



سازمان بورس و اوراق بهادار  
Securities & Exchange Organization

مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

اداره مطالعات مالی اسلامی



بررسی روش‌های توسعه سازوکار  
تأمین مالی از طریق انتشار اوراق اجاره

۱۴۰۳

آذر

محمد مهدی فریدونی

محمد رسول فخره



سازمان بورس و اوراق بهادار  
مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی  
اداره مطالعات مالی اسلامی

**عنوان:** بررسی روش‌های توسعه سازوکار تأمین مالی از طریق انتشار اوراق اجاره

**نویسندگان:** محمد مهدی فریدونی - محمد رسول فخره

**کد گزارش:** ۱۴۰۳-۱۰-۲۰۲۴

**تاریخ گزارش:** آذر ۱۴۰۳

این اثر در اداره مطالعات مالی اسلامی مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار تهیه گردیده و مباحث و نظرات ارائه شده در آن صرفاً نظرات و بررسی‌های صورت گرفته توسط کارشناسان و پژوهشگران این مرکز است نه نظرات رسمی سازمان بورس و اوراق بهادار. لذا استناد به این متن به‌عنوان نظرات سازمان بورس و اوراق بهادار فاقد وجهت حقوقی است. استفاده از این گزارش در سایر پژوهش‌ها، با ذکر منبع بلامانع است.

# بررسی روش‌های توسعه سازوکار تأمین مالی از طریق انتشار اوراق اجاره

محمد مهدی فریدونی

## چکیده

اوراق اجاره یکی از پرکاربردترین انواع اوراق بهادار اسلامی در ایران و سایر کشورهای اسلامی است و به دلیل انعطاف بالایی که عقد اجاره نسبت به سایر عقود با کارکرد تأمین مالی دارد، می‌توان سازکارهای منعطفی بر مبنای عقد اجاره طراحی و اجرا نمود. در ایران عقد اجاره در دو اوراق منفعت و اجاره استفاده می‌شود. منحصر شدن استفاده از اوراق اجاره به شرکت‌هایی که دارایی منقول یا سهام دارند و متغیر بودن بازدهی در اوراق منفعت منجر به کاهش تمایل به استفاده از عقد اجاره در سازکار فعلی اوراق در بازار سرمایه ایران شده است. در این گزارش تجربه کشورهای اسلامی در طراحی سازکارهای تأمین مالی مبتنی بر عقد اجاره بررسی شده است و در ادامه جهت بهبود سازکار فعلی اوراق اجاره و توسعه کاربرد آن جهت تأمین مالی متقاضیان دو پیشنهاد ارائه شد که عبارتند از: ادغام اوراق منفعت و اجاره و استفاده از اجاره موصوفه فی الذمه. در حقیقت با ادغام اوراق منفعت و اجاره، منفعت و خدمات می‌تواند مبنای انتشار اوراق اجاره قرارگیرد و بانی با یک نرخ معین بر مبنای منافع و خدمات تأمین مالی می‌نماید. همچنین با استفاده از سازکار اجاره موصوفه فی الذمه می‌توان بر مبنای دارایی‌ها، منافع و خدماتی که در آینده به وجود خواهند آمد، تأمین مالی نمود. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که اوراق اجاره موصوفه فی الذمه نیز می‌تواند ابزار مناسبی جهت تأمین مالی پروژه باشد.

**کلیدواژه‌ها:** اجاره، اجاره موصوفه فی الذمه، منافع، تأمین مالی، اوراق بهادار اسلامی

## ۱. مقدمه

اوراق اجاره یکی از انواع اوراق پرکاربرد در انتشار اوراق در سطح ملی و بین‌المللی است. دلیل اصلی آن سادگی در انتشار و توانایی انطباق آن با ساختارهای پیچیده است. در اوراق اجاره، سرمایه‌گذار یک اجاره‌بهای منظم دریافت می‌نماید (ایسرا<sup>۱</sup>، ۲۰۱۷، ص ۲۹۶).

در سال ۲۰۰۰ برای اولین بار اوراق اجاره با هدف ارائه یک ابزار مالی قابل معامله که بتواند جایگزینی برای اوراق قرضه باشد، طراحی و اجراء شد. اولین اوراق اجاره بر روی هواپیما در جهان منتشر شده است. صکوک اجاره مقبول‌ترین نوع از اوراق بهادار اسلامی است که به صورت گسترده‌ای در بازارهای سرمایه اسلامی استفاده می‌شود (لهسنا و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۱۸) اوراق اجاره اوراق بر مبنای عقد اجاره است. عقد اجاره تملیک منفعتی معلوم در مقابل عوضی معلوم است (نجفی، ۱۴۰۴، ج ۲۷، ص ۲۰۴). مطابق دستورالعمل اوراق اجاره، این اوراق اوراق بهادار بانام قابل نقل و انتقالی است که نشان‌دهنده مالکیت مشاع دارنده آن در دارایی مبنای انتشار اوراق اجاره است. با انتشار اوراق اجاره، رابطه وکیل و موکل میان ناشر و خریداران اوراق برقرار می‌شود. ناشر به وکالت از طرف خریداران ملزم به مصرف وجوه حاصل از فروش اوراق اجاره جهت خرید دارایی موضوع انتشار و اجاره‌ی آن به بانی است (دستورالعمل انتشار اوراق اجاره، ۱۳۹۰، ماده ۱ و ۱۳). بر این اساس نهاد واسط می‌تواند دارایی را از خود بانی تهیه کرده و یا از اشخاص ثالث خریداری و به بانی تحویل دهد. همچنین تملیک دارایی به بانی در انتهای سررسید بر اساس دستورالعمل انواع قرارداد اجاره می‌تواند به صورت اجاره‌به‌شرط‌تملیک یا اجاره با اختیار فروش دارایی در سررسید اجاره با قیمت معین باشد (دستورالعمل انتشار اوراق اجاره، ۱۳۹۰، ماده ۱۲). انجمن فقه سازمان همکاری‌های اسلامی اوراق اجاره را مبتنی بر اوراق بهادارسازی دارایی می‌داند که بر پایه دارایی است که درآمد ایجاد می‌کند و هدف از انتشار آن را انتقال دارایی یا منفعت با استفاده از اوراق مالی می‌داند.

در این راستا، یکی از اموری که بر مطلوبیت انتشار اوراق اجاره می‌افزاید، امکان تأمین مالی مبتنی بر انتشار اوراق اجاره در مورد اموالی است که در زمان انعقاد عقد اجاره هنوز موجود نیستند یا به بهره برداری نرسیده‌اند. در این گزارش قصد داریم ابعاد انتشار اوراق اجاره مبتنی بر دارایی‌هایی که در زمان انتشار اوراق موجود نیستند یا هنوز به بهره برداری نرسیده‌اند را بررسی نماییم و متعاقباً ضمن تبیین انواع اوراق اجاره در کشورهای اسلامی و مقایسه آن با ایران، پیشنهادهای اصلاحی برای اوراق اجاره در ایران ارائه نماییم.

<sup>۱</sup> International Shari'ah Research Academy for Islamic Finance (ISRA)

<sup>۲</sup> Lahsasna et al.

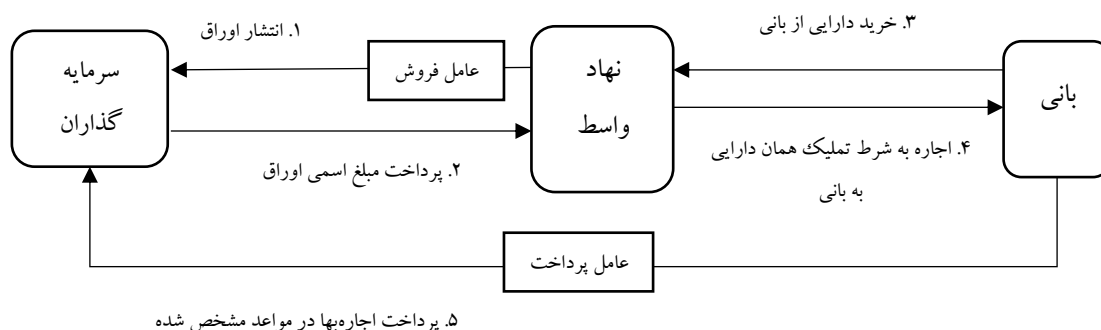
## ۲. کاربرد قرارداد اجاره در اوراق بهادار اسلامی منتشره در ایران

از قرارداد اجاره در دو نوع اوراق منفعت و اجاره استفاده می‌شود. تفاوت اوراق اجاره و منفعت در نقش بانی و دارنده اوراق در عقد اجاره است. در اوراق اجاره بانی مستأجر (مالک منافع) و دارنده اوراق موجر (مالک دارایی) و در اوراق منفعت بانی مالک دارایی (موجر) و دارنده اوراق مالک منافع (مستأجر) محسوب می‌شود و این در حالیست که در کشورهای اسلامی همه این انواع اجاره، تنها ذیل اوراق اجاره تعریف می‌شود. به عبارت دیگر از انواع گوناگونی از عقد اجاره ذیل عنوان صکوک اجاره استفاده می‌شود.

مطابق مصوبه دستورالعمل انتشار اوراق اجاره، دو نوع اوراق اجاره در ایران قابلیت انتشار دارد:

### الف) خرید دارایی از بانی و اجاره به شرط تملیک همان دارایی به بانی

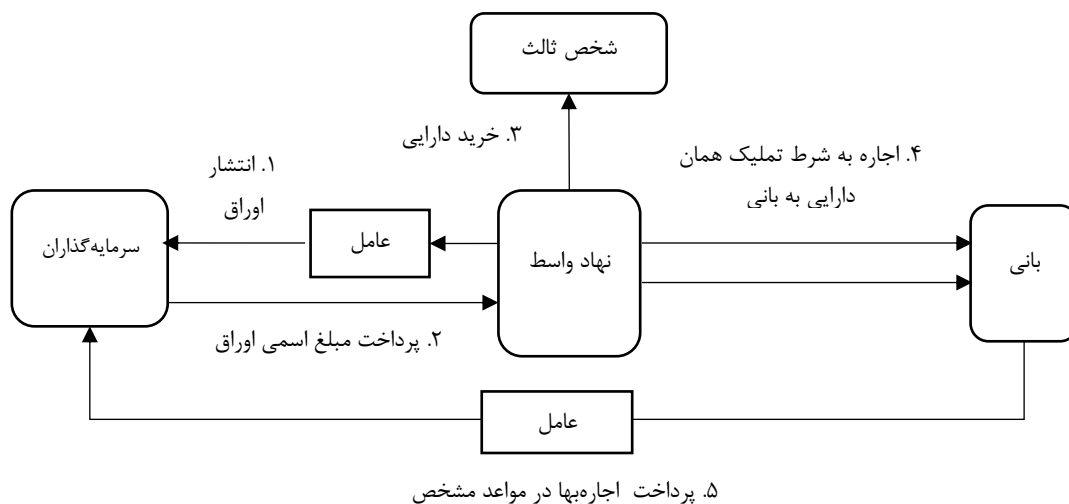
در این مدل ناشر اوراق که نهاد واسط است ابتدا اوراق را منتشر کرده و و جوه را از سرمایه‌گذاران جمع‌آوری می‌نماید. نهاد واسط با وجوه جمع‌آوری شده نسبت به خرید دارایی موضوع اوراق اجاره اقدام می‌نماید. دارایی موضوع اوراق اجاره پیش‌تر در امیدنامه اعلام شده است. نهاد واسط با وجوه جمع‌آوری شده دارایی مورد اجاره را از بانی خریداری می‌کند. سپس یک عقد اجاره به شرط تملیک با بانی منعقد می‌نماید. بانی موظف است در مواعد مشخص شده اجاره‌بها را پرداخت نماید و در صورتی که در پرداخت اجاره‌بها نکول نکند، در انتهای قرارداد، نهاد واسط دارایی موضوع اجاره را به وی تملیک می‌نماید.



شکل ۱- اوراق اجاره نوع اول

### ب) خرید دارایی از شخص ثالث و اجاره دارایی به بانی

در این مدل ناشر با انتشار اوراق و جمع‌آوری وجوه از سرمایه‌گذاران، دارایی مورد نیاز بانی را از شخص ثالث خریداری می‌نماید و سپس دارایی به بانی اجاره می‌دهد.



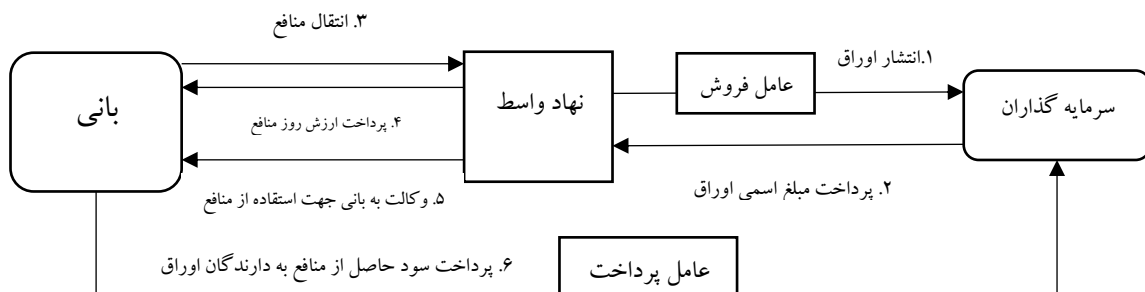
شکل ۲- اوراق اجاره نوع دوم

### ج) مدل اوراق منفعت

اوراق منفعت، اوراق بهادار با نامی است که نشان‌دهنده مالکیت مشاع دارنده آن بر مقدار معینی از منافع آتی حاصل از به‌کارگیری دارایی‌ها یا ارائه خدمات معین و هرگونه حقوق معین قابل نقل و انتقال برای یک دوره زمانی مشخص است. این اوراق قابل معامله در بورس‌ها یا بازارهای خارج از بورس هستند (ماده ۱ دستورالعمل اوراق منفعت).

در این اوراق نهاد واسط با انتشار اوراق منفعت مشخصی را از بانی خریداری می‌نماید و به وی وکالت در بهره‌برداری از منافع می‌دهد. اوراق منفعت در کشور ما بر خلاف سایر کشورهای اسلامی سود متغیری دارد چرا که بازدهی منافع ممکن است متغیر باشد. از این رو بانیان در اوراق منفعت با دو سازوکار نرخ اوراق را ثابت می‌کرده‌اند.

۱. اختیار خرید و فروش: در صورتی که منفعت مینا به‌مرور زمان از بین نرود (مانند منفعت اقامت در هتل، صندلی هواپیما) می‌توان اختیار خرید و فروش در آن تعبیه نمود (مصوبات کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس، ص ۲۵۰). توضیح آنکه منافی مانند اقامت در هتل در طول زمان اگر مصرف نشود، همچنان باقی است. این نوع منافع در طول زمان از بین نمی‌رود بلکه در صورت عدم استفاده تا سررسید، منفعت باقی خواهد ماند. اما در مواردی مانند منفعت سکونت خانه، این منفعت در طول زمان استفاده شده و در سررسید از بین می‌رود.
۲. تعهد به پرداخت حداقل سود و دریافت حق الوکاله در تحقق سود بیش از مقدار پیش‌بینی شده: در صورتی که منفعت تا سررسید استفاده شده باشد و سود حاصل از به‌کارگیری منافع محقق شده باشد، بانی می‌تواند نسبت به تحقق حداقل سود تعهد دهد و در صورتی که منافع از این میزان کم‌تر شود. از این سازوکار برای ثابت کردن نرخ سود اوراق استفاده نماید (مصوبات کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس، ص ۲۶۳).



شکل ۳- مدل اوراق منفعت

از آنجا که در این اوراق، دارنده اوراق مالک منافع است، لذا کمیته تخصصی فقهی اصرار به عدم تعبیه سقف و کف نرخ سود برای اوراق منفعت دارد (کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس، جلسات شماره ۲۸۵ و ۲۸۶). اما از آنجا که متقاضیان تأمین مالی در اوراق منفعت، به دنبال پرداخت یک سود ثابت هستند؛ این اوراق با مشکل جدی در انتشار مواجه شده است.

### ۳. بررسی انواع اوراق اجاره در مصوبات شورای فقهی بورس مالزی

اوراق اجاره گستره وسیعی از سرمایه‌گذاری را در اختیار سرمایه‌گذاران قرار داده است. شورای فقهی بورس اوراق بهادار مالزی، عقد اجاره را به موارد زیر تقسیم‌بندی کرده است؛

الف) اجاره موصوفه فی الذمه<sup>۱</sup>: اجاره‌ای است که در آن دارایی در آینده ساخته خواهد شد و اجاره داده خواهد شد. در روز شروع قرارداد اجاره موصوفه فی الذمه مشخصات دارایی نرخ اجاره و شیوه پرداخت آن در ابتدا مشخص می‌شود. در این نوع اجاره طبق نظر فقه اهل سنت بخشی از اجاره می‌تواند از پیش از تحویل دارایی پرداخت شود.

ب) اجاره مضافاً الی المستقبل<sup>۲</sup>: اوراق اجاره مضافاً الی المستقبل قراردادی است که در آن دارایی مورد اجاره در حال حاضر وجود دارد، اما موجر و مستأجر توافق می‌کنند که منافع در آینده منتقل شود. تفاوت این اوراق با اجاره موصوفه فی الذمه در آن است که در این اوراق دارایی در حال حاضر وجود دارد اما در اجاره موصوفه فی الذمه دارایی در آینده به وجود خواهد آمد.

ج) اجاره منتهی به تملیک<sup>۳</sup>: این اوراق مشابه اجاره تأمین مالی است. در این قرارداد، در انتهای عقد اجاره به صورت فروش یا هدیه دارایی به تملیک بانی در خواهد آمد. تفاوت این اجاره با اجاره عادی در آن است که در اجاره عادی تنها منافع منتقل می‌شود در حالی که در اجاره تأمین مالی در انتهای قرارداد مالکیت دارایی به مستأجر منتقل خواهد شد.

<sup>۱</sup> Ijarah mawsufah fi zimmah

<sup>۲</sup> Ijarah mudhafah ila mustaqbal

<sup>۳</sup> ijarah muntahiyah bi tamlik

د) اجاره مجدد<sup>۱</sup>: در این حالت مستأجر دارایی را که اجاره کرده است؛ به شخص ثالث یا به مالک دارایی اجاره می‌دهد.

ه) اجاره مجدد ضمنی<sup>۲</sup>: به وضعیتی اشاره دارد که اگر یک دارایی اجاره‌ای که همچنان در حال اجاره است به یک شخص ثالث فروخته شود، در آن صورت اجاره فرعی ضمنی بر قرارداد اجاره موجود بین مالک اصلی دارایی و مستأجر فعلی وجود خواهد داشت. پس از اتمام معامله فروش و خرید دارایی، اگر شخص ثالث که دارایی را خریداری کرده، آن را مجدداً به فروشنده (یعنی مالک اصلی دارایی) اجاره دهد، قرارداد اجاره‌ای که بین آنها منعقد می‌شود به عنوان "اجاره اصلی" در نظر گرفته خواهد شد. در عین حال، قرارداد اجاره موجود بین مالک اصلی دارایی و مستأجر فعلی به عنوان "اجاره فرعی ضمنی" تلقی می‌شود (مصوبات شورای فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار، ۲۰۲۳، صص ۷۹-۶۳).

تا کنون در کمیته فقهی سازمان بورس اوراق بهادار اجاره منتهی به تملیک (همان اجاره به شرط تملیک) و اوراق منفعت (که سازگاری مشابه اجاره مجدد دارد) بررسی شده است. بر اساس مصوبه کمیته فقهی سازمان بورس اجاره منتهی به تملیک فاقد اشکال است (کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار، ص ۳۹). کمیته فقهی سازمان بورس همچنین در اوراق استصناع از عقد اجاره نیز استفاده کرده است. به این صورت که در اوراق استصناع بانی می‌تواند که پیش از ساخته شدن پروژه با سرمایه‌گذاران عقد اجاره کلی فی الذمه منعقد کند و به سرمایه‌گذاران اجاره‌بها پرداخت نماید.

#### ۴. انواع دارایی پایه در اوراق اجاره

اصولاً قرارداد اجاره می‌تواند بر دارایی یا حق انتفاعی منعقد شود که متعلق به موجر است؛ (استاندارد ۹، استانداردهای شرعی آئوفی). بر این اساس دارایی مورد اجاره می‌تواند شامل موارد زیر باشد؛

جدول ۱- انواع دارایی پایه در اوراق اجاره (استاندارد شرعی شماره ۹، آئوفی<sup>۳</sup>)

دسته‌بندی	
مالکیت بر روی یک دارایی ساخته شده که اجاره داده شده است و دارنده اوراق مالک دارایی و اجاره‌بهای آن است.	اوراق اجاره که بیانگر مالکیت بر روی یک دارایی عینی است
مالکیت بر روی دارایی که مشخصات آن تعیین شده است.	
مالکیت بر روی منفعت مشخص از یک منبع موجود (دارایی منقول)	اوراق اجاره که بیانگر مالکیت بر روی منفعت است
مالکیت بر روی منافع مشخص از یک منبع (دارایی منقول) در آینده که ویژگی‌های آن مشخص شده است.	
مالکیت بر روی خدمات که توسط یک خدمات‌دهنده مشخص تولید می‌شود.	اوراق اجاره که بیانگر مالکیت بر روی خدمات است
مالکیت بر روی خدمات مشخصی که در آینده تحویل داده خواهد شد.	

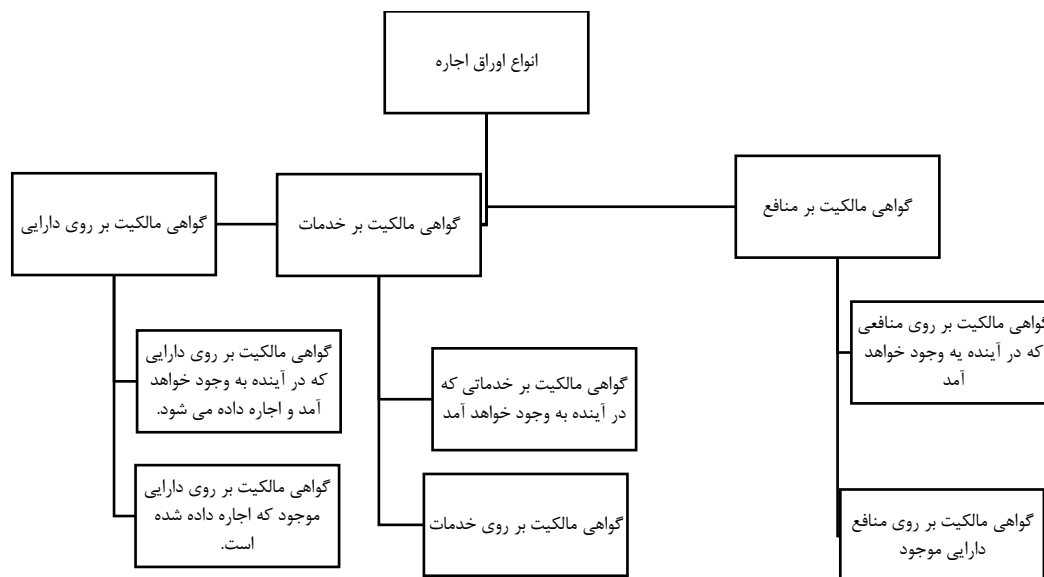
براین‌اساس تا کنون انواع مختلفی از صکوک اجاره معرفی شده است که در ادامه به آن‌ها پرداخته خواهد شد؛

<sup>۱</sup> Sublease

<sup>۲</sup> Implied sublease

<sup>۳</sup> Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI)





شکل ۴- انواع اوراق اجاره (لهنسا و همکاران، ۲۰۱۸)

### ۱. اوراق اجاره‌ای که نشانگر مالکیت بر روی دارایی مشهود است:

با مطالعات انجام شده بر روی انواع اوراق اجاره منتشر شده، سه نوع اوراق اجاره که حاکی از مالکیت بر روی یک دارایی مشهود است، تا به حال منتشر شده است که در ادامه به آن‌ها اشاره خواهد شد.

۱,۱. نشانگر مالکیت بر روی دارایی موجود: در این حالت دارندگان اوراق مالک دارایی اجاره داده شده و اجاره‌بهای آن هستند (استاندارد شرعی ۱۷، آثوفی). در این اوراق دارنده یک دارایی، با انتشار اوراق به صورت مستقیم یا توسط نهاد واسطه دارایی مورد نظر خود را به سرمایه‌گذاران می‌فروشد و دارایی مورد نظر به دارندگان اوراق منتقل خواهد شد. دارنده اولیه دارایی تعهد به خرید دارایی به قیمت اسمی یا قیمت بازاری یا قیمت توافق شده در سررسید می‌دهد (ایسرا، ۲۰۱۷).

۱,۲. نشانگر مالکیت بر روی دارایی که در آینده ساخته خواهد شد: در این اوراق بانی تعهد به تحویل دارایی با ویژگی‌های مشخص شده و تعهد به اجاره گرفتن آن دارد. به این نوع اجاره اصطلاحاً اجاره موصوفه فی الذمه گفته می‌شود. این اوراق هنگامی کاربرد دارد که دارایی که قصد اجاره آن را داریم هنوز ساخته نشده یا در حال ساخت باشد. این اوراق معمولاً شامل استصناع و اجاره موصوفه فی الذمه است (ایسرا، ۲۰۱۷).

۱,۳. دارایی که در حال حاضر وجود دارد اما منافع در آینده منتقل می‌شود: اوراق اجاره مضافاً الی المستقبل قراردادی است که در آن دارایی مورد اجاره در حال حاضر وجود دارد، اما موجر و مستأجر توافق می‌کنند که منافع در آینده منتقل

<sup>۱</sup> Lahsasna et al.

شود. تفاوت این اوراق با اجاره موصوفه فی الذمه در آن است که در این اوراق دارایی در حال حاضر وجود دارد اما در اجاره موصوفه فی الذمه دارایی در آینده به وجود خواهد آمد (مصوبات شورای فقهی بورس و اوراق بهادار مالزی، ۲۰۲۳)

## ۲. اوراق اجاره که حاکی از مالکیت بر روی منافع یک دارایی است

به این اوراق اجاره در ادبیات مالی اسلامی اصطلاحاً اوراق اجاره اصلی و اجاره فرعی<sup>۱</sup> گفته می‌شود. در این قرارداد منافع یک دارایی به نهاد واسط و گذاری می‌شود و نهاد واسط آن منافع را مجدداً به بانی اجاره می‌دهد. از این قرارداد معمولاً هنگامی استفاده می‌شود که معذوریتی در انتقال مالکیت دارایی وجود داشته باشد (ایسرا، ۲۰۱۷). این اوراق به دو حالت امکان انتشار دارد: الف) منافع در هنگام انتشار اوراق مشخص شده و در آینده به نهاد واسط انتقال پیدا کند. این نوع از انتشار هنگامی استفاده می‌شود که هنوز منافع دارایی قابل استیفا نیست؛ ب) منافع دارایی که هم‌اکنون قابل استیفا است.

## ۳. اوراق اجاره مبتنی بر خدمات

این اوراق اجاره بیانگر مالکیت بر خدمات موجود یا خدماتی است که در آینده از یک منبع مشخص به وجود می‌آید. مانند حق استفاده از یک ساعت مسافرت هوایی به مقصدی مشخص، حق استفاده از هتل برای یک روز، حق استفاده از تماس تلفنی در ساعات مشخصی از آینده از این قبیل هستند. این اوراق توسط شرکت‌های مخابراتی، حمل‌ونقل، تولیدکننده انرژی و تمام کسب‌وکارهایی که دارایی‌های با دوامی دارند که منافع قانونی و قابل اندازه‌گیری در آینده دارند، قابل استفاده است (ایسرا، ۲۰۱۷).

## ۵. اوراق اجاره موصوفه فی الذمه (اجاره آتی)<sup>۲</sup>

در کشور ما اوراق اجاره و منفعت تنها بر روی دارایی، خدمات و منفعی منتشر شده است که در زمان انعقاد قرارداد وجود دارد. در حالی که بر اساس مصوبات کمیته فقهی مالزی و استانداردهای آئوفی امکان انتشار اوراق اجاره بر روی دارایی، منافع یا خدماتی که در آینده تولید می‌شود، وجود دارد.

اجاره می‌تواند به صورت موصوفه فی الذمه - به طوری که وصف آن دقیق باشد - منعقد شود، حتی اگر در حال حاضر در ملکیت موجر نباشد. در این حالت عقد در هنگامی که عین موصوفه تحویل داده شد اجرا می‌شود و در این حالت امکان تملک موجر یا ساخت آن در نظر گرفته می‌شود و تا زمانی که قرارداد اجاره شروع نشده است، نیاز نیست اجاره‌بهایی پرداخت شود. در صورتی که دارایی که موجر به مستأجر تحویل می‌دهد مشخصات مورد توافق را نداشته باشد، مستأجر می‌تواند آن را نپذیرد و از موجر تحویل دارایی با همان مشخصات را درخواست کند (استاندارد شرعی شماره ۹ آئوفی). اجاره آتی ذاتاً ترکیب میان استصناع و اجاره است. در این حالت قرارداد استصناع بخشی از قرارداد اجاره است. در واقع در

<sup>۱</sup> Head lease and sub lease

<sup>۲</sup> Forward Lease

اجاره آتی بانی متعهد است که در سررسید با ساخت دارایی موضوع قرارداد، آن را در موعد مشخصی به مستأجر اجاره دهد (لهنسا و همکاران، ۲۰۲۳)

اجاره موصوفه فی الذمه (اجاره آتی) به معنای فروش منافع آتی در ازای یک مبلغ نقد است. به عبارت دیگر می توان این اوراق را فروش منافع حاصل از یک دارایی یا خدمات به صورت سلف نامید. این قرارداد را اجاره فی الذمه می نامند (احمد، ۲۰۰۹). بنابراین اجاره آتی ویژگی های اجاره و سلم را با هم دارد. با این تفسیر می توانیم دایره استفاده از این اوراق را به بخش های خدمات، گردشگری، آموزش و سلامت هم توسعه دهیم.

در ادامه تفاوت های این اوراق را با اوراق مشابه بررسی می کنیم؛

## ۱. تفاوت میان اجاره آتی و اجاره عادی

اجاره آتی و اجاره عادی ذاتاً یکسان هستند هر چند تفاوت های مهمی بین آنها وجود دارد که می توان از آنها به موارد زیر اشاره کرد؛

۱. در اجاره آتی در صورتی که منبع منافع از بین برود، قرارداد لغو نمی شود. بلکه موجر موظف به مهیا کردن جایگزینی برای آن است. اما در اجاره عادی در صورت از بین رفتن مورد اجاره، قرارداد لغو خواهد شد.
۲. در اجاره آتی اگر دارایی پایه معیوب باشد، مستأجر نمی تواند قرارداد را فسخ نماید؛ بلکه می تواند در خواست جایگزینی دارایی را داشته باشد. در حالیکه در اجاره عادی مستأجر در صورت خراب شدن دارایی می تواند قرارداد را فسخ نماید و موجر نمی تواند مسئولیت خرابی را نپذیرد.
۳. در اجاره آتی نمی توان پس از شروع قرارداد اجاره، از منافع بهره برداری نمود. اما در اجاره عادی پس از شروع قرارداد امکان بهره برداری از منافع مهیا خواهد شد (لهنسا و همکاران، ۲۰۱۸)

## ۲. تفاوت میان اجاره آتی و سلف

در اجاره آتی و سلف از حیث اینکه در هر دوی این قراردادها یک طرف باید تعهد خود را در آینده ایفا کند، مشترک هستند.

در هر دوی این قراردادها در هنگام انعقاد قرارداد دارایی وجود ندارد؛ هرچند که در سلف بانی موظف به تحویل کالایی در آینده است در حالی که در اجاره آتی بانی تعهد به تحویل منافع مشخصی در آینده دارد.

این دو قرارداد از حیث پرداخت متفاوتند. در قرارداد سلف، باید ثمن قبل از تحویل کالا پرداخت شود اما در اجاره آتی پرداخت اجاره بها لزوماً نباید قبل از انتقال منافع باشد دلیل این موضوع آن است که قرارداد اجاره در حقیقت از زمانی آغاز می شود که منافع مشخص شده تحویل داده شود. بنابراین، اجاره بها تا زمانی که مستأجر از منافع استفاده نکرده باشد، پرداخت نمی شود (لهنسا، ۲۰۱۸، ص ۱۱۴).

### ۳. تفاوت میان اجاره آتی و استصناع

استصناع قراردادی است که در آن یک طرف به طرف دیگر سفارش ساخت کالایی را می‌دهد (احمد، ۲۰۰۹). در این قرارداد نحوه پرداخت و کاری که باید انجام شود، به تفصیل توضیح داده می‌شود. از این جهت می‌توان گفت که اجاره آتی و استصناع شامل درخواست برای انجام کاری در آینده است. اجاره و استصناع از جنبه‌های زیر متفاوت است؛

۱. دارایی پایه در استصناع می‌تواند کالاهای مصرفی یا با دوام باشد، اما در اجاره آتی، از آنجا که قرارداد پایه اجاره است، تنها منافع دارایی‌های عینی می‌تواند مبنای انتشار قرار گیرد.
۲. در قرارداد استصناع در صورتی که کالا در دست سازنده خراب شود، نسبت به تعمیر آن مسئول است. اما در اجاره آتی تنها منافع منتقل می‌شود (لهسنا، ۲۰۱۸).
۳. در ساختار فعلی اوراق استصناع در ایران، پرداخت به بانی به تناسب پیشرفت پروژه صورت می‌گیرد در حالیکه در مدل فعلی اجاره آتی، تمامی وجوه جمع‌آوری شده به بانی پرداخت می‌شود.

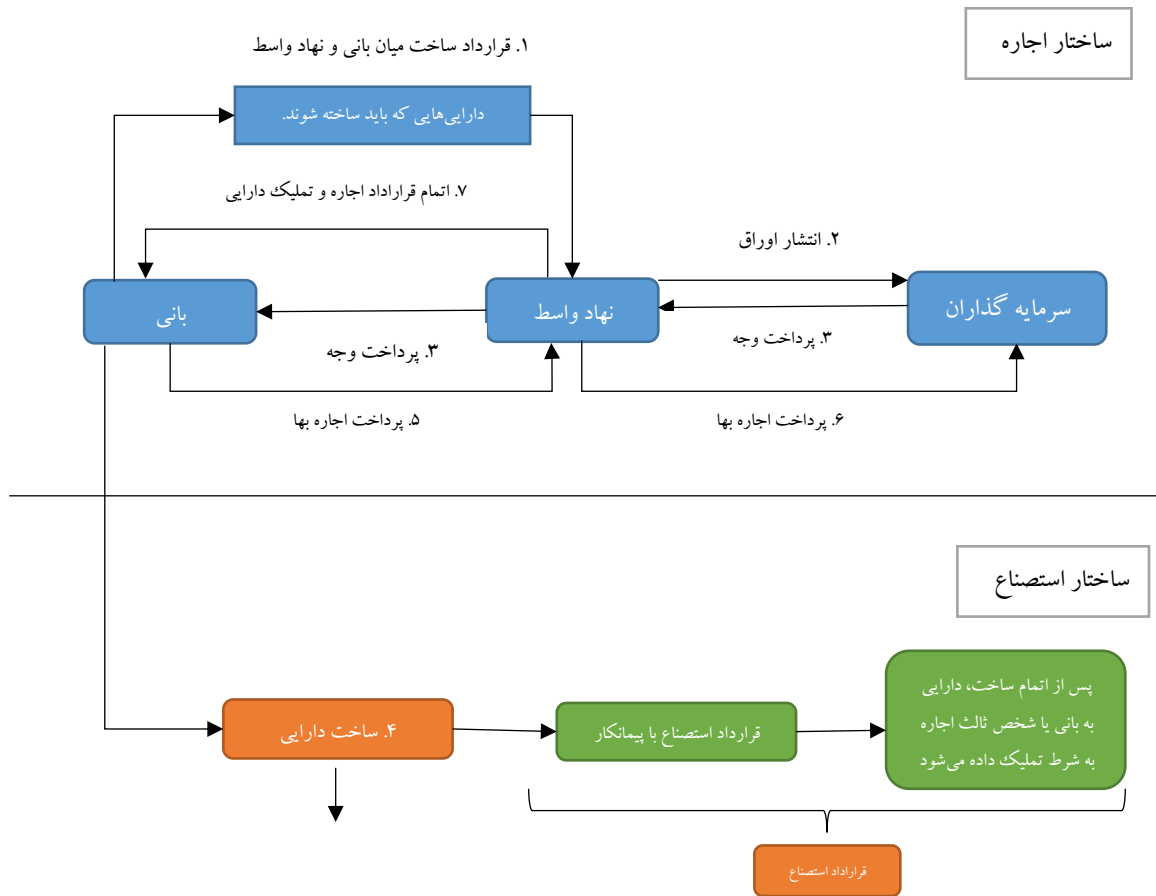
#### ۴.۱. توضیح فرآیند و مراحل انتشار صکوک (ساختار صکوک اجاره آتی)

ساختار اجاره موصوفه فی الذمه مانند اجاره عادی است. هرچند برخلاف اجاره عادی دارایی در زمان انعقاد قرارداد وجود ندارد. در اوراق اجاره موصوفه فی الذمه بانی پروژه‌ای را برای پذیره‌نویسی ارائه می‌دهد. اوراق اجاره موصوفه فی الذمه از دو بخش استصناع و اجاره تشکیل شده است. دارایی که قصد ساخت آن را داریم باید به دقت تمامی جوانب آن تشریح شود. در ادامه مراحل آن ذکر می‌شود؛

۱. بانی با نهاد واسط قرارداد اجاره موصوفه فی الذمه منعقد کرده و دارایی‌ها را به وی منتقل می‌کند (پیش از شروع پروژه دارایی‌هایی مالکیت دارایی‌هایی مانند زمین که قرار است پروژه بر روی آن ساخته شود، منتقل خواهد شد)؛
- ۲ و ۳. نهاد واسط اوراق منتشر کرده و با جمع‌آوری از سرمایه‌گذاران آن را به بانی می‌پردازد؛
۴. بانی خود با پیمانکار قراردادی جهت ساخت پروژه منعقد می‌کند و پس از پایان ساخت پروژه، نهاد واسط دارایی به بانی یا شخص ثالث اجاره به شرط تملیک می‌دهد.
- ۵ و ۶. اجاره بها به سرمایه‌گذاران پرداخت می‌شود.
۷. در سررسید قرارداد اجاره خاتمه پیدا کرده و دارایی به بانی تملیک می‌شود (بوهراوا<sup>۱</sup>، ۲۰۱۲).

---

<sup>۱</sup> Bouheraoua



شکل ۵- ساختار اوراق اجاره موصوفه فی الذمه

#### ۴.۱. کارآیی عملیاتی ساختار اوراق اجاره آتی

بهترین ساختار صکوک از نظر بانی، ساختاری است که بتواند با آن به وجوه مورد نیاز خود برسد و آن را در کسب و کار خود استفاده نماید. همچنین از نظر سرمایه‌گذاران دو عامل ریسک و بازده مهم‌ترین عوامل در انتخاب هستند. بنابراین بهترین نوع صکوک از نظر انتشار صکوک است که ساده، راحت و کم‌ریسک باشد. از نظر بازار مدل صکوک باید به نحوی باشد که بازار با آن آشنا باشد و حتی امکان پیچیدگی کمی داشته باشد، تا به سادگی بتوان صحت آن را از نظر شرعی اثبات کرد. در مجموع می‌توان گفت که عوامل انتخاب یک مدل مرجح برای اوراق شامل موارد زیر است:

- ساختار راحت و ساده؛
- ساختاری که نهاد ناشر و بازار با آن آشنا باشد؛
- ساختاری که مشهور باشد؛
- ساختاری که روند انتشار در آن سریع باشد؛

- ساختاری که جنبه‌های حقوقی آن تأیید شده باشد؛
- ساختاری که مشوق‌های بیش‌تری مانند مشوق مالیاتی داشته باشد؛
- ساختاری که در آن بانی هزینه‌ها و تعهدات کم‌تری داشته باشد (لهنسا و همکاران، ۲۰۱۸).

یکی از مشکلات ما در طراحی اوراق، چارچوب مناسب اوراق برای تأمین مالی پروژه است. اوراق اجاره موصوفه فی الذمه برای تأمین مالی پروژه‌ها می‌تواند ساختار مناسبی باشد. چراکه ساختار بسیار کاربردتری نسبت به ساختار استصناع است. از طرف دیگر بازار و نهاد ناظر آشنایی بیش‌تری با اوراق اجاره نسبت به استصناع دارند. همانطور که در ادامه اشاره خواهد شد. در ساختار اوراق اجاره موصوفه فی الذمه، پرداخت به سرمایه‌گذاران از ابتدای قرارداد و پیش از بهره‌برداری از پروژه شروع خواهد شد. بنابراین سود میان‌دوره‌ای از طریق اجاره‌بها پرداخت خواهد شد.

این اوراق تا حدود زیادی شبیه به اوراق ترکیبی استصناع و اجاره است که در ایران عملیاتی شده است. صکوک ترکیبی اجاره-استصناع از رویکردی دو مرحله‌ای استفاده می‌کند که دو نوع قرارداد اسلامی را ترکیب می‌کند:

- **قرارداد استصناع**: در این مرحله، ناشر (نهاد واسط) قرارداد استصناع با پیمانکار یا سازنده برای ساخت یا تولید یک دارایی (مانند ساختمان، کارخانه یا زیرساخت) منعقد می‌کند.
- **قرارداد اجاره**: پس از تکمیل مرحله ساخت، نهاد واسط دارایی را به دارندگان صکوک یا طرف دیگر اجاره می‌دهد (ایوب<sup>۱</sup>، ۲۰۰۷).

اجاره موصوفه فی ذمه فقط شامل قرارداد اجاره است. اجاره زمانی آغاز می‌شود که دارایی تحویل داده شده و تمام شرایط مشخص شده برآورده شود (عثمانی، ۲۰۰۲) هرچند که مطابق نظر فقه اهل سنت بخشی از اجاره‌بها می‌تواند از پیش پرداخت شود.

اما صکوک ترکیبی اجاره-استصناع شامل دو قرارداد است: استصناع برای مرحله ساخت و اجاره برای مرحله اجاره. در ابتدا، قرارداد استصناع برای تأمین مالی ساخت دارایی استفاده می‌شود و پس از تکمیل، قرارداد اجاره آغاز می‌شود که درآمد اجاره‌ای را تولید می‌کند (سوله<sup>۲</sup>، ۲۰۰۸؛ جوپست و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۰۸).

## ۶. موارد انتشار اوراق اجاره موصوفه فی الذمه

اوراق اجاره موصوفه فی الذمه تا کنون موارد انتشار زیادی نداشته است. از نمونه‌های آن می‌توان به اوراق برج زمزم و اوراق تبرید<sup>۴</sup> اشاره کرد. که در ادامه به آن‌ها اشاره خواهد شد.

<sup>۱</sup> Ayub

<sup>۲</sup> Sole

<sup>۳</sup> Jobst

<sup>۴</sup> Tabreed

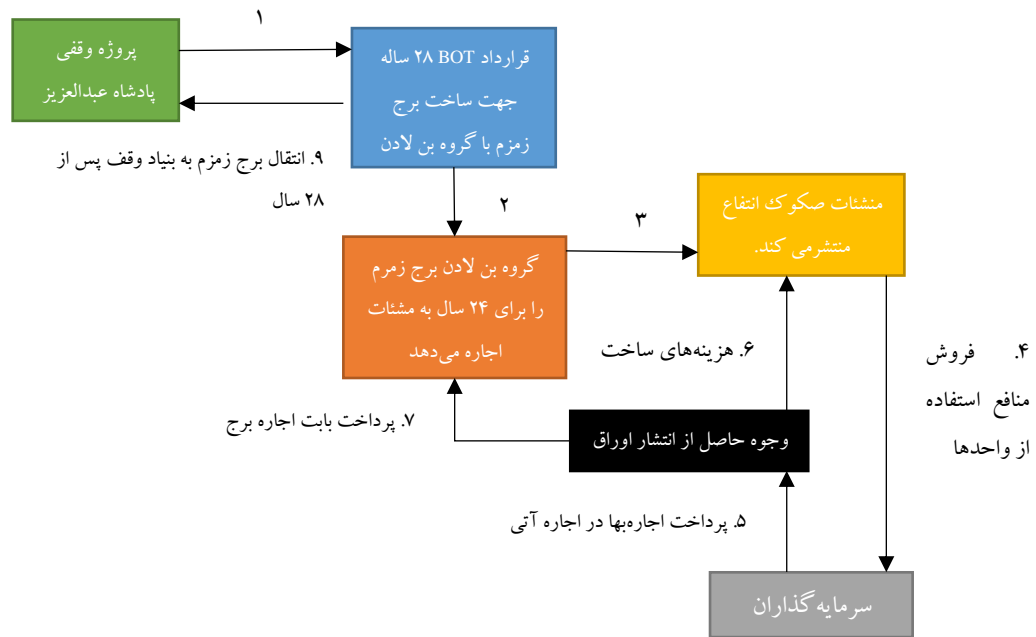
## ۱. صکوک انتفاع برج زمزم

صکوک انتفاع برج زمزم بر مبنای مالکیت بر روی منافع منتشر شد. این نوع اجاره بجای اجاره عادی استفاده شد. چون مطابق قانون عربستان سرمایه‌گذاران خارجی نمی‌توانند مالک املاک مذهبی شوند (الامینه<sup>۱</sup>، ۲۰۱۲). در جدول زیر مشخصات اوراق آمده است.

جدول ۲ - مشخصات اوراق انتفاع برج زمزم

نام اوراق	صکوک انتفاع برج زمزم
حجم انتشار	۳۹۰ میلیون دلار
بانی	شرکت پروژه‌های ساختمانی منشآت
دوره اوراق	۲۴ سال
تاریخ انتشار	سپتامبر ۲۰۰۶
کشور	عربستان سعودی
دارایی مورد اجاره	یکی از برج‌های البیت در یکی از صحن‌های مسجدالحرام واقع شده است.

مراحل صکوک انتفاع برج زمزم به شرح زیر است:



شکل ۶ - اوراق منفعت برج زمزم

۱. در ابتدا زمین وقفی متصل به کعبه توسط بنیاد وقف پادشاه عبدالعزیز اجاره گرفته می‌شود. این بنیاد سپس قراردادی جهت ساخت برج به گروه بن لادن منعقد می‌کند.

<sup>۱</sup> Al-Amine

۲ و ۳. گروه بن لادن سپس پروژه را به صورت ۲۴ ساله جهت ساخت، به گروه مستغلات منشئات اجاره می‌دهد، تا بتواند پروژه ساخت برج زمزم را تأمین مالی نماید سپس از آن استفاده نموده و در نهایت بعد از ۲۸ سال به بنیاد موقوفه پادشاه عبدالعزیز منتقل کند. گروه بن لادن و منشئات هر دو قرارداد اجاره آتی را امضا می‌نمایند.

۴ و ۵ و ۶. گروه منشئات پروژه در حال ساخت را به دارندگان اوراق برای مدت ۲۲ سال اجاره می‌دهد و تمام وجه اجاره بها را یکجا دریافت می‌نماید. گروه منشئات از این وجوه برای اجاره به مدت ۲۲ سال و استفاده از آن جهت ساخت برج زمزم استفاده خواهد نمود (لازم به ذکر است که زمان شروع قرارداد اجاره همان زمان انتشار اوراق خواهد بود و دارندگان اوراق از همان زمان اجاره بها پرداخت خواهد شد).

۷. زمانی که این پروژه به اتمام برسد، دارندگان اوراق می‌توانند از اتاق‌ها استفاده نمایند یا اینکه به گروه منشئات اجازه دهند تا اتاق‌ها را دو مرتبه به مسافران دیگری اجاره دهد.

## ۲. اوراق تبرید

ساختار اوراق تبرید شامل قرارداد استصناع و اجاره است. که ساختار آن در شکل نشان داده شده است؛

جدول ۳ - مشخصات اوراق تبرید

نوع اوراق	صکوک تبرید (استصناع - اجاره)
ناشر	شرکت تأمین مالی تبرید ۰۶
متعهد و شریک	شرکت ملی خنک کننده مرکزی (تبرید)
رتبه اعتباری	BBB
مدت	۵ سال
تاریخ انتشار	۲۰۰۶
تاریخ سررسید	۲۰۱۱
پذیرش	بحرین، لوگزامبورگ
کوپن	نرخ ۶ ماهه لایبور + ۰/۱۲۵ درصد
مورد اجاره	کارخانه خنک کننده

۱. ابتدا نهاد واسط (شرکت تأمین مالی تبرید ۰۶) اوراق منتشر می‌نماید و وجوه به حساب بانکی نهاد واسط واریز می‌شود.

۲. سپس نهاد واسط، قرارداد استصناعی را با متعهد (شرکت تبرید) برای ساخت و تحویل کارخانه خنک کننده منعقد می‌کند.

۳. در طول دوره ساخت، شرکت تبرید وجه نقدی جهت ضمانت تکمیل در دوره‌های مشخصی پرداخت می‌نماید. این وجه بر اساس فرمول مشخص حساب شده و به سرمایه‌گذاران پرداخت خواهد شد. در صورتی که در طی زمان مشخص پروژه ساخته نشود، شرکت تبرید این وجوه را تا زمان تکمیل پروژه پرداخت خواهد نمود.





## الف) ادغام اوراق اجاره و منفعت جهت ثابت کردن نرخ در اجاره منافع و خدمات

در کشورهای اسلامی مواردی اعم از خدمات، منافع و دارایی‌ها می‌تواند مبنای انتشار اوراق اجاره قرار گیرد. در ایران تنها دارایی‌های مشهود و سهام می‌تواند مبنای انتشار اوراق قرار گیرد (شورای عالی بورس، ۱۴۰۲) و حقوق، خدمات و منافع در اوراق منفعت قرار گرفته است. همانگونه که پیش‌تر اشاره شد، در سازکار فعلی اوراق منفعت، بازده اوراق متغیر است و این موضوع بانی را به چالش‌های متعددی مواجه کرده است.

اگرچه در کتاب‌های فقهی و حقوق اسلامی از اجاره به‌عنوان عقد تملیکی معوض تعریف‌هایی شده است که از نظر الفاظ به‌کاررفته در آنها با یکدیگر تفاوت‌هایی دارند، اما تملیک منفعت از یک سو و تملیک عوض از سوی دیگر را باید دو رکن اساسی و مشترک میان همه تعریف‌ها محسوب داشت (فانون مدنی، ماده ۴۶۶). «منفعت» می‌تواند یک منفعت یک عین یا نیروی کار انسان باشد؛ از همین رو مصادیق عقد اجاره دو گونه است: گونه نخست — که از آن به «اجاره اعیان» تعبیر می‌شود — عقدی است که در آن یک عین بی‌جان همانند خانه یا ابزار کار، یا یک عین جاندار از انواع حیوان، از سوی یک طرف اجاره در سلطه طرف دیگر نهاده می‌شود و طرف نخست مباشرت مستقیمی در ایصال منفعت به طرف دوم ندارد. در این‌گونه اجاره، تسلیم‌کننده عین را «موجر» و پرداخت‌کننده عوض را «مستأجر» گویند. گونه دوم از اجاره که آن را «اجاره اعمال» یا «اجاره خدمات» خوانند، عقدی است که برپایه آن یکی از دو طرف عقد، نیروی کار خود را در اختیار طرف دیگر قرار می‌دهد و خود مستقیماً در ایصال منفعت به طرف دوم مباشرت دارد. در این‌گونه اجاره، تسلیم‌کننده نیروی کار را «اجیر» و پرداخت‌کننده عوض را همچنان «مستأجر» نامند. به‌طور کلی در انواع اجاره، مورد اجاره اعم از عین یا کار را «مأجور»، «موجر» یا «مستأجر» و عوض پرداختی یا اجاره‌بها را «اجر» یا «اجرت» گفته‌اند (پاکتچی، ۱۳۹۹).

براین‌اساس اوراق اجاره‌ای که در آن دارایی پایه، منافع، دارایی یا خدمات باشد، به‌صورت مجزا بررسی خواهیم کرد.

### ۱. اوراق اجاره‌ای که دارایی پایه آن یک دارایی مشهود است.

صحت این نوع اوراق اجاره پیش‌تر بررسی شده و کمیته فقهی سازمان بورس صحت آن را تأیید کرده است. روند اجرایی آن مشابه روند فعلی انتشار اوراق اجاره در ایران خواهد بود.

### ۲. اوراق اجاره‌ای که دارایی پایه در آن منفعت یک دارایی است

تا پیش از این منفعت یک دارایی (در اوراق منفعت) با استفاده از عقد اجاره یا صلح منتقل می‌شد و سپس دارندگان اوراق به بانی وکالت در استفاده از این منافع می‌دادند. مشکل این روش آن است که بازدهی اوراق متغیر است. در این اوراق پس از انتقال منافع از بانی به نهاد واسط در قالب عقد صلح، نهاد واسط می‌تواند منافع را به بانی به مبلغ مشخصی اجاره دهد. یا به بانی وکالت دهد که منافع را به اشخاص ثالث به قیمت معینی اجاره دهد. در خصوص استفاده از این سازکار حقوقی چند نکته باید مدنظر قرار گیرد:

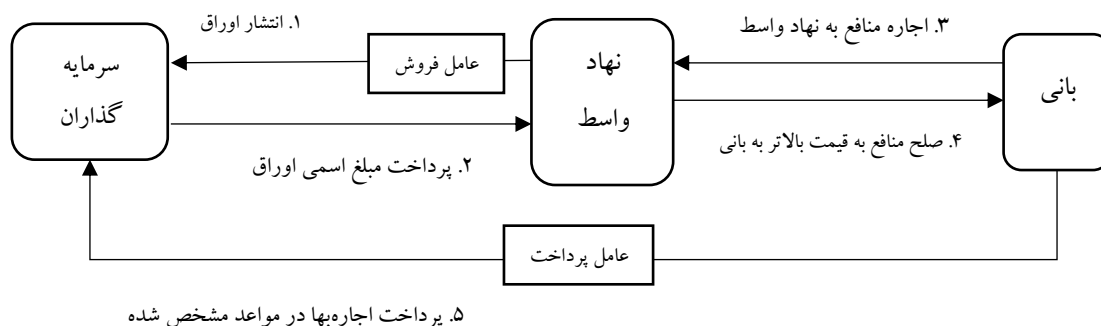
- از آنجا که به موجب ماده ۴۴۶ قانون مدنی "اجاره عقدی است که به موجب آن مستأجر مالک منافع عین مستأجر می‌شود". منافع موردنظر در صورتی قابلیت اجاره خواهند داشت که ناشی از یک عین بادوام باشند.
  - مطابق ضوابط فقهی، در صورت اجاره یک دارایی، اجاره مجدد آن نباید بیش‌تر از مبلغ اجاره‌بهای قبلی باشد. از این رو در صورت استفاده از این سازکار حقوقی باید انتقال منافع به نهاد واسط در قالب عقد صلح باشد.
- در شکل زیر فرآیند انتشار اوراق اجاره بر پایه منافع یک دارایی نشان داده شده است. که در ادامه مراحل آن تشریح می‌شود؛

۱ و ۲. انتشار اوراق توسط نهاد واسط و فروش آن به سرمایه‌گذاران و جمع‌آوری وجوه از آنان؛

۳. بانی منافع دارایی مورد نظر را به نهاد واسط اجاره می‌دهد؛

۴. سپس نهاد واسط همان منافع را با بانی به قیمت بالاتری صلح می‌نماید؛

۵. بانی مبتنی بر قرارداد صلح منافع مبالغ توافق شده را به سرمایه‌گذاران می‌پردازد.



شکل ۹- اوراق اجاره بر پایه منافع یک دارایی

### ۳. اوراق اجاره‌ای که دارایی پایه در آن خدمات است

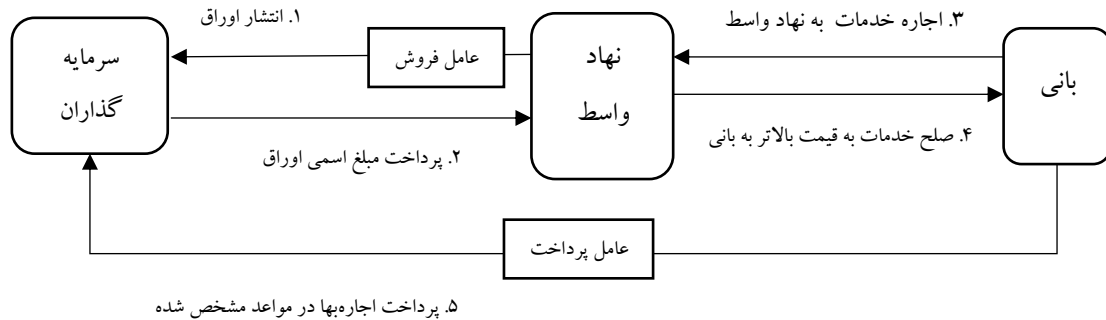
در این حالت خدماتی که بانی در آینده تولید می‌کند مطابق اجاره خدمات به دارندگان اوراق منتقل می‌کند. سپس دارندگان اوراق همین خدمات را به قیمت بالاتری به بانی می‌فروشند. در مراحل انتشار اوراق اجاره بر پایه خدمات تشریح شده است؛

۱ و ۲. انتشار اوراق توسط نهاد واسط و فروش آن به سرمایه‌گذاران و جمع‌آوری وجوه از آنان؛

۳. بانی خدمات مورد نظر را به نهاد واسط اجاره می‌دهد. لازم به ذکر است که این نوع اجاره، اجاره اشخاص خواهد بود؛

۴. سپس نهاد واسط همان خدمات را با بانی به قیمت بالاتری صلح می‌نماید؛

۵. بانی مبتنی بر قرارداد صلح منافع مبالغ توافق شده را به سرمایه‌گذاران می‌پردازد.



شکل ۱۰- اوراق اجاره بر پایه خدمات

### ب) امکان انتشار اوراق اجاره به صورت اجاره موصوفه فی الذمه

در ایران تنها منافع، خدمات و دارایی که در حال حاضر وجود دارد؛ می‌تواند مبنای انتشار اوراق قرار گیرد. در حالی که در برخی کشورهای اسلامی به صورت اجاره موصوفه فی الذمه، دارایی‌ها، خدمات و منافع که در آینده ایجاد خواهد شد، می‌تواند مبنای انتشار اوراق قرار گیرد.

اصلی‌ترین مسائلی که در تجزیه و تحلیل فقهی در استفاده از این اوراق باید مورد توجه قرار داد، عبارتند از: صحت اجاره آتی، مشکل غرر در معامله، بازار ثانوی اجاره اوراق اجاره آتی و صحت اجاره‌بهای پرداختی در مدت زمان انعقاد عقد اجاره تا تحویل منافع است.

دو دیدگاه کلی در رابطه با قرارداد اجاره موصوفه فی الذمه وجود دارد. مذهب حنفی این قرارداد را جایز نمی‌داند. در مذهب حنفی منافع اجاره باید متصل به یک دارایی منقول باشد. اما باقی مذاهب اسلامی این نوع از اجاره را جایز می‌دانند همچنین آثوفی و مجمع فقه اسلامی آن را تأیید کرده‌اند (بوهراوا، ۲۰۱۲). اجاره موصوفه فی الذمه در فقه امامیه نیز مورد تأیید فقها است (هاشمی شاهرودی، ۱۴۲۹ق، ج ۱، ص ۱۳۸) در این نوع اجاره که معمولاً با اجاره کلی فی الذمه از آن تعبیر می‌شود امکان انعقاد عقد اجاره در زمان حال و تحویل منافع در آینده وجود دارد (مؤسسه دایره المعارف فقه اسلامی، ۱۳۸۶، ج ۱، ص ۲۵۵) و مطابق با قول مشهور دلیلی بر اینکه منافع اجاره باید متصل به عقد باشد نداریم و عموماً صحت معاملات دال بر صحت این عقود هستند (هاشمی شاهرودی، ج ۱، ص ۲۳۶؛ محقق کرکی، ۱۴۱۴ق، ج ۷، ص ۱۳۵)؛ بنابراین بر اساس این عقد تملیک و تصرف اجاره‌بهای پرداختی از زمان انعقاد قرارداد اجاره تا تحویل منافع در آینده صحیح است (مؤسسه دایره المعارف فقه اسلامی، ۱۳۸۶، ج ۱، ص ۲۵۵). در قانون مدنی نیز به این نوع اجاره و صحت آن اشاره شده است (ماده ۴۸۲).

نکته دیگر اینکه در قرارداد اجاره با لحاظ اینکه اصولاً مستأجر فقط هنگامی مکلف به پرداخت عوض قراردادی می‌شود که منفعت موضوع معامله به وی تسلیم شده باشد (پارساپور و تفرشی، ۱۳۹۵، ص ۵۹). قبض یا تسلیم مفهومی عرفی دارد که باید در تشخیص آن در موارد مختلف به عرف مراجعه کرد (مراغی، ۱۴۱۰ق، ص ۲۶۱) و در مورد منفعت، تسلیم عرفی به

این است که آن عین که قرار است این منفعت از آن استیفا شود در اختیار طرف دیگر قرار بگیرد. تسلیم منفعت در معنای دقیق خود مستلزم تسلیم عین در وضعیت مطلوب و باقی نگاهداشتن عین تا انتهای مدت در همین وضعیت است.

در اجاره اعیان موجر و اجیر به مجرد عقد اجاره اجرت را مالک می‌شود؛ لیکن هیچ‌کدام از آن دو حق ندارد آنچه را که مالک شده مطالبه نماید، مگر اینکه آنچه را ملک دیگری نموده تسلیم نماید (امام خمینی، ج ۲۲، ص ۶۱۲). اما در مورد منفعت کلی همچون عین کلی، تسلیم موجب سقوط تعهد و برائت ذمه موجر نمی‌گردد و برائت ذمه به تدریج و بدنبال تحقق ذرات منفعت در نزد مستأجر صورت می‌گیرد (الشریف، ۱۳۹۰، ص ۲۰).

در اوراق اجاره موصوفه فی الذمه از آنجا که در مدت زمانی طول می‌کشد تا پروژه ساخته شود، در طول مدت ساخت پروژه بجای اجاره بها می‌توان از سود علی الحساب که ماهیت آن قرض استفاده کرد. به این صورت که مستأجر تعهد می‌دهد در طول ساخت پروژه مبالغی را تحت عنوان تا انتهای ساخت پروژه پرداخت نماید. پس از ساخت پروژه و تعلق گرفتن اجاره‌بها به موجر (سرمایه‌گذاران) مبالغ پرداخت شده تحت عنوان سود علی الحساب با مبلغ اجاره بها تهاتر می‌شود.

**غرری بودن قرارداد:** از آنجا که در این قرارداد منفعتی که موجر به مستأجر منتقل خواهد کرد، نامشخص است؛ انتشار این اوراق با مشکل مواجه است چراکه هنوز دارایی منقولی وجود دارد که منفعت آن مشخص شود. همچنین در اینکه موجر بتواند در موعد مقرر منافع را مهیا کند، تردید وجود دارد. ایراد غرری بودن نیز بر این نوع اجاره وارد نیست چرا که یکی از شروط کلی عقد اجاره معلوم بودن منفعتی است که در اثر عقد اجاره به تملیک درمی‌آید. یعنی مقدار، زمان و سایر مواردی که در میزان اجاره اثر دارد و برای عقلا مهم است باید ذکر شود تا رفع جهالت گردد (یزدی، ۱۴۱۴ق، ج ۵ ص ۱۴). صاحب جواهر برای غرر دو معنای جهل در صفات و مقدار را بیان می‌کند و جهل در حصول را مصداق غرر نمی‌داند (انصاری، ۱۲۸۱ق، ج ۳۸۸، ص ۲۲). شیخ انصاری در کتاب مکاسب به صورت تفصیلی معنای غرر را بررسی می‌کند و پس از نقد کلام صاحب جواهر، جهل در حصول را نیز از مصادیق غرر می‌داند (انصاری، ۱۲۸۱ق، ج ۴ ص ۱۷۸). در هر صورت جهل در ذات، صفات و مقدار با وصف دقیق در قرارداد مرتفع می‌گردد و مصداق غرر نخواهد بود. البته توصیفی رافع غرر است که در آن هر وصفی که عرفاً اثری در قیمت دارد مشخص شده باشد اما مواردی که مورد تسامح و چشم‌پوشی عقلاست و اثر قابل توجهی بر قیمت ندارد غرر نمی‌باشد. (نراقی، ۱۴۱۷ق، ص ۹۴)

اما از جهت شک در حصول یا به عبارت دیگر شک در ایفای تعهد نیز غرر نمی‌باشد چرا که یکی از شروط اساسی صحت قرارداد قدرت بر تسلیم عوضین است. (حلی، ۱۴۱۳ق، ج ۲، ص ۲۸۸) همچنین چنان چه متعاقدین قادر به تسلیم عوضین باشند این احتمال که تسلیم عوضین محقق نشود مصداق غرر نمی‌باشد چرا که در این صورت بیع اعیان غائبه به دلیل جهل در حصول غرری و باطل خواهد بود خصوصاً که برخی در کشتی و یا مسافت‌های دور است در صورتی که به اتفاق فقها بیع اعیان غائب غیر غرری و صحیح می‌باشد. (نجفی، ۱۱۹۲ق، ج ۲۲ ص ۳۸۸) مثال واضح تر بیع میوه روی درخت و زرع است که به دلیل سرمازدگی و یا آفات امکان عدم حصول آن وجود دارد اما با این وجود بیع آن صحیح است. (همان) به‌طور کلی می‌توان بیان داشت ضابطه غرر یک ضابطه عقلایی است به این معنا که عقلا در معاملات خود میزان خطر را می‌سنجند و چنان چه خطر در آن معامله در میان عقلا ناچیز باشد مصداق غرر نخواهد بود (عاملی، ۱۴۱۴ق، ج ۲، ص ۷۵).

از همین جهت است که عقلاً به کسی که قدرت بر انجام کاری دارد اعتماد می‌کنند و با او قرارداد می‌بندند و احتمال عدم حصول اگر چه موجود باشد ولی به آن اعتنا نمی‌کنند.

**امکان معامله اوراق در بازار ثانوی:** در رابطه با معامله این اوراق در بازار ثانوی؛ اغلب مذاهب اسلامی تا زمان تکمیل بالای ۵۰ درصد از دارایی جایز نمی‌دانند. طرفداران این نظر استدلال می‌کنند که تا قبل از اتمام دارایی، معامله آن در بازار ثانوی مصداق مبادله پول در برابر پول است (لهنسا و همکاران، ۲۰۱۸). بوهراوا و همکاران (۲۰۱۲) استدلال می‌کنند که این اوراق بیانگر مالکیت بر روی دارایی فی الذمه مشخصی است؛ بنابراین معامله ثانوی آن نیز بدون اشکال خواهد بود. هرچند آن‌ها معتقدند در صورتی که فرایند ساخت دارایی شروع نشده باشد، مجاز نخواهد بود. موضوع فقهی دیگر انتشار اوراق اجاره خدمات یا منفعت مشخصی است که در آن ناشر تعهد می‌دهد تا منافع یا خدمات خاصی را در آینده فراهم کند. هرچند آئوفی معامله آن را در بازار ثانوی جایز نمی‌داند (لهنسا و همکاران، ۲۰۱۸).

حالت اول آن است که عینی که مورد اجاره قرار گرفته است موجود شده باشد. در این حالت شکی در صحت بیع عین نیست و این دقیقاً مطابق با تعریف بیع است (انصاری، ۱۲۸۱ق، ج ۳، ص ۷).

حالت سوم آن است که بیع بر منفعت واقع شود نه خود عین. بیع منفعت مورد اختلاف فقهاست. شیخ انصاری در مکاسب قائل به عدم جواز بیع منفعت و حقوق است حتی حقوقی که قابلیت انتقال به صورت کلی را دارد. همچنین از نظر شیخ انصاری مواردی از تملیک منفعت که با لفظ بیع از آن تعبیر شده است تسامح در تعبیر است. (انصاری، ۱۲۸۱ق، جلد ۳، ص ۷) ایشان استدلال می‌کنند که: حقوقی که قابلیت انتقال دارند مانند حق تحجیر و امثال این عقود نمی‌توانند عوض در بیع قرار بگیرند و انتقال ملکیت این حقوق با عقد صلح محقق می‌شود. (انصاری، ۱۲۸۱ق، ج ۳ ص ۹) لذا چنان چه بخواهیم نظر همه فقها تأمین شود لازم است تا به جای بیع منفعت که یک موضوع اختلافی است از عقد صلح استفاده کنیم.

از آنجا که در اجاره موصوفه فی الذمه دارایی، کلی فی الذمه است؛ در صورت وصف مبیع و رفع جهل و غرر صحیح می‌باشد. بیع کلی در ذمه بدون شک و اختلاف جایز است، مانند بیع سلف که مشروعیت و جواز آن مسلم است. (ابن ادریس، ۱۴۱۰ق، ج ۲، ص ۵۵؛ نجفی، ۱۹۲ق، ج ۲۳، ص ۱۴۷).

**تلف شدن موضوع اجاره:** اگر در بیع عین کلی به محض تسلیم فرد منطبق با قرارداد، مشتری مالک مصداق گریده و ذمه متعهد بری خواهد شد. اما در اجاره کلی اعیان، براءت ذمه مدیون تدریجاً صورت می‌گیرد (الشریف، ۱۳۹۰، ص). لذا مطابق ماده ۴۸۲ قانون مدنی در صورتی که مورد اجاره معیوب باشد، موجر می‌تواند مستأجر را مجبور به تبدیل نماید.

## مدل اجرای اوراق اجاره موصوفه فی الذمه در ایران

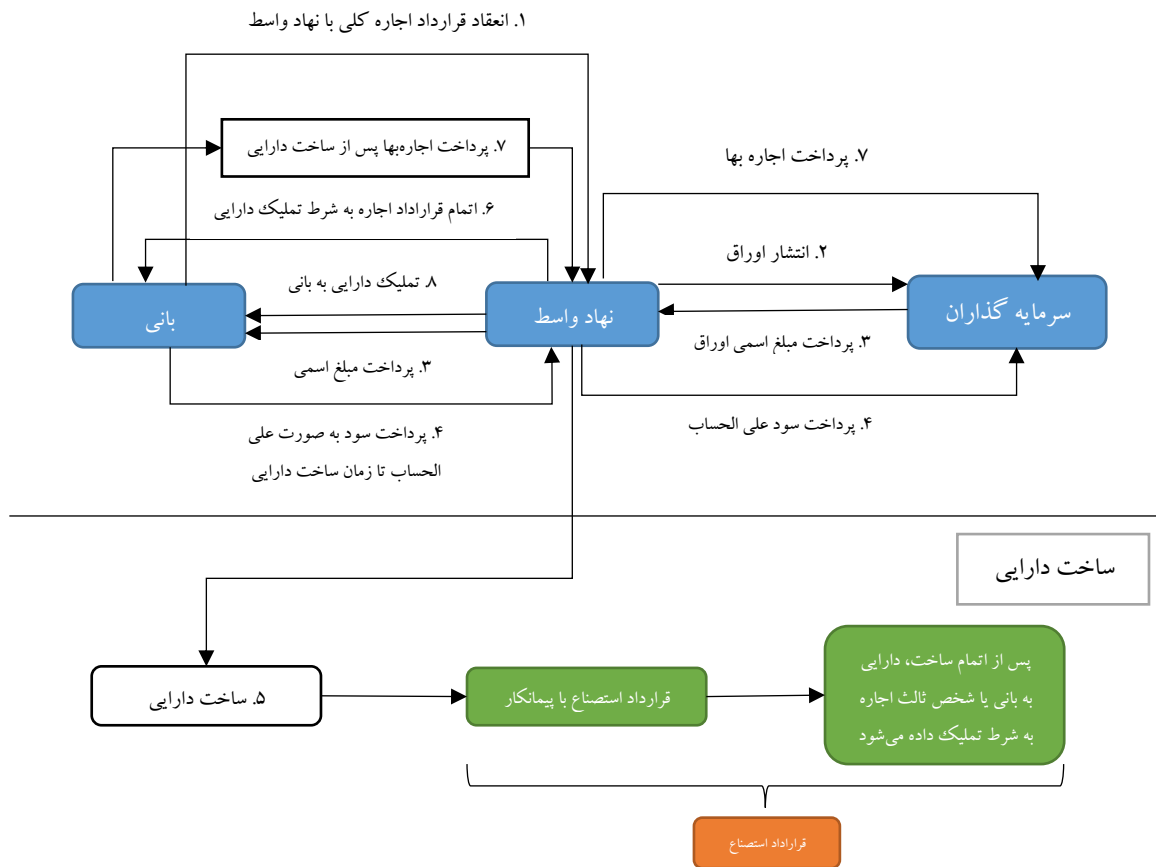
با توجه به موازین فقهی که مورد بررسی قرار گرفت، در انتها می‌توان مدل زیر را برای انتشار اوراق موصوفه فی الذمه در نظر گرفت. که در ادامه هر یک از مراحل تشریح می‌شود:

۱. انعقاد قرارداد اجاره کلی با نهاد واسط: در ابتدا بانی قرارداد مبنی بر اجاره یک دارایی با بانی منعقد می‌نماید. مشخصات این دارایی و ویژگی‌های آن به دقت در قرارداد با بانی باید تعیین شده باشد. اجاره بها در قرارداد برابر تمامی پرداخت‌هایی است که بانی موظف می‌شود در طول دوره پرداخت نماید؛
۲. انتشار اوراق: نهاد واسط با استفاده از عامل فروش، اوراق اجاره را در بازار منتشر می‌کند؛
۳. پرداخت مبلغ اسمی اوراق: سرمایه‌گذاران مبلغ اسمی اوراق را پرداخت می‌کنند؛
۴. بانی تا زمان ساخت دارایی، به سرمایه‌گذاران سود علی الحساب پرداخت می‌کند.
۵. نهاد واسط با پیمانکار جهت ساخت پروژه قرارداد منعقد می‌نماید.
۶. پس از اتمام ساخت دارایی نهاد واسط با بانی قرارداد اجاره به شرط تملیک منعقد می‌کند.
۷. پس از ساخت دارایی بانی به نهاد واسط اجاره بها پرداخت می‌کند.
۸. در صورتی که بانی تمامی اجاره‌بهای خود را پرداخت نماید، نهاد واسط در انتهای قرارداد دارایی را به وی تملیک می‌کند.

## جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

۹. اوراق اجاره یکی از انواع پرکاربرد اوراق در ایران و جهان است. یکی از مزیت‌های اصلی اوراق اجاره سادگی در انتشار و توانایی انطباق با ساختارهای پیچیده است. پیش‌تر عقد اجاره در ایران دو نوع اوراق منفعت و اجاره عملیاتی شده بود هرچند ساختار تأمین مالی در این دو اوراق متفاوت است.
۱۰. در این گزارش انواع اوراق اجاره در کشورهای اسلامی بررسی شده است. براین اساس در سایر کشورهای اسلامی اجاره مضاعفه الی المستقبل، اجاره موصوفه فی الذمه، اجاره منتهی به تملیک، اجاره مجدد و اجاره مجدد ضمنی. همچنین دارایی پایه در اوراق اجاره می‌تواند عین، منفعت یا خدمات باشد. در این گزارش دو نوآوری در اوراق اجاره مطرح شده است که عبارتند از: معرفی اوراق اجاره موصوفه فی الذمه جهت عملیاتی سازی آن در ایران و ادغام اوراق منفعت و اوراق اجاره.
۱۱. در حال حاضر در کشور ما جای خالی سازکارهایی جهت تأمین مالی پروژه احساس می‌شود. پیش از در میان اوراق بهادار اسلامی اوراق استصناع جهت تأمین مالی پروژه معرفی شده است. اما این اوراق تا کنون موفقیت چندانی در اجرا نداشته است. اوراق اجاره موصوفه فی الذمه یا اجاره آتی یکی از انواع اوراق اجاره است که می‌تواند سازکار خوبی برای تأمین این نیاز باشد. در این راستا در این گزارش این اوراق به دقت بررسی شد و موارد متنوعی از استفاده از این اوراق در تأمین مالی پرداخته شد. بر اساس مطالعات انجام شده دو پیشنهاد جهت توسعه کارکرد اوراق اجاره مطرح گردید؛ ادغام اوراق اجاره و منفعت و امکان انتشار اوراق اجاره به صورت اجاره موصوفه فی الذمه.

۱۲. با ادغام اوراق منفعت و اوراق اجاره یکی از مشکلات اصلی اوراق منفعت که نبود بازده ثابت برای سرمایه‌گذار و بانی است، برطرف می‌شود. پیش از این در اوراق منفعت سرمایه‌گذار مالک منافع بود و بانی وکالت در بهره‌برداری از منافع خواهد داد. در این حالت از آنجا که بازدهی منافع نامشخص است اوراق نرخ متغیری خواهد داشت. اما در سازگار جدیدی که برای اوراق اجاره در این گزارش تعریف شده است، فارغ از اینکه دارایی پایه اوراق چه باشد، نرخ اوراق ثابت است.



شکل ۱۱- ساختار اوراق اجاره موصوفه فی الذمه





- ۱- ابن ادريس، محمد (۱۴۱۰ق). السرائر الحاوی لتحرير الفتاوى، قم: مؤسسه النشر الاسلامی التابعة لجماعة المدرسين.
- ۲- امام خمینی، روح الله (۱۳۹۹) تحرير الوسيله، تهران: مؤسسه تنظيم و نشر آثار الإمام الخمينی (قدس سره).
- ۳- انصاری، مرتضی (۱۲۸۱ق). المكاسب، قم: مجمع الفكر الاسلامی.
- ۴- پارساپور محمدباقر، عيسائى تفرشى محمد. (۱۳۹۵) تحليل فقهي حقوقى تسليم منفعت در قرارداد اجاره. پژوهش های حقوق تطبیقی؛ ۲۰ (۲): ۵۹-۷۵.
- ۵- پاکتچی، احمد (۱۳۹۹). مؤسسه دائره المعارف فقه اسلامى، فرهنگ فقه فارسى، تهران.
- ۶- حلی، حسن بن يوسف (۱۴۱۳ق). قم: مؤسسه النشر الإسلامی التابعة لجماعة المدرسين.
- ۷- الشریف، محمد مهدی. (۱۳۹۰). کیفیت و آثار تسليم منفعت؛ مطالعه تطبیقی در فقه و قانون مدنی. مطالعات حقوق تطبیقی، ۲(۲)، ۱-۲۲.
- ۸- شورای عالی بورس و اوراق بهادار (۱۴۰۲) دستورالعمل انتشار اوراق اجاره.
- ۹- عاملی، محمد بن مکى (۱۴۱۴ق). غایة المراد فى شرح نکت الإرشاد، قم: انتشارات دفتر تبلیغات اسلامی حوزه علمیه قم.
- ۱۰- قانون مدنی جمهوری اسلامی ایران.
- ۱۱- محقق کرکی، علی (۱۴۱۴ق). جامع المقاصد فى شرح القواعد، قم: مؤسسه آل البيت عليهم السلام.
- ۱۲- مراغی، میرعبدالفتاح. (۱۴۱۰ق) العناوین، ج ۲، ج ۱، قم: مؤسسه النشر الاسلامی.
- ۱۳- نجفی، محمدحسن (۱۹۲ق). جواهر الکلام فى شرح شرائع الإسلام، بیروت: دار إحياء التراث العربی.
- ۱۴- نجفی، محمدحسن (۱۴۰۴ق)، جواهر الکلام فى شرح شرایع الإسلام، چاپ هفتم، بیروت: دار احیاء تراث العربی.
- ۱۵- نراقی، احمد بن محمد مهدی، (۱۴۱۷ق). قم: دفتر تبلیغات اسلامی حوزه علمیه قم.
- ۱۶- هاشمی شاهرودی (۱۴۲۹ق). کتاب الإجاره، قم: دائره المعارف الفقه الإسلامی.
- ۱۷- هیئت مدیره سازمان بورس (۱۴۰۲) دستورالعمل انتشار اوراق منفعت.
- ۱۸- یزدی، سید محمد کاظم (۱۴۱۴ق). العروه الوثقی، قم: مکتبه الداوری.

19- AAOFI (۲۰۲۳) Shariah Standards.

20- Ahmad, N. (2009). The Parameters of Forward Ijarah and Its Application in Financing Services in Islamic Financial Institutions.

21- Al-Amine, M. A. (2012). Global Sukuk and Islamic Securitization Market: Financial Engineering and Product Innovation. Leiden, NL: Koninklijke Brill NV.

- 22- Bouheraoua, S., Salma, B. S., & M. S. (2012). A Critical Appraisal of Shariah Issues Related to Sukuk al Ijarah. International Shariah Research Academy for Islamic Finance (Research Paper No. 37/2012).
- 23- International Shari'ah Research Academy for Islamic Finance (ISRA) (Malaysia), & Malaysia Suruhanjaya Sekuriti. (2017). Sukūk : principles & practices. International Shari'ah Research Academy for Islamic Finance : Securities Commission Malaysia.
- 24- Lahsasna, Ahcene & Hassan, M. Kabir & Ahmad, Rubi. (2018). Forward Lease Sukuk in Islamic Capital Markets: Structure and Governing Rules. 10.1007/978-3-319-94262-9.
- 25- Shariah Advisory Council of the Securities Commission Malaysia (2023) RESOLUTIONS OF THE SHARIAH ADVISORY COUNCIL OF THE SC.
- 26- Ayub, M. (2007). *Understanding Islamic Finance*. John Wiley & Sons.