، ۱۳۱ درصد افزایش یافت (تاریخ انتشار ۱۳۹۱/۱۰/۱۰).

• **۳ عامل برای رکوردزنی بورس کالا:** آمار ۹ ماهه معاملات بورس کالا نشان می‌دهد که ارزش داد و ستدهای این بورس در رینگ‌های مختلف با رشد

قابل توجهی روبه‌رو شده است که کارشناسان سه عامل، افزایش قیمت ارز، همکاری همه‌جانبه تولیدکنندگان و استقبال خیره‌کننده خریداران را دلایل این افزایش ارزش معاملات عنوان می‌کنند (تاریخ انتشار ۱۳۹۱/۱۰/۱۱).

• رشد ۵۰ درصدی ارزش معاملات بورس کالا

طی بهمن ماه: بیش از ۲ میلیون و ۵۶۴ هزار تن انواع کالا با ارزش بیش از ۴۷ هزار و ۷۰۰ میلیارد ریال در بهمن ماه در تالارهای بورس کالای ایران مورد معامله قرار گرفت که نسبت به دی ماه به‌لحاظ حجم و ارزش، رشد ۳۹ و ۵۰ درصدی را نشان می‌دهد (تاریخ انتشار ۱۳۹۱/۱۲/۰۳).

• آمار خیره‌کننده تالار کیش در اسفند ۹۱:

بررسی نمودار معاملات بورس کالا در هفته‌های اخیر نشان می‌دهد که در اسفندماه امسال ۵۳۸ هزار و ۶۵۵ تن انواع قیر و سنگ آهن به بازارهای جهانی صادر شده است تا فعالان این بازار روزهای شلوغی را سپری کنند (تاریخ انتشار ۱۳۹۱/۱۲/۲۱).

اخبار بورس انرژی

• سازوکار قیمت‌گذاری برق در بورس انرژی

تشریح شد: براساس سازوکار کشف قیمت برق در بورس انرژی، قیمت برق کشف می‌شود اما این قیمت مبنایی برای معامله بین مصرف‌کنندگان عمده است، نه مردم که در واقع، مصرف‌کنندگان خرد محسوب می‌شوند. نرخ‌ی که مصرف‌کننده‌های خرد برای برق مصرفی خود باید بپردازند همان قیمتی است که وزارت نیرو سالانه تعیین می‌کند. قیمتی هم که در معاملات برق در بورس انرژی کشف می‌شود، ربطی به مصرف‌کنندگان خرد نخواهد داشت؛ چرا که معاملات برق در بورس انرژی بین دولت و مصرف‌کنندگان عمده به‌عنوان مثال کارخانه‌ها انجام می‌شود. قیمتی که برای هر مگاوات برق در معاملات آزمایشی کشف و مینا قرار گرفته است بین ۱۵ تا ۲۵ هزار تومان برای هر مگاوات برق است و معاملات در این قیمت انجام می‌شود (تاریخ انتشار ۱۳۹۱/۱۱/۲۱).

• آغاز فعالیت بورس انرژی: بورس انرژی به‌عنوان

چهارمین بورس ایران جهت عرضه محصولات نفت و مشتقات نفتی، برق، گاز طبیعی، زغال سنگ، حق آلودگی و سایر حامل‌های انرژی، با حضور وزیر اقتصاد و نیرو، رئیس سازمان بورس

و اوراق بهادار، نمایندگان مجلس شورای اسلامی و مسئولان ارشد بازار سرمایه کشور روز شنبه نوزدهم اسفند ۱۳۹۱ به‌طور رسمی فعالیت خود را آغاز کرد. بورس اوراق بهادار و فرابورس در حوزه اوراق بهادار و بورس کالا و بورس انرژی در حوزه کالایی فعال هستند. ایجاد ابزارهای پوشش ریسک، توسعه مبادلات انرژی با کشورهای منطقه، کاهش هزینه‌های مبادلاتی و تامین مالی از اهداف ایجاد بورس انرژی است (تاریخ انتشار ۱۳۹۱/۱۲/۱۹).

• ثبت اولین معامله چهارمین بورس کشور: زغال

سنگ و قطران نام خود را به‌عنوان اولین محصولات عرضه‌شده در چهارمین بورس کشور ثبت کردند (تاریخ انتشار ۱۳۹۱/۱۲/۱۹).

• آغاز اولین معامله سلف برق: اولین قرارداد سلف

موازی استاندارد برق بار پیک روزانه ۹۲۰۱۱۹ ساعت ۱۱ روز شنبه نوزدهم اسفند ۱۳۹۱ در بازار مشتقه تابلو قرارداد سلف موازی استاندارد عرضه شد. واحد معامله برق ریال است اما کارگزاران با رقم ده ریال ده می‌توانند رقم معاملات را افزایش یا کاهش بدهند. در مجموع ۳ هزار و ۷۵۲ مگاوات برق معامله می‌شود که این میزان از طریق ۱۵ نیروگاه تأمین می‌شود. اولین نماد در تاریخ ۱۹ فروردین ۹۲ بازگشایی می‌شود و این نمادها به‌صورت روزانه همزمان با انجام معاملات بازگشایی می‌شوند و بعد از بازگشایی به مدت ۲۷ روز یعنی تا سه روز قبل از تحویل فعال هستند. امکان انجام معاملات به‌صورت هفتگی، ماهیانه و سالیانه وجود دارد اما تا زمان تأمین نقدینگی مورد نیاز انجام معاملات، به‌صورت مدت‌دار هفتگی، ماهیانه و سالیانه متوقف نگه داشته شده است (تاریخ انتشار ۱۳۹۱/۱۲/۱۹).

• اوراق سلف نفتی، مهمان سال ۹۲: عرضه اوراق

سلف نفتی در اوایل سال ۹۲ به‌منظور توسعه بخش نفت و گاز کشور اجرایی خواهد شد. این اوراق در دو بخش ارزی و ریالی تعریف شده که در بخش ارزی حداقل در صورتی که قیمت نفت با قیمت روز معامله شود، ۱۰ درصد سود به همراه دارد، در بخش ریالی نیز که با نرخ مبادلاتی است بعد از سه سال ۸۷ درصد سود خواهد داشت (تاریخ انتشار ۱۳۹۱/۱۲/۱۹).

• امکان صادرات برق در بورس انرژی در آینده

نزدیک: ایران درحال حاضر علاوه بر نیاز داخل، توانایی صادرات برق به کشورهای همسایه را دارد

به‌طوری‌که هم‌اکنون برق تولیدی نیروگاه‌های ایران به کشورهای پاکستان، افغانستان، عراق، ترکیه و ... صادر می‌شود که در آینده نزدیک صادرات این محصول از طریق بورس انرژی انجام خواهد شد (تاریخ انتشار ۱۳۹۱/۱۲/۲۰).

• انعقاد ۱۴۵۰ قرارداد سلف موازی استاندارد

برق: روز یکشنبه بیست و هفتم اسفند ۱۳۹۱، ۱۴۵۰ قرارداد معاملات سلف موازی استاندارد در نمادهای بار پیک روزانه برای تحویل در روزهای نوزدهم تا بیست‌وهفتم فروردین ۹۲ معامله شد. قراردادهای مذکور معادل ۵۸۰۰ مگاوات ساعت برق است که در روزهای مذکور به خریداران تحویل داده می‌شود (تاریخ انتشار ۱۳۹۱/۱۲/۲۷).

اخبار بین‌الملل

• تهران به صدر بورس‌های جهان از نظر بازدهی

بازگشت: با استناد به آمار منتشر شده از سوی بلومبرگ، شاخص بورس اوراق بهادار تهران با کسب رشد ۶۰۲۰ درصدی در هفته گذشته میلادی، بالاترین رشد بازدهی را در میان بورس‌های معتبر جهان به خود اختصاص داد (تاریخ انتشار ۱۳۹۱/۱۰/۰۲).

• برندی جهانی در بورس ایرانی: آمار معاملات

رینگ صادراتی بورس کالا واقع در جزیره کیش نشان می‌دهد که سنگ آهن یکی از محصولات پرترفدار خارجی‌ها در طول یک سال اخیر بوده است و هیچ محصولی را نمی‌توان در عمر پنج ساله شرکت بورس کالا پیدا کرد که در هر نوبت معاملاتی به اندازه سنگ آهن با استقبال خریداران روبه‌رو شده باشد (تاریخ انتشار ۱۳۹۱/۱۱/۰۷).

• تهران در صدر بورس‌های عضو WFE در سال

۲۰۱۲ ایستاد: بخش آمار و اطلاعات بلومبرگ، عملکرد بورس‌های عضو فدراسیون بین‌المللی بورس‌ها (WFE) را در سال ۲۰۱۲ میلادی منتشر کرد که براساس این گزارش، بورس تهران با ثبت بیش از ۵۵ درصد بازدهی، برای دومین سال متوالی در صدر بورس‌های جهان ایستاد (تاریخ انتشار ۱۳۹۱/۱۰/۱۲).

• عرضه ۵ شرکت خارجی در بورس کالا: در

آخرین روز دی ماه، پنج شرکت خارجی شامل شرکت‌های بروگ امارات، ساییک عربستان، لویال گروپ چین، سامسونگ کره جنوبی و سینوپک کره جنوبی نسبت به عرضه انواع مواد پلیمری در تالار فرآورده‌های نفت و پتروشیمی بورس کالای

ایران اقدام می‌کنند (تاریخ انتشار ۱۳۹۱/۱۰/۲۵).

• پذیرش دو محصول جدید در تالار صادراتی

بورس کالا: دبیر هیئت پذیرش بورس کالای ایران از پذیرش نفتای سنگین شرکت پالایش نفت بندرعباس و سنگ آهن دانه‌بندی معدن سورک در تالار صادراتی این بورس خبر داد (تاریخ انتشار ۱۳۹۱/۱۰/۲۵).

• معامله سهام ایرانی‌ها در پاکستان: مدیر عامل

سپرده‌گذاری مرکزی، از اتصال دو بورس تهران و کراچی در آینده‌ای نزدیک خبر داد و گفت: مذاکرات نهایی مدیران و اعضای هیئت مدیره دو بورس تهران و کراچی در حال انجام است. وی درخصوص هدف از تعامل این دو بورس گفت: قصد ما این است بستری فراهم شود تا سهامداران ایرانی و پاکستانی بتوانند سهام شرکت‌های بورسی دو کشور را به‌صورت مستقیم خریداری کنند (تاریخ انتشار ۱۳۹۱/۱۰/۳۰).

• معامله دو شرکت خارجی در تالار فرآورده‌های

نفت و پتروشیمی: در تالار فرآورده‌های نفت و پتروشیمی بورس کالای ایران ۶۰ تن زایلین مخلوط شرکت سینوپک کره جنوبی به قیمت ۴۷ هزار و ۹۳۳ ریال مورد معامله قرار گرفت. در عین حال شرکت لویال گروپ چین نیز توانست ۱۵۰ تن پلی استایرن انبساطی دیرسوز F-MS را به قیمت ۵۹ هزار ریال در این تالار به فروش برساند (تاریخ انتشار ۱۳۹۱/۱۱/۰۷).

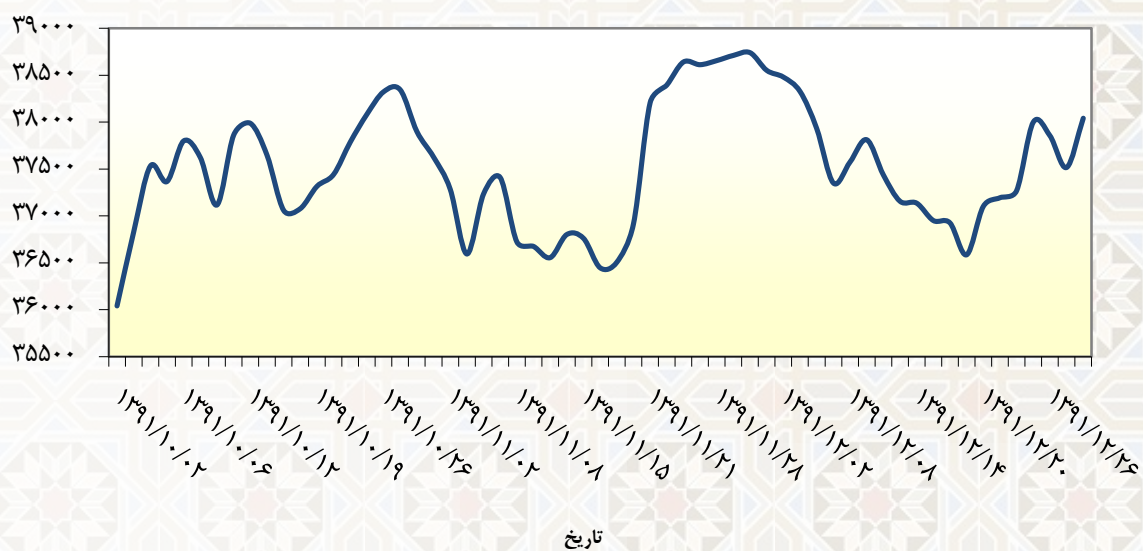
• تشریح دستاوردهای بورس کالای ایران در

کنفرانس بین‌المللی فولاد ترکیه: بورس کالای ایران در راستای توسعه مناسبات بین‌المللی خود برای نخستین بار در کنفرانس بین‌المللی فولاد ترکیه تحت عنوان «راهبردهای موفقیت صنعت فولاد» که توسط نشریه متال بولتن در استانبول برگزار شد، حضور موفقیت‌آمیزی داشت (تاریخ انتشار ۱۳۹۱/۱۱/۲۷).

آمار و اطلاعات

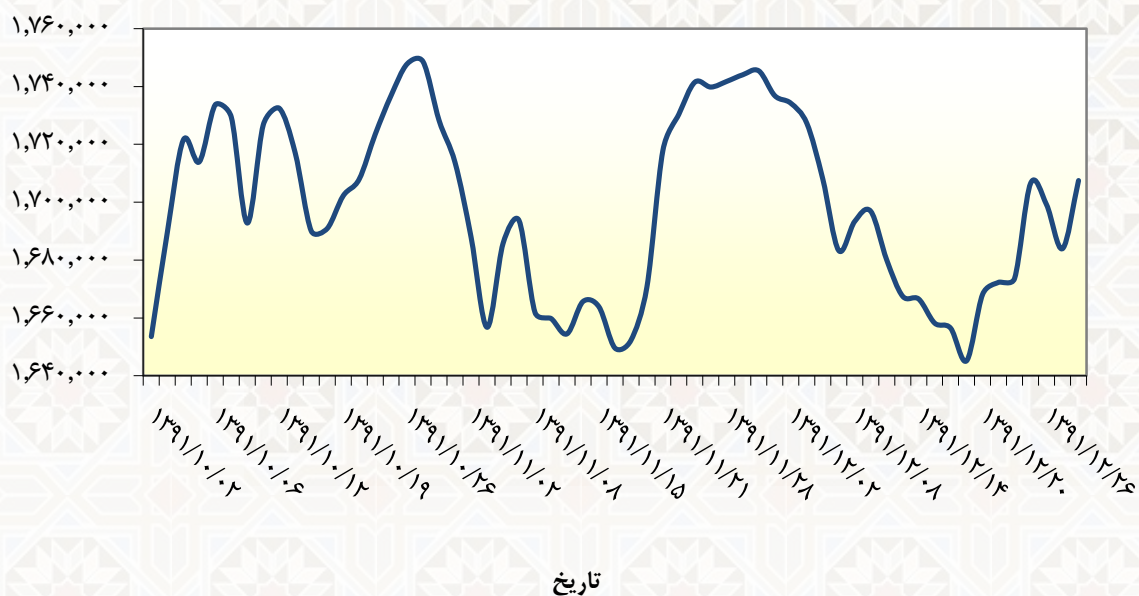
شاخص

نمودار شاخص کل از اول دی تا آخر اسفند ۹۱



میلیارد ریال

نمودار ارزش بازار از اول دی تا آخر اسفند ۹۱



آمار انتشار اوراق اجاره در ایران از ابتدا تاکنون

ردیف	نام اوراق	نوع اوراق	نوع دارایی	نوع اجاره	بانی	ناشر: شرکت واسط مالی	تاریخ انتشار	حجم انتشار (میلیارد ریال)
۱	اوراق اجاره ماهان	تأمین مالی خرید دارایی	هواپیما	سرمایه‌ای	شرکت هواپیمایی ماهان	بهمن	۱۳۸۹/۱۲/۲۱	۲۹۱/۵
۲	اوراق اجاره بانک سامان	تأمین نقدینگی	ساختمان	سرمایه‌ای	بانک سامان	اسفند	۱۳۹۰/۰۳/۲۸	۱۰۰۰
۳	اوراق اجاره امید	تأمین مالی خرید دارایی	زمین	سرمایه‌ای	شرکت سرمایه‌گذاری امید	فروردین	۱۳۹۰/۰۵/۲۵	۱۰۸۷
۴	اوراق اجاره ماهان ۲	تأمین مالی خرید دارایی	هواپیما	سرمایه‌ای	شرکت هواپیمایی ماهان	اردیبهشت	۱۳۹۰/۰۶/۰۱	۹۱۴/۲۵۰
۵	اوراق اجاره جویبار	تأمین مالی خرید دارایی	واگن قطار	سرمایه‌ای	شرکت جویبار	خرداد	۱۳۹۰/۰۸/۰۱	۴۱۵/۲۵۰
۶	اوراق اجاره گروه سرمایه‌گذاری مسکن	تأمین نقدینگی	ساختمان	سرمایه‌ای	گروه سرمایه‌گذاری مسکن	تیر	۱۳۹۱/۰۳/۱۷	۲۳۸
۷	اوراق اجاره لیزینگ سینا	تأمین مالی خرید دارایی	مغازه	سرمایه‌ای	شرکت لیزینگ سینا	مرداد	۱۳۹۱/۰۳/۲۷	۱۰۰
۸	اوراق اجاره شرکت مهنا	تأمین مالی خرید دارایی	توربین نیروگاه	سرمایه‌ای	شرکت مهنا	مهر	۱۳۹۱/۰۳/۲۸	۲۰۰۰
۹	اوراق اجاره لیزینگ رایان سایا	تأمین مالی خرید دارایی	ساختمان	سرمایه‌ای	لیزینگ رایان سایا	شهریور	۱۳۹۲/۰۱/۲۸	۲۲۷/۸۶۵
۱۰	اوراق اجاره نفت پارس	تأمین نقدینگی	ماشین‌آلات و تجهیزات	سرمایه‌ای	شرکت نفت پارس	آذر	۱۳۹۲/۰۲/۰۷	۱۰۴۰

آمار انتشار جدیدترین اوراق اجاره در دنیا

ردیف	نام اوراق	ناشر	کشور	نوع انتشار	تاریخ انتشار	حجم انتشار (میلیون دلار)
۱	اوراق اجاره	Dubai Electricity & Water Authority	امارات	بین‌المللی	فوریه ۲۰۱۳	۱۰۰۰
۲	اوراق اجاره	Sime Darby Global	مالزی	بین‌المللی	ژانویه ۲۰۱۳	۸۰۰
۳	اوراق اجاره	Perusahaan Penerbit SBSN Indonesia III	اندونزی	بین‌المللی	نوامبر ۲۰۱۲	۱۰۰۰

سرمایه‌گذاران مسلمان سهام شرکت‌هایی را می‌توانند خریداری کنند که این معیارها را داشته باشند. برای آشنایی بیش‌تر با این مفاهیم می‌توان به گزارش کامل این پژوهش که بر روی تارنمای مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار موجود است، مراجعه نمایید.

طبقه‌بندی موضوعی مالی اسلامی

در این پژوهش یک طبقه‌بندی جامع از موضوعات مالی اسلامی ارائه شده است که در ذیل به عناوین اصلی آن اشاره شده است. برای اطلاع از جزئیات، خوانندگان می‌توانند به تارنمای مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار به نشانی www.rdis.ir مراجعه نمایند.

Islamic Finance Classification

1. Islamic Finance; Concepts, Principles and Frameworks
2. History of Islamic Finance
3. Islamic financial markets
4. Islamic financial instruments (products)
5. Islamic financial institutions
6. Financial development, technological change and growth
7. Law, Regulation and Islamic Finance
8. Risk management in Islamic Financial Institutions
9. Liquidity Management in Islamic Financial Institutions
10. Islamic Issues in Corporate finance & Governance
11. Islamic Issues in cooperative Finance and Ta'awun
12. Accounting and Auditing methodologies in Islamic Finance
13. Islamic Finance & Behavioral Finance
14. General

سایر پژوهش‌ها

پژوهش‌های دیگری با موضوعات «ساختار مالکیت شرکت‌های بورسی در کشورهای مختلف» و «بررسی شرایط صلاحیت حرفه‌ای هیئت مدیره شرکت‌های مادر(هلدینگ)» در مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی انجام شده است. برای اطلاع از جزئیات، خوانندگان می‌توانند به تارنمای مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار به نشانی www.rdis.ir مراجعه نمایند.

پژوهش‌های جدید

غربالگری نسبت‌های مالی

اسلام یک دین همه‌جانبه است که برای ابعاد مختلف زندگی پیروانش توصیه‌های راه‌گشا دارد. از این‌رو مسلمانان بایستی فعالیت‌های اقتصادی‌شان را با آموزه‌های اسلام سازگار نمایند. طی قرون متمادی، همواره راهنمایی‌های عالمان دینی به‌منظور بررسی مجازبودن سرمایه‌گذاری یا درآمد تجاری تجربه شده است. البته امروزه این اظهارنظرهای شرعی، از یک مشاوره غیررسمی فراتر رفته و به‌عنوان یک روش رسمی مورد تأیید عالمان دینی در نهادها و بازارهای مالی مورد استفاده قرار می‌گیرد.

مفهوم غربالگری شرکت‌ها قبل از فرآیند سرمایه‌گذاری در آن‌ها، از این حقیقت ناشی می‌شود که براساس مبانی اسلامی، مسلمانان نباید در فعالیت‌های اقتصادی که با آموزه‌های اسلامی مغایر است، مشارکت داشته باشند. دارندگان سهام یک شرکت در واقع مالکان دارایی‌ها و کسب‌وکار شرکت محسوب می‌گردند؛ بنابراین مسلمانان نمی‌توانند سهام شرکت‌هایی را خریداری کنند که درگیر در فعالیت‌های ناسازگار با شریعت هستند. دامنه این فعالیت‌های ناسازگار با شریعت از داشتن فعالیت‌ها و مکاسب محرمة تا استفاده از وام‌های ربوی می‌باشد. با توجه به نقش مهم بازار سهام در اقتصاد یک کشور، در سال ۱۹۸۷ گروهی از اندیشه‌وران اسلامی شامل محمد تقی عثمانی (پاکستان)، پروفیسور صالح توق (ترکیه) و شیخ محمد الطیب النجار (مصر) گرد هم آمده و معیارهایی را ارائه دادند که به سرمایه‌گذاران مسلمانان در انتخاب سهام شرکت‌های مجاز اسلامی کمک می‌کند (kamal M A Mian, 2008). پیش فرض این رویکرد این است که امروزه با توجه به گسترده‌گی و یکپارچگی اقتصاد جهانی، تقریباً غیرممکن است که تمام فعالیت‌های یک شرکت مطابق با اصول شریعت اسلام باشد و حدی از فعالیت‌های غیرشرعی در شرکت‌ها وجود دارد که ناگزیر از پذیرش آن هستیم. بنابراین لازم است به دقت مؤلفه‌ها و فعالیت‌های غیرشرعی مطالعه و شناسایی گردیده و به‌دنبال راهکارها و روش‌هایی برای اجتناب از آن‌ها یا سازگار کردن آن‌ها با اصول شریعت باشیم. در این راستا اندیشمندان مسلمان، معیارهای غربالگری شرعی را ارائه کرده‌اند که بر اساس آن