**مجله اقتصادی - ماهنامه بررسی مسائل و سیاستهای اقتصادی**
**شماره‌های ۹ و ۱۰، آذر و دی ۱۳۸۹، صفحات ۵۴-۳۷**

# اوراق (صکوک) اجاره ابزاری نوین برای تأمین مالی شرکت‌های لیزینگ

مهدی گلستانی[۱]

**مهم‌ترین چالشی که شرکت‌های لیزینگ در سال‌های اخیر با آن روبرو بودند، کمبود منابع مالی است. این مسأله موجب شدکه شرکت‌های لیزینگ برای نجات از این تنگنای بوجود آمده به استفاده از راهکارهای جدید تأمین مالی روی آوردند. انتشار اوراق اجاره یا صکوک اجاره می‌تواند گزینه مناسبی برای تأمین مالی غیرمستقیم شرکت‌های لیزینگ باشد. صکوک، یک ابزار بدهی اسلامی است که به پشتوانه دارایی‌های واقعی منتشر می‌گردد. در این مقاله، ابتدا صکوک و ساختار مالی و حقوقی آن معرفی شده است و در ادامه، مدل‌های عملیاتی صکوک اجاره و نقش شرکت‌های لیزینگ در این راستا مورد بررسی قرار گرفته است. براساس نتایج و پژوهش، اوراق اجاره رهنی که نوع سوم اوراق اجاره (صکوک) است مورد استفاده شرکت‌های لیزینگ، بانک‌ها و مؤسسات اعتبار دهنده است که مکانیزم‌های خاصی دارند.**

**واژه‌های کلیدی:** اوراق(صکوک) اجاره، تأمین مالی، شرکت‌های لیزینگ.

## ۱. مقدمه

توسعه فعالیت‌های لیزینگ مستلزم تأمین منابع مالی جهت خرید دارایی‌های مورد اجاره است. بزرگترین مانع رشد شرکت‌های لیزینگ براساس بررسی‌های شرکت تأمین مالی جهانی، عدم دسترسی به منابع مالی لازم است. ترکیب منابع مالی شرکت‌های لیزینگ تأثیر مستقیمی بر هزینه سرمایه و قیمت محصولات لیزینگ دارد. قیمت نیز یکی از عوامل اصلی تعیین‌کننده تقاضا برای محصولات لیزینگ است و این موضوع بر رشد و توسعه شرکت‌های لیزینگ تأثیرگذار است.

۱.کارشناس برنامه‌ریزی،تحقیق وتوسعه شرکت لیزینگ صنعت و معدن.
golestany@gmail.com

[ Downloaded from ejip.ir on 2026-11-01 ]

بنابراین، یکی از چالش‌های اصلی شرکت‌های لیزینگ، تأمین مالی متنوع با هزینه مناسب جهت توسعه فعالیت‌ها است.

شرکت‌های لیزینگ بانکی و وابسته از لحاظ تأمین منابع مالی مشکلات کمتری نسبت به لیزینگ شرکت‌های مستقل دارند. اما، این شرکت‌ها نیز دسترسی نامحدودی به منابع مالی ندارند. آمار و اطلاعات سال ۱۳۸۳ نشان می‌دهد که شرکت‌های لیزینگ بانکی و وابسته، سهم بیشتری از بازار لیزینگ را به خود اختصاص داده‌اند. از مجموع ۷۸۷۰ میلیارد ریال سرمایه‌گذاری در دارایی‌های اجاره‌ای، ۲۰ درصد سهم لیزینگ ایران‌خودرو و ۱۸ درصد سهم لیزینگ صنعت و معدن بوده است. یکی از عوامل مؤثر در موفقیت این شرکت‌ها، پشتیبانی مالی شرکت‌های مادر ( ایران خودرو و بانک صنعت و معدن ) بوده است. بنابراین، عدم دسترسی به منابع مالی مانع اصلی پیشرفت صنعت لیزینگ است. ارائه روش‌های جدید تأمین مالی برای خروج از این بن‌بست منجر به فرصت‌های جدیدی برای این صنعت خواهد شد.

در این مقاله، ابتدا راهکار نوینی برای تأمین مالی شرکت‌های لیزینگ یعنی انتشار صکوک، مطرح می‌گردد. سپس، انواع صکوک از لحاظ ساختار مالی و نیز انواع صکوک از لحاظ نوع عقد مورد بررسی قرار می‌گیرند. در ادامه، صکوک (اوراق اجاره) در بازار سرمایه ایران از بعد ارکان اصلی اوراق اجاره، انواع اوراق اجاره، فرایند عملیاتی انتشار اوراق اجاره بیان می‌شود و در نهایت، نقش شرکت‌های لیزینگ در فرایند انتشار اوراق اجاره مورد بررسی قرار می‌گیرد.

## ۲. انواع روش‌های تأمین منابع مالی در شرکت‌های لیزینگ‌ها

منابع مالی را می‌توان به این شرح طبقه‌بندی کرد:

### ۲-۱. منابع مالی سرمایه‌ای[1]

منابعی که توسط مالکان شرکت تأمین می‌شوند و به عنوان سرمایه ثبت می‌گردند.

### ۲-۲. منابع مالی بدهی[2]

منابعی که از طریق فروش اوراق قرضه یا دریافت وام تأمین می‌شود.

1. Equity Based Financing
2. Debt Based Financing

[ Downloaded from ejip.ir on 2026-11-01 ]

### ۲-۳. منابع مالی مشتقه[1]

منابعی که از طریق فروش اوراق مشتقه تأمین می‌شوند. اوراق مشتقه به استناد دارایی‌های مالی یا فیزیکی صادر می‌شوند. به عنوان مثال، اختیار خرید یا حق تقدم سهام، نوعی اوراق مشتقه مبتنی بر سهام محسوب می‌شود. اوراق سرمایه‌گذاری اجاره‌ای نیز که به استناد پرتفویی از قراردادهای اجاره صادر می‌شود نیز به تعبیری اوراق مشتقه است.

### ۲-۴. منابع مالی ترکیبی[2]

منابعی که از طریق انعقاد قراردادهای مالی تأمین می‌شوند. به عنوان مثال، قراردادهای بیع متقابل یا لیزینگ بین‌المللی از این نوع هستند.

منابع مالی را می‌توان از طریق بازارهای رسمی (بورس) و یا خارج از بورس، داخل و یا خارج کشور تأمین نمود.

## ۳. تأمین مالی از طریق انتشار اوراق بدهی اسلامی (صکوک)

همان‌گونه که ذکر شد، انتشار اوراق قرضه یکی از روش‌های تأمین مالی برای شرکت‌های لیزینگ است. امروزه، روش تأمین مالی با نرخ بهره ثابت در نظام مالی سرمایه‌داری رایج است و در سطح بسیار گسترده‌ای از ابزارهای بدهی تأمین مالی که مهم‌ترین آن اوراق قرضه است، استفاده می‌شود. استفاده از این ابزار در نظام مالی اسلامی ربا می‌باشد و مردود شمرده می‌شود، زیرا براساس احکام اسلام، مطالبه و پرداخت بهره حرام است. بنابراین، کشورهایی که بخش عمده‌ای از جمعیت آنها را مسلمانان تشکیل می‌دهند قادر نیستند برای پاسخ به نیازهای مالی خود از بازارهای بدهی کلاسیک (مبتنی بر بهره) استفاده کنند. از این رو، در این کشورها تقاضای زیادی برای توسعه یک بازار بدهی جانشین وجود دارد که با معیارها و احکام اسلام نیز مطابقت داشته باشد. درنتیجه طی سال‌های اخیر، اوراق قرضه اسلامی که مطابق با احکام اسلامی و به صکوک معروف است رشد چشمگیری داشته و توسط شرکت‌ها و دولت‌ها طراحی و منتشر شده است.

براساس آمار به دست آمده تا پایان سال ۲۰۰۶ میلادی، ارزش کل صکوک منتشر شده بالغ بر ۵۰ میلیارد دلار عنوان شده است و کشورهای بحرین، مالزی، قطر و آلمان پیشگامان این عرصه هستند.

1. Derivatives Based Financing
2. Embedded Based Financing

[ Downloaded from ejip.ir on 2026-11-01 ]

بیشترین حجم انتشار اوراق صکوک طی این سال مربوط به شرکت تأمین سرمایه‌الدار[1] معادل ۲/۵۳ میلیارد دلار صکوک مضاربه و شرکت سعودی سبیک[2] معادل ۲/۱۳۳ میلیارد دلار صکوک استصناع است. البته این رقم در سال ۲۰۰۸ به ۱۴ میلیارد دلار کاهش یافته است. دلایل مختلفی برای این کاهش وجود دارد که مهم‌ترین این دلایل عبارتند از:

- بحران مالی جهانی
- افزایش ریسک اعتباری کشورهای خاورمیانه
- نوسان‌های زیاد ارزش دلار (بیشتر اوراق صکوک به دلار منتشر می‌شود)
- نا اطمینانی‌های بوجود آمده بدلیل تغییر در قوانین انتشار صکوک توسط سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی [3]

## ۴. تعریف صکوک

فرهنگ المنجد، واژه "صک" (جمع آن أصُک، صُکوک و صِکاک) را کتاب، نامه و رسید دریافت پول و... ترجمه کرده است. دایره‌المعارف "قاموس عام لکل فن و مطلب" در این رابطه چنین بیان می‌کند: صک به معنای سند و سفتجه (سفته) است و معرب واژه چک در فارسی است. اعراب این واژه را توسعه دادند و آن را برکلیه انواع حوالجات و تعهدات بکار بردند. آنها این واژه را بر کتاب به صورت عام و بر سند اقرار به مال به صورت خاص اطلاق کردند. در عرف عرب این واژه، حواله، انواع سفته، سند و هر آنچه که تعهد یا اقراری از آن ایفاد شود را شامل می‌شود. واژه‌های صک‌الوکاله به معنای وکالت‌نامه و صک‌الکفاله به معنای کفالت‌نامه نیز در زبان عربی رواج یافته است.

استفاده از لفظ صکوک برای ابزارهای مالی اسلامی نخستین بار در سال ۲۰۰۲ در جلسه فقهی بانک توسعه اسلامی[4] پیشنهاد شد. پس از آن، سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی اقدام به معرفی چهارده نوع صکوک نمود.

استاندارد شرعی هفدهم سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی، صکوک را این‌گونه تعریف می‌کند: گواهی‌هایی با ارزش اسمی یکسان که پس از اتمام

1. Aldar Funding
2. Sabik
3. Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institution (AAOIFI)
4. Development Bank

[ Downloaded from ejip.ir on 2026-11-01 ]

عملیات پذیره‌نویسی نشان‌دهنده پرداخت مبلغ اسمی توسط خریدار به ناشر است و دارندهٔ آن، مالک یک یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها، منافع حاصل از دارایی و یا ذینفع یک پروژه یا یک فعالیت سرمایه‌گذاری خاص می‌شود.

## ۵. انواع صکوک از جهت ساختار مالی

صکوک با توجه به نیازهای بازار به صورت‌های متعددی طراحی و منتشر می‌شود. تاکنون پنج نوع صکوک در بازار ارائه شده است که در ادامه به معرفی آنها می‌پردازیم.

### ۵-۱. صکوک اجاره محض[1]

این نوع اوراق براساس دارایی‌های مستقل موجود در ترازنامه منتشر می‌شوند. این دارایی‌ها می‌توانند به عنوان قطعات یک زمین برای اجاره یا تجهیزاتی که اجاره داده می‌شوند مانند هواپیما یا کشتی باشد. نرخ‌های بازدهی در این نوع صکوک می‌تواند هم ثابت و هم شناور باشد. این موضوع به تمایلات بانی بستگی دارد.

### ۵-۲. صکوک تجمیعی- ترکیبی[2]

مجموعه‌ای از دارایی‌ها است که می‌تواند متشکل از حساب‌های دریافتنی استصناع، مرابحه و نیز اجاره باشد. در واقع، داشتن پرتفویی از دارایی‌ها که متشکل از انواع مختلف است، تجهیز بیشتری از وجوه را که پیش از این دور از دسترس بود در پی خواهد داشت. دارایی‌های مرابحه و استصناع می‌تواند پرتفویی را تشکیل دهند. اما، حداقل ۵۱ درصد از دارایی‌ها می‌بایست متشکل از دارایی‌های اجاره باشد. بر مبنای این واقعیت که حساب‌های دریافتنی مرابحه و استصناع بخشی از این مجموعه هستند، بازده این اوراق تنها می‌تواند نرخ ثابت از پیش تعیین شده باشد.

### ۵-۳. صکوک قابل بازخرید با نرخ متغیر[3]

دو نوع صکوک ذکر شده به صورت جزئی نشان‌دهنده قوت ترازنامه منتشرکننده هستند. در شرایط خاص، انتشار صکوک با نمایش قوت کامل ترازنامه‌ای منتشرکننده می‌تواند سودمند باشد و در حال حاضر، برخی شرکت‌ها این اوراق را به عنوان اوراق مالی

1. Pure Ijarah Sukuk
2. Hybrid\Pool Sukuk
3. Variable Rate Redeemable Sukuk

[ Downloaded from ejip.ir on 2026-11-01 ]

مدت‌دار مشارکت منتشر می‌کنند. این اوراق به دلیل اعتبار بالای صاحبان سهام شرکت منتشرکننده بازده نسبتاً با ثباتی دارند و از قابلیت نقدشوندگی بالایی برخوردارند. نرخ بازده شناور این اوراق مبتنی بر نرخ‌هایی مانند لایبور نیست بلکه به قدرت ترازنامه بانی وابسته است.

### ۵-۴. صکوک غیر قابل معامله بدون کوپن[1]

این نوع صکوک در شرایطی منتشر می‌شوند که دارایی‌هایی که می‌بایست تجهیز شوند وجود نداشته باشند و هدف از تجهیز منابع، ایجاد دارایی بیشتر در ترازنامه شرکت از طریق استصناع است. اما، در حال حاضر به دلیل محدودیت‌های شرعی، اوراقی با این ماهیت قابل معامله نیستند. مجموعه دارایی‌های اولیه می‌بایست به‌گونه‌ای باشند که به وسیله قراردادهای استصناع و خرید و فروش اقساطی که تعهدات بدهی ایجاد می‌کنند، تضمین شده باشند.

### ۵-۵. صکوک ضمنی[2]

این نوع صکوک می‌توانند بدون کوپن، اجاره محض یا ترکیبی توأم با اختیار ضمنی، برای تبدیل به دیگر صورت‌های دارایی با توجه به شرایط خاص مورد استفاه قرارگیرند.

## ۶. انواع صکوک از لحاظ نوع عقد

سازمان حسابرسی و بازرسی نهادهای مالی اسلامی در استاندارد شریعت هفدهم، انواع مختلفی برای صکوک سرمایه‌گذاری ارائه می‌دهدکه عبارت است از:

- صکوک اجاره
- صکوک مالکیت دارایی‌هایی که در آینده به وجود می‌آیند.
- صکوک مالکیت منافع دارایی‌های موجود
- صکوک مالکیت منافع دارایی‌هایی که در آینده به وجود می‌آیند
- صکوک سلم
- صکوک استصناع
- صکوک مرابحه

1. Zero Coupon Non-Tradable Sukuk
2. Embedded Sukuk

[ Downloaded from ejip.ir on 2026-11-01 ]

- صکوک مشارکت
- صکوک مضاربه
- صکوک نماینده سرمایه‌گذاری
- صکوک مزارعه
- صکوک مساقات
- صکوک ارائه خدمات
- صکوک حق‌الامتیاز

از بین صکوک ذکر شده تنها استفاده از صکوک اجاره، سلم و استصناع و تا اندازه‌ای صکوک مشارکت، مرابحه و مضاربه رایج است. این صکوک به جز عقود سلم، استصناع و مرابحه و در برخی موارد خاص، عقود مزارعه و مساقات که در آن دارندگان صکوک صاحب زمین نیستند، از لحاظ مبادله در بازار ثانویه مورد قبول موازین شریعت‌اند.

علاوه بر این، در تقسیم‌بندی دیگری می‌توان صکوک را به دو گروه ابزار حقوق صاحبان سهام و ابزار بدهی تقسیم نمود. صکوک اجاره، سلم، استصناع و مرابحه زیر مجموعه‌های ابزار بدهی و صکوک مشارکت و مضاربه زیر مجموعه‌های ابزار حقوق صاحبان سهام محسوب می‌شوند.

در این مقاله، صکوکی که کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار تایید کرده‌اند و مدل عملیاتی آنها طراحی شده است، توضیح داده می‌شوند و این صکوک عبارتند از صکوک اجاره و صکوک استصناع.

## ۷. صکوک در بازار سرمایه ایران

با توجه به اینکه در قوانین مربوط به بازار سرمایه از واژه "اوراق" بجای "صکوک" استفاده شده است، در ادامه نیز واژه اوراق را به همان معنای صکوک بکار می بریم.

## ۸. تعریف اوراق (صکوک) اجاره

صکوک اجاره نوعی صکوک سرمایه‌گذاری است که نشان‌دهنده مالکیت واحدهای سرمایه‌گذاری با ارزش برابر از دارایی‌های بادوام فیزیکی‌ای است که به یک قرارداد اجاره، همان‌گونه‌که در شریعت تعریف شده است، پیوند خورده‌اند. بین محصولات مالی

[ Downloaded from ejip.ir on 2026-11-01 ]

اسلامی، صکوک اجاره محصول متمایزی محسوب می‌شود که محبوبیت بسیاری بین سرمایه‌گذاران مسلمان به دست آورده است.

در واقع، صکوک اجاره اوراق بهاداری است که دارنده آن به صورت مشاع، مالک بخشی از دارایی است که منافع آن بر اساس قرارداد اجاره به مصرف‌کننده یا بانی واگذار شده است. در صکوک اجاره، حق استفاده از منافع یک دارایی یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها در قبال اجاره‌بها، 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. با توجه به اینکه صکوک اجاره اوراق بهاداری است که نشان‌دهنده مالکیت مشاع فرد است می‌توان آن را در بازار ثانویه و به قیمتی که به وسیله عوامل بازار تعیین می‌شود معامله کرد.

ضوابط انتشار اوراق اجاره مطابق بند یک ماده یک این است که: صکوک اجاره (اوراق اجاره) اوراق بهاداری است که نشان‌دهنده مالکیت مشاع دارندگان آن در دارایی مبنای انتشار اوراق است که اجاره داده می‌شود.

### ۹. ارکان اصلی اوراق اجاره

برای انتشار اوراق اجاره، وجود حداقل چهار نهاد مالی ضروری است که عبارتند از : بانی، واسط، امین و ضامن.

**بانی:** شخص حقوقی است که صکوک اجاره با هدف تأمین مالی این شخص منتشر می‌شود و می‌تواند به اجاره نمودن دارایی براساس انتشار صکوک اجاره از واسط به نمایندگی از سرمایه‌گذاران اقدام نماید.

**واسط(ناشر):** نهاد مالی است که فقط برای نقل و انتقال دارایی به وکالت از دارندگان صکوک اجاره و انتشار صکوک اجاره تشکیل می‌شود.[۱]

**امین:** شخص حقوقی است که به نمایندگی از سرمایه‌گذاران و برای حفظ منافعشان در چارچوب ضوابط اجرایی انتشار صکوک اجاره مسئولیت نظارت بر کل فرایند عملیاتی صکوک اجاره را بر عهده دارد.[۲]

---

۱. واسط، شرکتی با مسئولیت محدود است که توسط امین با مجوز سازمان بورس و اوراق بهادار تأسیس می‌شود.

۲. بانک‌ها، مؤسسات مالی و اعتباری غیربانکی با مجوز بانک مرکزی یا شرکت‌های تأمین سرمایه می‌توانند به پیشنهاد بانی با دریافت مجوز از سازمان بورس و اوراق بهادار به عنوان امین فعالیت نمایند.

[ Downloaded from ejip.ir on 2026-11-01 ]

**ضامن:** شخص حقوقی است که بازپرداخت اجاره بهای متعلق به اوراق را در سررسیدهای مقرر تضمین می‌نماید.

## ۱۰. انواع اوراق اجاره

سه نوع اوراق اجاره در کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار تصویب و مجوز انتشارشان در بازار سرمایه صادر شده است که عبارتند از: اوراق اجاره تأمین مالی[1]، اوراق اجاره تأمین نقدینگی[2]، اوراق اجاره رهنی[3].

در ادامه، فرایند انتشار هر یک از انواع اوراق اجاره و نقشی که شرکت‌های لیزینگ می‌توانند در این فرآیند ایفا کنند، بیان می‌شود.

### ۱۰-۱. اوراق اجاره تأمین مالی

اوراق (صکوک اجاره) تأمین مالی اوراقی هستند که در آن دارایی از فروشنده‌ای خریداری شده و به بانی اجاره داده می‌شوند.

در این نوع از اوراق اجاره، ناشر(واسط) با انتشار اوراق اجاره، وجوه سرمایه‌گذاران را جمع‌آوری می‌کند و از این طریق نقدینگی لازم برای خرید کالای مورد نظر بانی از تولیدکننده (فروشنده) را بدست می‌آورد. سپس، تجهیزات و یا کالای خریداری شده را به صورت عقد اجاره و یا اجاره به شرط تملیک به بانی(متقاضی) واگذار می‌کند.

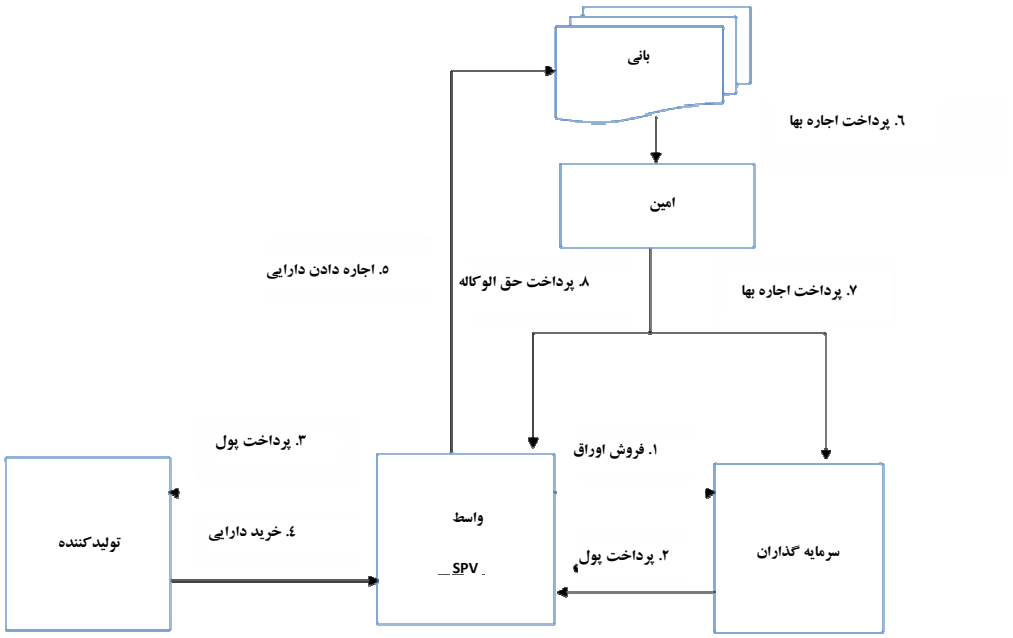
بانی‌که به عنوان مستاجر شناخته می‌شود، متعهد می‌شود که اجاره بها را تا پایان قرارداد اجاره از طریق شرکت تأمین سرمایه یا بانک به سرمایه‌گذاران و یا صاحبان اوراق اجاره پرداخت نماید.

ناشر در پایان قرارداد اجاره، دارایی را از مستاجر تحویل می‌گیرد و مجدد به شخص دیگری اجاره می‌دهد و یا در بازار به فروش می‌رساند و مبالغ آن را بین سرمایه‌گذاران تقسیم می‌کند. در صورتی‌که قرارداد به صورت اجاره به شرط تملیک باشد مستأجر در پایان مدت قرارداد صاحب دارایی می‌شود.

1. Ijarah Sukuk for Financing
2. Ijarah Sukuk for Liquidity
3. Mortgage Ijarah Sukuk

[ Downloaded from ejip.ir on 2026-11-01 ]

صاحبان اوراق نیز می‌توانند اوراق را تا پایان مدت قرارداد نزد خود نگهدارند و از درآمد اجاره منتفع شوند. در صورت نیاز به نقدینگی می‌توانند اوراق را در بازار ثانویه به فروش برسانند. فرایند عملیاتی انتشار اوراق اجاره تأمین مالی به این صورت است:




نکته‌ای که در فرایند فوق می‌بایست اشاره کرد این است که ناشر اوراق می‌تواند اوراق را از طریق یک شرکت تأمین سرمایه منتشر کند تا از بازاریابی و فروش اوراق مطمئن شود. علاوه بر این، اوراق پیش از انتشار توسط شرکت رتبه سنجی نمره اعتباری دریافت می‌کنند.

### ۱۰-۲. اوراق اجاره تأمین نقدینگی

در اوراق اجاره تأمین نقدینگی، بانی دارایی خود را (که در حال حاضر از این دارایی استفاده می‌کند) به شخص دیگری (واسط) می‌فروشد و مجدد آن‌را اجاره می‌نماید.[1]

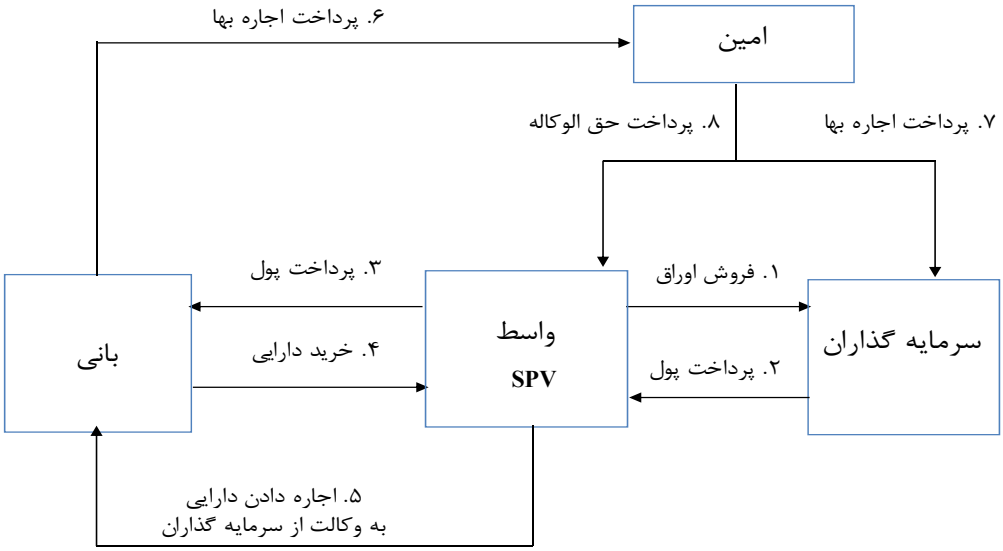
در این روش، شرکت واسط به انتشار اوراق اقدام می‌کند. سپس، به وسیله وجوهی که از سرمایه‌گذاران جمع‌آوری کرده است اقدام به خرید دارایی فیزیکی بانی یا متقاضی

1. Sale and Lease Back

[ Downloaded from ejip.ir on 2026-11-01 ]

منابع مالی می‌کند. در مرحله بعد واسط یا ناشر، اوراق دارایی خریداری شده را در قالب عقد اجاره و یا اجاره به شرط تملیک به بانی واگذار می‌کند.

فرایند عملیاتی انتشار اوراق اجاره نوع دوم به این صورت است:

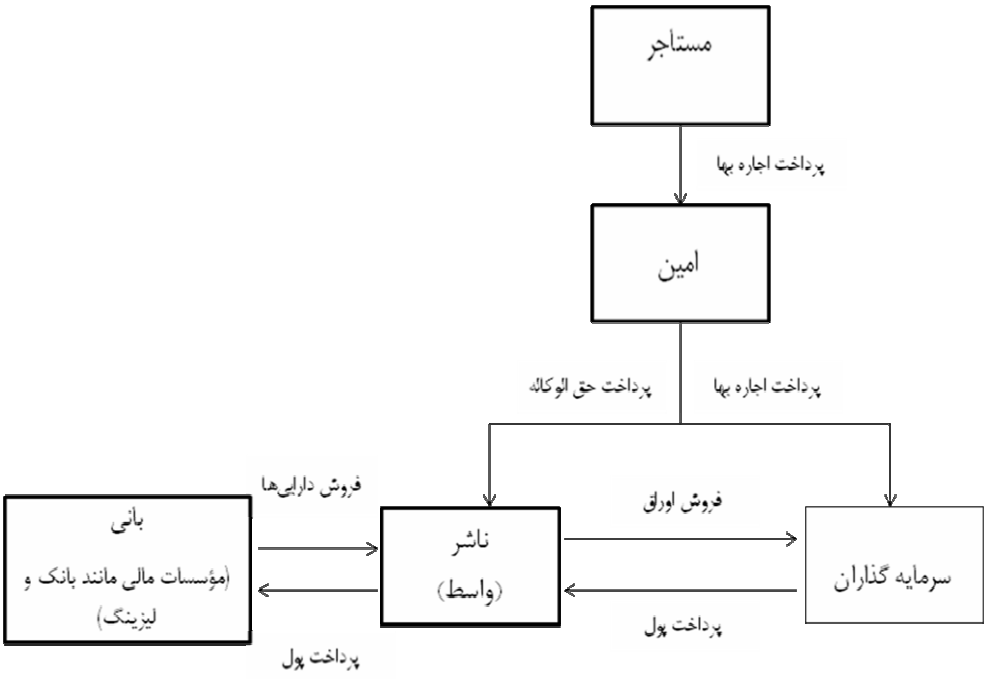



### ۱۰-۳. اوراق اجاره رهنی

نوع سوم اوراق(صکوک) اجاره مورد استفاده بانک‌ها و مؤسسات اعتبار دهنده مانند شرکت‌های لیزینگ است. در این نوع صکوک، بانی(مؤسسه مالی مانند لیزینگ) تسهیلاتی که در قالب عقد اجاره به شرط تملیک واگذار نموده است را به شخص ثالثی (واسط) می‌فروشد.

بر این اساس ابتدا واسط، اوراق اجاره را منتشر می‌نماید و سپس، دارایی‌هایی که بانک در قالب عقد اجاره به شرط تملیک در حال واگذاری به افراد است را خریداری می‌نماید. با فروش این دارایی‌ها، رابطه بانی و واسط قطع می‌شود و واسط به وکالت ازسوی سرمایه‌گذاران، مالک دارایی‌هایی می‌شود که پیش از این لیزینگ (بانی) آنها را به صورت اجاره به شرط تملیک به گیرندگان تسهیلات واگذار کرده بود. این نوع اوراق شبیه اوراق مشارکت رهنی شباهت دارد با این تفاوت که اوراق مشارکت رهنی با پشتوانه عقد فروش اقساطی منتشر می‌شوند در حالی‌که اوراق اجاره با پشتوانه عقود اجاره عادی و اجاره به شرط تملیک منتشر می‌شود. فرآیند عملیاتی انتشار اوراق اجاره رهنی به این صورت است:

[ Downloaded from ejip.ir on 2026-11-01 ]




## ۱۱. نقش شرکت لیزینگ در فرایند انتشار اوراق اجاره

نقشی که شرکت لیزینگ در فرایند اوراق اجاره اجرا می‌کند، تأسیس یک شرکت واسط (SPV) است. شرکت واسط به صورت شرکت سهامی خاص و یا بامسئولیت محدود تأسیس می‌شود. سرمایه این شرکت نیز طبق قانون تجارت تعیین می‌شود. در واقع، این شرکت نقش یک شرکت کاغذی را ایفا می‌کند. اگر چه طبق قانون برای تأسیس این شرکت مانعی وجود ندارد اما آنچه مسلم است، انجام وظایف طبق فرایندی که ذکر شد کاملاً تخصصی است که در کشور ما شرکت‌های لیزینگ این تخصص را دارند.

دلیل این موضوع این است که در این فرایند، متقاضی کالا یا بانی صاحب کالا نیستند و نقش مستأجر را دارند و این صاحبان اوراق اجاره (سرمایه‌گذاران) هستند که مالک دارایی مورد نظرند. بنابراین، صاحبان اوراق اجاره با ریسک‌هایی که ممکن است دارایی طی مدت اجاره با آن مواجه می‌شود، درگیر باشند. از این ریسک‌ها می‌توان به خطر استفاده نادرست و یا از بین رفتن دارایی اشاره کرد.

به طور واقع، سرمایه‌گذاران در زمینه مدیریت ریسک دارایی مورد اجاره تخصص کافی ندارند و به عبارت دیگر، این امکان وجود ندارد که سرمایه‌گذاران به صورت

[ Downloaded from ejip.ir on 2026-11-01 ]

مستقیم وارد مدیریت ریسک دارایی شوند. در صورتی که شرکت واسط نیز از این تخصص برخوردار نباشد، ریسک دارایی به عدم استقبال سرمایه‌گذاران و بالا رفتن نرخ تأمین مالی برای بانی یا متقاضی کالا منتهی می‌گردد.

بنابراین، نقش شرکت‌های لیزینگ که متخصص اجاره و مدیریت ریسک دارایی هستند به‌خوبی نمایان می‌شود و به عبارت دیگر، انتشار اوراق اجاره بدون حضور شرکت‌های لیزینگ، ریسک اوراق را بسیار بالا خواهد برد. رویکردی که در سازمان بورس و اوراق بهادار نیز وجود دارد این است که شرکت‌های واسط توسط لیزینگ‌ها تأسیس و اداره شوند. در ادامه، مثال‌هایی را در ارتباط با انتشار اوراق اجاره توسط یک شرکت لیزینگ به عنوان ناشر اوراق عنوان می‌کنیم.

**مثال ۱. اوراق اجاره تأمین مالی**

شرکت پتروشیمی الف (بانی)قصد دارد برای توسعه خط تولید تجهیزاتی معادل ۱۰۰ میلیارد تومان از شرکت صدرا خریداری کند.

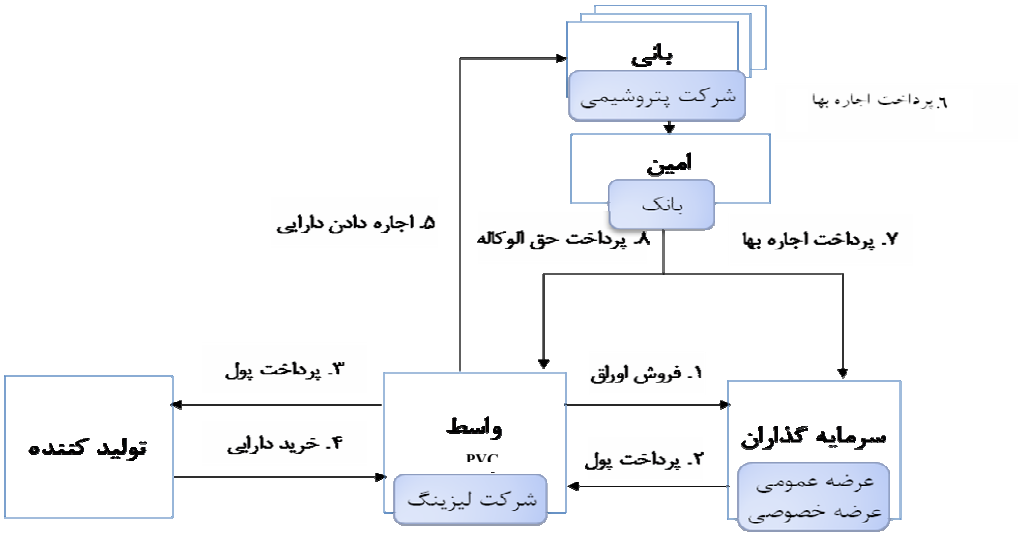
۱. در این حالت، شرکت پتروشیمی به شرکت لیزینگ (واسط) مراجعه نموده و مشخصات تجهیزات و شرکت فروشنده را ارائه می‌کند.

۲. شرکت لیزینگ با انتشار اوراق اجاره منابع لازم برای خرید تجهیزات مورد نظر را فراهم می‌کند.

۳. شرکت لیزینگ پس از مذاکره و تعیین شرایط، تجهیزات مورد نظر را از شرکت صدرا خریداری کرده و در قالب عقد اجاره به شرط تملیک به شرکت پتروشیمی تحویل می‌دهد.

۴. شرکت پتروشیمی اجاره بها را به بانک (امین) پرداخت می‌کند و در پایان مدت قرارداد، صاحب تجهیزات خواهد شد.

[ Downloaded from ejip.ir on 2026-11-01 ]




**مثال ۲. اوراق اجاره تأمین نقدینگی**

در فرایند انتشار، اوراق اجاره تأمین نقدینگی می‌توانند نقش شرکت واسط یا ناشر را داشته باشند. در مثال ذیل، فرایند انتشار اوراق اجاره جهت تأمین نقدینگی مورد نیاز یک شرکت پتروشیمی ارائه شده است.

۱. شرکت پتروشیمی به شرکت لیزینگ (واسط) مراجعه کرده و خط تولید پلی اتیلن خود را برای فروش ارائه می‌کند.

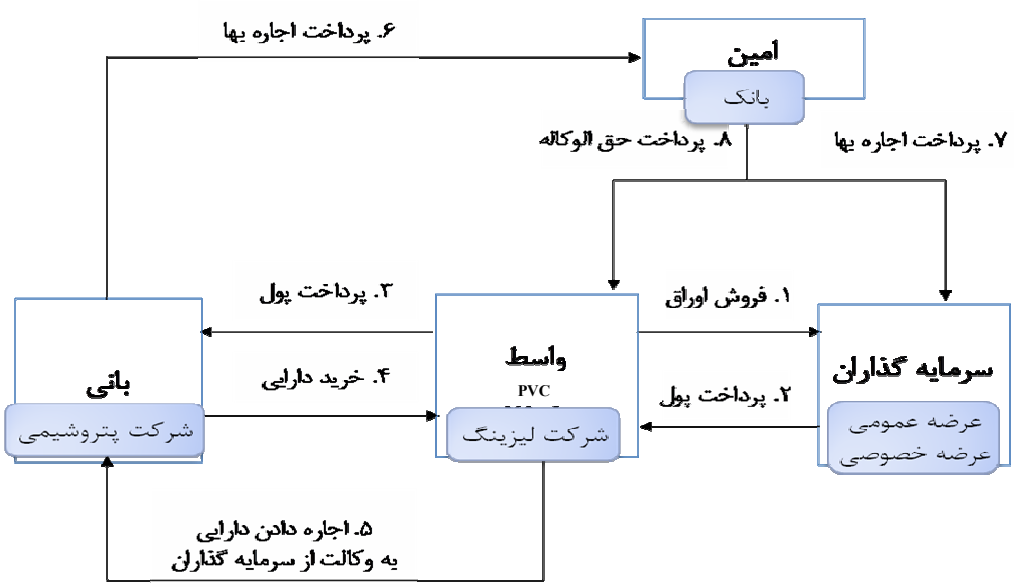
۲. شرکت لیزینگ به پشتوانه ارزش مالی این خط تولید در بازار، اوراق اجاره منتشر می‌کند و منابع مالی سرمایه‌گذاران را جمع‌آوری می‌کند.

۳. شرکت لیزینگ خط تولید شرکت پتروشیمی (ب) را خریداری و پول آن را پرداخت می‌کند.

۴. در این مرحله، شرکت لیزینگ خط تولید خریداری شده را به شرکت پتروشیمی در قالب عقد اجاره به شرط تملیک واگذار می‌کند.

۵. شرکت پتروشیمی (ب) از طریق امین (بانک صنعت و معدن)، اجاره بها را به سرمایه‌گذاران پرداخت می‌کند و در پایان مدت قرارداد مجدداً مالک خط تولید می‌شود.

[ Downloaded from ejip.ir on 2026-11-01 ]




**مثال ۳. اوراق اجاره رهنی**

در این نوع از اوراق اجاره، شرکت لیزینگ به عنوان بانی اقدام به فروش دارایی‌هایی می‌کند که به صورت اجاره یا اجاره بشرط تملیک در اختیار مستأجران قرار داده است.

مهم‌ترین و متداول‌ترین اوراقی که شرکت‌های لیزینگ در این نوع از فرایند صکوک منتشر می‌کنند، اوراق رهنی است که پشتوانه‌شان مسکن و ساختمان است. به عبارت دیگر، شرکت‌های لیزینگ مالکیت و جریان‌های نقدی حاصل از اجاره مسکن را در بازار سرمایه و توسط یک شرکت واسط به فروش می‌رسانند. مهم‌ترین مزیت این اقدام برای شرکت‌های لیزینگ، خروج دارایی‌هایی با نقد شوندگی پایین‌تر از ترازنامه و تأمین منابع مالی جدید برای سرمایه‌گذاری در طرح‌های جدید و سودآور است.

## ۱۲. مزایای اوراق اجاره برای شرکت‌های لیزینگ

از مهم‌ترین دغدغه‌های شرکت‌های لیزینگ با توجه به شرایط اقتصادی کشور، تأمین منابع مالی است. استفاده از ابزار اوراق اجاره گزینه بسیار مناسب و سودآوری برای تأمین مالی(غیر مستقیم) شرکت‌های لیزینگ است. اگرچه اوراق اجاره به صورت مستقیم برای شرکت تأمین مالی نمی‌کند اما، نرخ کارمزد و یا حق‌الوکاله‌ای که شرکت ناشر دریافت

[ Downloaded from ejip.ir on 2026-11-01 ]

می‌کند معادل حاشیه سودی است که در اعطای تسهیلات لیزینگ لحاظ می‌شود. انتشار اوراق اجاره دو مزیت مهم برای شرکت لیزینگ دارد که عبارتند از:

۱. حداکثر سودی که شرکت‌های لیزینگ در اعطای تسهیلات می‌توانند لحاظ کنند ۱۷درصد است در صورتی که با استفاده از انتشار اوراق اجاره می‌توان با توجه به سودآوری و توجیه‌پذیری طرح، نرخ‌های بالاتر از ۱۷ درصد را نیز اعمال کرد. (بورس هیچ سقفی را برای تعین نرخ سود تعیین نکرده است و نکته‌ای که در رابطه با سود اوراق اجاره وجود دارد این است که می‌بایست از نرخ اوراق مشارکت کمی بالاتر باشد.)

۲. معمولا سود اوراق هر سه ماه یکبار به سرمایه‌گذاران پرداخت می‌شود در صورتی‌که خریدار کالا، اقساط را ماهانه به حساب شرکت واسط واریز می‌کند. شرکت‌های لیزینگ می‌توانند از این رسوب پول برای اعطای تسهیلات به مشتریان استفاده نمایند.

## ۱۳. برخی ملاحظات در ارتباط با اوراق اجاره

آیین‌نامه عملیاتی انتشار اوراق اجاره در سازمان بورس تهیه و تصویب شده است. تنها مشکلی که در ارتباط با انتشار اوراق اجاره وجود دارد، مشکل مالیاتی این اوراق است. متأسفانه در قوانین پولی و بانکی کشور که در سال‌های گذشته تهیه شده است به‌دلیل نقص قانون فقط سود اوراق مشارکت از مالیات معاف شده است. دلیل این موضوع نیز این است که در زمان تصویب این قوانین اوراق اجاره وجود نداشت. سازمان بورس در تلاش است طی مذاکراتی که با دولت دارد مشکل مالیاتی این اوراق را برطرف سازد تا متقاضیان تأمین منابع مالی بتوانند از این ابزار کارامد مالی استفاده نمایند. مدل عملیاتی فرایند انتشار اوراق استصناع نیز مراحل پایانی خود را در سازمان بورس سپری می‌کند.

## منابع

پهلوان، حمید و سید روح الله رضوی (۱۳۸۶)، "اوراق صکوک: تعریف، انواع و ساختار"، تحقیق انجام شده در مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار.

رحمانی، علی (۱۳۸۴)، "تأمین منابع شرکت‌های لیزینگ"، اولین همایش صنعت لیزینگ، بهمن.

سازمان بورس و اوراق بهادار تهران (۱۳۸۷)، *مجموعه قوانین و مقررات بازار سرمایه ایران*، تهران: شرکت اطلاع رسانی بورس و اوراق بهادار.

[ Downloaded from ejip.ir on 2026-11-01 ]

سروش، ابوذر و محسن صادقی (۱۳۸۶)، "مدیریت ریسک اوراق بهادار اجاره (صکوک اجاره)"، *فصلنامه اقتصاد اسلامی*، سال هفتم، شماره ۲۷، پاییز.

سروش، ابوذر (۱۳۸۶)، "بررسی صکوک اجاره"، *ماهنامه بورس*، شماره ۶۵، مرداد.

صالح آبادی، علی (۱۳۸۴)، "بررسی اوراق قرضه اسلامی در مالزی از دیدگاه فقه امامیه"، *فصلنامه پژوهشی دانشگاه امام صادق(ع)*، شماره ۲۵، بهار.

طریق ارسلان، طریق (۱۳۸۷)، *مدیریت ریسک‌های مالی ساختارهای صکوک*، ترجمه: زه‌تابیان، مصطفی و علی سعیدی، تهران: انتشارات دانشگاه امام صادق(ع).

Haneef, Rafe (2009). "Fixed Income Securities (Sukuk): A Global Perspective", First International Course Of Islamic Capital Market, Tehran: June.

Lousavian, Seyyed Abbas (2009), "Ijarah Securities (Ijarah Sukuk)", First International Course of Islamic Capital Market, Tehran: June.

Lousavian, Seyyed Abbas (2009), "Sukuk (General Information)", First international Course of Islamic Capital Market, Tehran: June.

[ Downloaded from ejip.ir on 2026-11-01 ]

[ Downloaded from ejip.ir on 2026-11-01 ]