

## بررسی و مقایسه صکوک انتفاعی با قراردادهای تأمین مالی مشابه در اقتصاد متعارف

زانا مظفری

دانشجوی دکتری علوم اقتصادی دانشگاه تبریز، ایران، تبریز

zana.mozaffari@yahoo.com

محمدعلی متفکرآزاد (نویسنده مسئول)

استاد گروه اقتصاد دانشگاه تبریز، ایران، تبریز

m.motafakker@gmail.com

سید مهدی موسویان

دانشجوی دکتری اقتصاد دانشگاه تبریز، ایران، تبریز

me.mousavian@gmail.com

خاطره علیلو

کارشناسی ارشد علوم اقتصادی دانشگاه تبریز، ایران، تبریز

Khatereh.alilou@gmail.com

### چکیده

انتخاب مناسب‌ترین شیوه تأمین مالی با توجه به شرایط اقتصادی یک جامعه، اهمیت ویژه‌ای دارد. یکی از عوامل تأثیرگذار بر توسعه اقتصادی، ارائه روش‌های متنوع تأمین مالی در بازارهای مالی کشور است. توسعه دانش مالی، بر توسعه بازارها، نهادها و ابزارهای مالی مبتنی است. مقاله حاضر، با استفاده از روش توصیفی، به بررسی و مقایسه روش‌های تأمین مالی در اقتصاد متعارف و ابزارهای تأمین مالی اسلامی (منتخبی از صکوک انتفاعی) پرداخته است تا بتواند مزایا و معایب این ابزارها را در مقایسه با هم بسنجد؛ لذا نتایج نشان داد که نظام تأمین مالی اسلامی بر اساس بخش واقعی اقتصاد عمل خواهد کرد و مبتنی بر تقسیم ریسک و عدم تسلط کامل سرمایه بر کار است و نقدشوندگی، یکی از اصلی‌ترین عوامل مؤثر در انتخاب صکوک به شمار می‌آید. هرچند این اوراق با ریسک‌هایی مانند عدم اجرای عقد در زمان مقرر روبه‌رو هستند، اما مزایایی نسبت به انواع روش‌های مشابه در اقتصاد متعارف دارند. در نظام مالی اسلامی، بین دریافتی‌ها

و پرداختی‌های واسطه مالی تطابق وجود دارد. این نظام از تغییرهای پدیدآمده در طرف دارایی تأثیری نمی‌پذیرد و به طور کلی، برای پوشش نقص‌های روش قرارداد ساخت می‌توان در ضمن اجرای این قرارداد از اوراق استصناع برای تأمین مالی پروژه استفاده کرد. صکوک اجاره، سند سرمایه‌گذاری مشاع است، ولی اوراق قرضه سند استقراض است. قیمت اوراق اجاره تحت تأثیر عواملی چون نوع قرارداد اجاره، نرخ بازدهی اوراق، نرخ بازدهی اوراق رقیب و نرخ تورم قرار دارد و احتمال قرارگیری قیمت بالاتر یا پایین‌تر از قیمت اسمی اولیه آن وجود دارد.

**کلیدواژگان:** تأمین مالی اسلامی، تأمین مالی متعارف، استصناع، اجاره.

### مقدمه

تأمین مالی واحدهای اقتصادی که با کمبود سرمایه روبه‌رویند، یکی از مهم‌ترین دغدغه‌های مدیران آنها را تشکیل می‌دهد. آنان برای تأمین سرمایه مورد نیاز خود، وابستگی شدیدی به بازارهای مالی دارند. روش تأمین مالی با نرخ بهره ثابت در نظام مالی متعارف رایج است و در سطح بسیار گسترده‌ای از ابزارهای بدهی تأمین مالی که مهم‌ترین آن اوراق قرضه است، استفاده می‌شود. استفاده از این ابزارها در نظام مالی اسلامی غیرمجاز و مردود شمرده شده است؛ چراکه شریعت اسلام، مسلمانان را از دریافت و پرداخت ربا منع می‌کند. بر این مبنا، مطابق موازین شریعت اسلام استفاده از این ابزارها برای سرمایه‌گذاری، کارایی ندارد. از این‌رو دولت‌ها و شرکت‌های اسلامی که به دنبال تأمین مالی و مدیریت بدهی خود هستند، نیازمند یافتن جای‌گزین‌هایی مطابق با اصول اسلامی‌اند (صالح‌آبادی، ۱۳۸۴، ص ۳). از طرفی، یکی از عوامل اصلی رفتار بانک‌ها و نظام‌های مالی جهان در اعطای بی‌رویه وام‌دهی ربوی، که به بحران مالی ۲۰۰۸ آمریکا نیز انجامید، نبود انضباط بازار در نظام مالی جهان است (چپرا، ۱۳۸۸، ص ۱۸). در این راستا متفکران مسلمان توانسته‌اند با رعایت ضوابط و مقررات شرعی و متناسب با نیازهای واقعی جوامع اسلامی، انواعی از ابزارهای مالی (صکوک) را طراحی کنند. در سال‌های اخیر رشد ابزارهای مالی بسیار چشمگیر بوده است. کشورهای بحرین، مالزی، قطر و آلمان به عنوان پیشگامان در این زمینه شناخته شده‌اند. در حالت کلی می‌توان صکوک را اوراق بهادار مبتنی بر دارایی،<sup>۱</sup> با درآمد ثابت یا متغیر، قابل معامله در بازار ثانویه و مبتنی بر اصول شریعت دانست (طریق و در، ۲۰۰۷).

1. Asset base securities
2. Tariq and Dar

تحت نظام تأمین مالی اسلامی، دامنه نوسان‌های تمام مراحل یک دوره اقتصادی (چه رکود و چه رونق)، کوتاه‌تر خواهند بود؛ که این خود به معنای ثبات بیشتر در این ساختار است (موسویان، ۱۳۸۱؛ چیشتی،<sup>۱</sup> ۱۹۸۵). زرقا (۱۹۸۳)، خان (۱۹۸۶)، عبدالغفور (۱۹۹۷)، چیرا (۲۰۰۰) و الجمال (۲۰۰۰) نشان داده‌اند که نظام تسهیم در سود و زیان که در آن مدل اسلامی جای‌گزین مبادلات بر پایه سود (مبادلات غربی) می‌شود، به ثبات اقتصاد کلان می‌انجامد (واعظ برزانی و ایزدخواستی، ۱۳۹۰). ابزارهای تأمین مالی مستخرجه بر پایه اصول و ضوابط عمومی و اختصاصی مالیه اسلامی، به طور گسترده‌ای در کشورهای غیراسلامی (نظیر انگلستان و استرالیا) در کنار ابزارهای اقتصاد متعارف استفاده می‌شوند.

در شرایط کنونی اقتصاد کشور ایران، طراحی و به‌کارگیری ابزارهای مالی جدید امری ضروری است. خلق نقدینگی یک کارکرد مهم نظام پولی و مالی است و باید روش‌هایی را به کار برد که این نقدینگی را با تخصیص بهینه و مدیریت ریسک‌ها، به طرز سالمی در اختیار سیستم واقعی اقتصاد قرار دهند. طبق موازین شرع مقدس اسلام و با توجه به وضعیت ایران، تقلید صرف از الگوی نظام مالی غربی به دلیل مشکلات فقهی و عدم وجود بسترهای اقتصادی لازم، مطلوب نیست. به رغم تفاوت‌های بالقوه تأمین مالی در اقتصاد اسلامی و اقتصاد متعارف، در بیشتر مطالعات صورت‌گرفته در این زمینه تنها به بررسی هر کدام از این دو شیوه تأمین مالی به طور مجزا پرداخته شده و بررسی هم‌زمان و مقایسه‌ای بین این دو روش تأمین مالی چندان کانون توجه قرار نگرفته است. در مطالعه حاضر با هدف پر کردن این شکاف، به بررسی تطبیقی روش‌های تأمین مالی اقتصاد متعارف و صکوک انتفاعی استصناع و اجاره پرداخته‌ایم. بررسی تمامی ابزارهای تأمین مالی اسلامی، بحثی طولانی و مفصل است که در این مقاله نمی‌گنجد. لذا با توجه به ویژگی‌های صکوک انتفاعی (داشتن نرخ‌های سود انتظاری و معین) که جنبه کاربردی‌تر در تأمین مالی دارند، مقایسه این صکوک (به عنوان ابزار تأمین مالی اسلامی) با ابزارهای متعارف ملموس‌تر و امکان‌پذیر است.

## ۱. پیشینه مطالعاتی

### ۱-۱. مطالعات خارجی

چونگ و لئو<sup>۲</sup> (۲۰۰۹) در مطالعه خود درباره بانک‌داری اسلامی در مالزی، بیان کرده‌اند که تنها درصد ناچیزی از تأمین مالی بانکی اسلامی مؤکداً مبتنی بر الگوی تقسیم سود و زیان است و

1. Chishti

2. Chong and Liu

بانکداری اسلامی، تفاوت چندانی با بانکداری متعارف ندارد. نتایج پژوهش‌های آنان نشان می‌دهد که رشد سریع بانکداری اسلامی تا حد فراوانی به دلیل خیزش اسلامی در سراسر جهان ایجاد شده است تا اینکه ناشی از مزایای الگوی تقسیم سود و زیان باشد و بانک‌های اسلامی باید تابع مقررات مشابه هم‌تایان غربی خود باشند.

سعید<sup>۱</sup> در مقاله‌ای با عنوان «مقایسه تغییر در کارایی نظام بانکداری اسلامی و غربی» (۲۰۱۲) با استفاده از داده‌های سال ۲۰۰۶ تا ۲۰۰۹ و با روش تحلیل پوشش داده‌ای، تغییر در کارایی بانک‌ها را براساس اندازه نسبی دارایی‌ها مقایسه کرده است. نتایج پژوهش او نشان می‌دهد که تأثیر بحران مالی با توجه به نوع بانک متفاوت است و بحران مالی بیشترین اثر را بر روی کارایی بانک‌های تجاری کوچک غربی در مقایسه با بانک‌های اسلامی و نیز بانک‌های بزرگ غربی داشته است.

رودریگز و کانگ<sup>۲</sup> (۲۰۱۴) در مقاله‌ای با عنوان «چشم‌انداز ابزارهای مالی با درآمد ثابت: اوراق مصون از تورم»، ضمن معرفی این ابزار مالی، عوامل مؤثر بر بازدهی این اوراق، مزیت‌ها، ریسک‌ها، چالش‌ها و عملکرد انتشار این اوراق را در سال‌های انتشار آن نشان داده‌اند.

## ۲-۱. مطالعات داخلی

نظرپور (۱۳۸۵) مشکلات و راه‌حل‌های عملیات بازار باز از طریق اوراق استصناع را بررسی کرده است. وی در این مقاله با معرفی عقد استصناع و شکل‌دهی اوراق استصناع به صورت ابزاری برای اعمال سیاست پولی، به بررسی چگونگی تأمین مالی خرید اوراق استصناع به وسیله بانک مرکزی می‌پردازد و بیان می‌دارد که با اولویت دادن به تنزیل مجدد اوراق استصناع به طور کلی یا تنزیل مجدد در چارچوب «اضافه برداشت»، می‌توان در کنار اوراق مشارکت بانک مرکزی، از اوراق استصناع برای اعمال سیاست‌های انبساطی و انقباضی بهره جست، و خلأ اوراق قرضه و عملیات بازار باز را تا حدی پر کرد.

سروش و صادقی (۱۳۸۶) ریسک‌های اوراق اجاره (صکوک اجاره) و روش‌های پوشش آن را ارزیابی کرده‌اند. در این مقاله پس از معرفی جنبه‌های مختلف صکوک اجاره، ریسک‌های مختلف این ابزار شناسایی و بررسی، و برخی روش‌های پوشش و مدیریت آن نیز معرفی شده است. نویسندگان همچنین یادآور شده‌اند که در جهان اسلام نیز در سال‌های اخیر با درک نیاز به

1. Said

2. Rodriguez and Kung

توسعه بازارها و ابزارهای مبتنی بر شریعت اسلامی، که متناسب با اصول اسلامی باشد، بازارهای مالی اسلامی با سرعت بسیاری در حال توسعه و تجهیزند. اوراق اجاره یکی از ابزارهای جدید اسلامی مبتنی بر عقد اجاره است که پس از طراحی و انتشار در بعضی کشورهای عربی، در ایران نیز به شیوه جدیدی طراحی و تهیه شده است. این اوراق برای سرمایه‌گذاران ریسک‌های پرشماری دارد. البته می‌توان از برخی از این ریسک‌ها جلوگیری کرد.

رضایی و کاظم تبریزی در تحقیق خود (۱۳۹۲)، تأثیر روش‌های تأمین مالی خارجی بر بازده آتی شرکت‌ها را با تأکید بر ارقام تعهدی سرمایه در گردش بررسی کرده‌اند. نتایج تحقیق آنان نشان می‌دهد که در شرایط سطوح پایین ارقام تعهدی سرمایه در گردش، تأمین مالی خارجی از طریق سرمایه، ارتباط منفی و معناداری با بازده آتی سهام شرکت‌ها دارد؛ ولی این ارتباط میان فعالیت‌های تأمین مالی از طریق بدهی و بازده آتی سهام، در سطوح پایین و بالای ارقام تعهدی سرمایه در گردش معنادار نیست. در نتیجه، فعالیت‌های تأمین مالی از طریق بدهی، تأثیری در بازده آتی سهام ندارند.

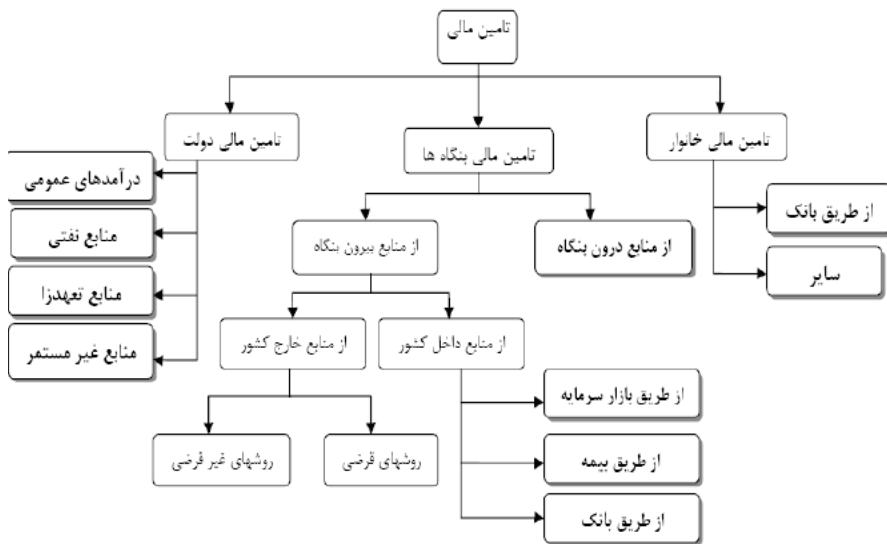
تاجمیر ریاحی و اشعریون قمی‌زاده در مقاله‌ای با عنوان «سلف و اوراق سلف بررسی فقهی-اقتصادی به انضمام مباحث اوراق سلف نفتی» (۱۳۹۴) بیان می‌دارند که اوراق بهادار مطلوب می‌تواند ابزار مناسبی برای هدایت نقدینگی در دست مردم به سمت فعالیت‌های تولیدی باشد. بازارهای مالی و به تبع آن ابزارهای مالی باید در نهایت موجب رشد تولید در اقتصاد واقعی شوند که ثمره آن به آحاد جامعه برسد. برای مثال ناشر، با استفاده از منابع حاصل از واگذاری اوراق، به پیش خرید محصولات شرکت‌های تولیدی مبادرت کند که سبب می‌شود از سویی شرکت‌ها با اطمینان بیشتری به کار تولید مشغول شوند و از سویی دیگر محصولات آنها در نهایت به دست مصرف‌کننده اصلی برسد.

موسویان و خوانساری (۱۳۹۵) پژوهش‌های مالی اسلامی را از منظر داشتن روش تحقیق آسیب‌شناسی کرده‌اند. براساس بررسی ایشان حدود ۴۷٪ از مقالات اقتصاد و مالی اسلامی، فاقد روش پژوهش مشخص هستند و بقیه مقالات نیز از روش‌های استاندارد تبعیت نمی‌کنند؛ به گونه‌ای که کثرت روش‌های مورد استفاده با عنوان‌های گوناگون کاملاً مشهود است. بیشترین روش پژوهش مورد استفاده در مقاله‌های مرتبط به اقتصاد و مالی اسلامی، روش توصیفی-تحلیلی است. برخی از این روش‌ها نیز به جنبه‌های غیرفقهی مقالات مربوط است، اما به عنوان روش تحقیق مقاله معرفی شده است. در برخی از آنها نیز فقط ابزار گردآوری داده‌ها ارائه شده است؛ مانند روش کتابخانه‌ای و نظرسنجی از خبرگان. به بیان دیگر، در پژوهش‌های این حوزه نوعی از هم‌گسیختگی و عدم انسجام در بررسی موضوع‌های اقتصادی از لحاظ فقهی به چشم می‌خورد.

## ۲. مبانی نظری ۲-۱. تأمین مالی متعارف

کارگزاران اقتصادی در طول زمان، دارای یک جریان درآمدی و یک جریان هزینه‌ای هستند که لزوماً بر هم انطباق ندارند و شکافی بین جریان درآمدی و هزینه‌ای وجود دارد و لازم است که این شکاف، طی فرایندی پر شود. به چنین فرایندی که به دنبال ایجاد، جمع‌آوری و افزایش منابع مالی یا سرمایه‌ای برای هر نوع مخارجی است، تأمین مالی می‌گویند (ملانظری و همکاران، ۱۳۸۹).

نمودار شماره ۱. انواع شیوه‌های تأمین مالی (منبع: یافته‌های تحقیق)



**تأمین مالی شرکتی:** در این روش تأمین مالی، وام‌دهنده علاوه بر دادن وام، نوع مصرف را از آغاز با وام‌گیرنده تعیین می‌کند و بر نحوه هزینه شدن آن نیز نظارت کامل دارد. این روش تأمین مالی، از اعتبار شرکای یک شرکت برای تأمین سرمایه مورد نیاز پروژه استفاده می‌کند. پس از تعیین اعتبار شرکت، سرمایه لازم برای اجرای یک پروژه اقتصادی مشخص توسط مؤسسه اعتباری یا بانک عامل خارجی تأمین می‌شود. نرخ بهره نیز برحسب شرایط اقتصادی و ریسک کشور در زمان اعطای وام تعیین می‌گردد (خان و پارا، ۲۰۰۳).

تأمین مالی پروژه‌ای: راه‌اندازی یک مؤسسه تأمین مالی مستقل قانونی با بدهی بدون وابستگی یا وابستگی محدود به دارایی شریکان پروژه را تأمین مالی پروژه‌ای می‌نامند که در آن، با هدف تأمین مالی پروژه‌های زیربنایی، سرمایه از حامیان پروژه تأمین می‌گردد. مؤسسه وام‌دهنده هیچ‌گونه شرطی را برای نحوه مصرف وام پرداختی قرار نمی‌دهد و در واقع مرحله تأمین مالی به کلی از مرحله اجرایی آن مجزاست (گاتی و همکاران،<sup>۱</sup> ۲۰۰۸). تأمین مالی پروژه از نظر ماهیت با روش‌های تأمین مالی شرکتی متفاوت است. در جدول شماره ۱، بعضی تفاوت‌های میان روش‌های تأمین مالی پروژه و تأمین مالی شرکتی آورده شده است.

#### جدول شماره ۱. تفاوت‌های تأمین مالی شرکتی و تأمین مالی پروژه

(منبع: اشعریون قمی‌زاده و تاجمیر ریاحی، ۱۳۹۳)

عامل	تأمین مالی شرکتی	تأمین مالی پروژه
تضمین تأمین مالی	دارایی‌های قرض‌گیرنده	دارایی‌های پروژه
هزینه سرمایه	به نسبت کم	به نسبت زیاد
تغییرات حسابداری	در ترازنامه	خارج از ترازنامه
جذب تأمین مالی	سودآوری مثبتی بر ترازنامه	جریان‌های نقدی آینده
میزان اهرم مالی	وابسته به تأثیر روی ترازنامه	وابسته به جریان‌های نقدی آتی پروژه (اهرم اغلب بالا)

#### ۲-۲. ابزارهای تأمین مالی اسلامی<sup>۲</sup>

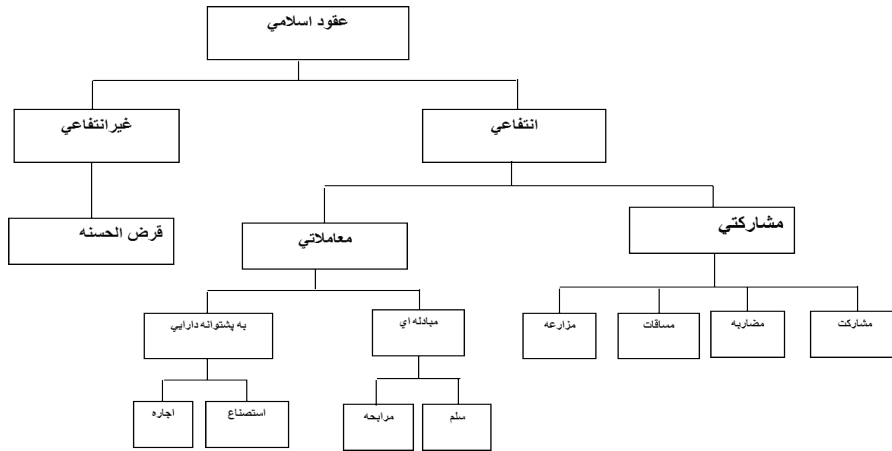
ابزار تأمین مالی اسلامی، صکوک است. اصطلاح «صکوک» برای ابزارهای مالی اسلامی، نخستین بار در سال ۲۰۰۲ در جلسه کمیته فقهی بانک توسعه اسلامی برای ابزارهای مالی اسلامی پیشنهاد شد (سروش، ۱۳۸۶). کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس اوراق بهادار، صکوک را این‌گونه تعریف می‌کند: «اوراق بهاداری هستند که بر اساس قراردادهای شرعی منتشر می‌شوند و نشان‌دهنده مالکیت مشاع دارندگان آن، در دارایی منبای انتشار اوراق می‌باشند» (مصوبات کمیته

#### 1. Gatti et al

۲. به دلیل گستردگی بحث و طولانی شدن مقاله، از معرفی تمامی صکوک خودداری شده است. لذا فقط صکوک انتفاعی (استصناع و اجاره) به دلیل داشتن سود معین و متغیر، و قابلیت بالاترشان برای مقایسه با روش‌های تأمین مالی اقتصاد متعارف، کانون بررسی قرار گرفته‌اند.

تخصصی فقهی سازمان بورس، ۱۳۸۶). مالزی و منطقه خلیج فارس، دو قطب اصلی انتشار صکوک در جهان به شمار می‌آیند. صکوک از لحاظ مدت سررسید، نسبت به اوراق قرضه یورویی که کشور ناشر صادر می‌کند، دوره کوتاه‌تری دارد (قلیچ، ۱۳۸۹).  
در نمودار شماره ۲، تقسیم‌بندی ابزارهای تأمین مالی اسلامی آورده شده است.

نمودار شماره ۲. روش‌های تأمین مالی در قالب عقود اسلامی (منبع: موسویان، ۱۳۸۶)



در جدول شماره ۲، به مهم‌ترین ریسک‌های صکوک انتفاعی اشاره شده است.

جدول شماره ۲: مهم‌ترین ریسک‌های صکوک انتفاعی اجاره و استصناع (منبع: عبدالله و همکاران، ۲۰۰۷)

نام اوراق	ریسک‌های اختصاصی
اجاره	استهلاك تدريجي دارایی
استصناع	تکمیل نشدن پروژه در زمان مقرر؛ تکمیل نشدن پروژه با کیفیت مقرر

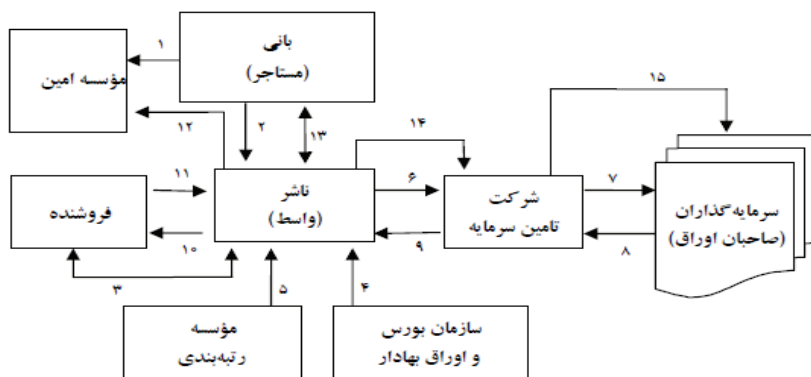
### ۱-۲-۲. اوراق اجاره

صکوک اجاره از نوع ابزارهای مالی انتفاعی و یکی از ابزارهای نظام مالی اسلامی است که توانسته



است به خوبی در بازارهای اسلامی دنیا مطرح شود. ایده انتشار اوراق اجاره را نخستین بار منذر قحف<sup>۱</sup> در مقاله معروف خود با عنوان «استفاده از اوراق اجاره دارایی برای پوشش شکاف بودجه» در سال ۱۹۹۷ مطرح ساخت و پس از بررسی جزئیات عملیات آن، انتشارش آغاز شد (پهلوان و رضوی، ۱۳۸۶). همچنین این ابزار مالی معروف‌ترین و محبوب‌ترین نوع صکوک به شمار می‌آید (طریق، ۲۰۰۴). این اوراق به عنوان یک طبقه دارایی متمایز در بین محصولات مالی اسلامی ظهور یافته است. این محصول، در بین اندیشمندان اسلامی پذیرفته شده و تقاضای بسیاری نیز از سوی سرمایه‌گذاران و مؤسسات مالی اسلامی برای آن وجود دارد (علی سید، ۲۰۰۵).

نمودار شماره ۳. فرایند عملیاتی اوراق اجاره (منبع: موسویان و کریمی، ۱۳۸۸)



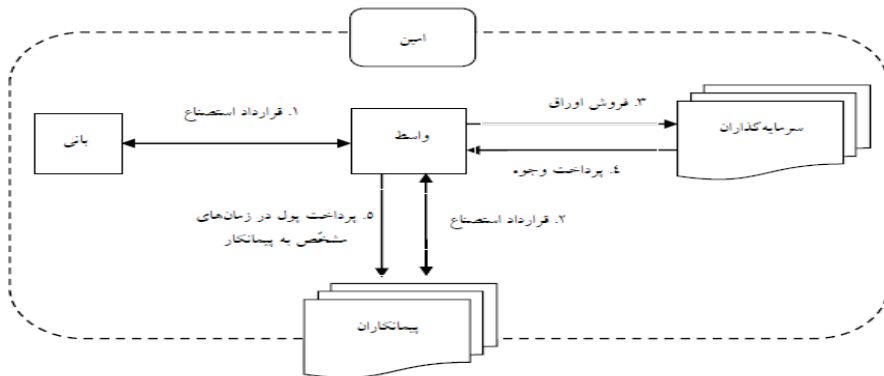
در فرایند انتشار اوراق بهادار اجاره رابطه حقوقی واسط با صاحبان اوراق، رابطه حق العمل کاری است. اشخاص با پرداخت وجه نقد و دریافت اوراق به مؤسسه مالی نیابت می‌دهند تا پول آنان را به نحو مشاع همراه با پول دیگر متقاضیان اوراق اجاره، برای خرید کالاهای سرمایه‌ای و بادوام هزینه کند و سپس آن کالاها را به شکل اجاره در اختیار متقاضیان قرار دهد و به صورت ماهانه، فصلی و یا سالانه اجاره‌بها را دریافت و پس از کسر درصدی به عنوان حق العمل بین صاحبان اوراق تقسیم کند (موسویان، ۱۳۸۶).

1. Monzer kahaf
2. Tariq
3. Ali Syed

## ۲-۲-۲. اوراق استصناع

در کشورهای اسلامی که اوراق قرضه ممنوع است و بانک مرکزی نمی‌تواند از طریق خرید و فروش اوراق قرضه، سیاست پولی عملیات بازار باز داشته باشد، بانک مرکزی می‌تواند از طریق خرید و فروش اوراق استصناع این کار را انجام دهد؛ به این معنا که در زمان رکود که تصمیم بر سیاست پولی انبساطی دارد، وارد بازار ثانوی اوراق استصناع شود و با پیشنهاد قیمت بالاتر به خرید اوراق استصناع در دست مردم و بانک‌های تجاری اقدام کند و به این ترتیب حجم پول جامعه و قدرت اعتباری بانک‌ها را افزایش دهد. همچنین در زمان رونق (تورمی) به منظور اجرای سیاست پولی انقباضی، با کاهش قیمت اوراق استصناع به فروش اقدام کرده، مازاد نقدینگی در دست مردم و بانک‌های تجاری را جذب می‌کند (موسویان، ۱۳۸۶). دولت، شهرداری‌ها، شرکت‌های دولتی و بخش خصوصی برای تأمین مالی طرح‌های عمرانی و توسعه‌ای می‌توانند از طریق استصناع اقدام کنند. این عمل به دوروش مستقیم و غیرمستقیم قابل اجراست (اشعریون قمی‌زاده و تاجمیر ریاحی، ۱۳۹۳).

### نمودار شماره ۴. طراحی مالی اوراق استصناع (منبع: شاهمرادی، ۱۳۹۰)



بانک توسعه اسلامی طرح‌های بسیاری را در قالب عقد استصناع تأمین مالی کرده است: ساختمان‌سازی و ساخت مهمانسرا و خوابگاه؛ ساخت جاده، پل، آزادراه و بندر؛ شبکه تأمین و توزیع برق؛ آب و فاضلاب، آبرسانی و مکانیزاسیون شبکه آبیاری. بانک الریاض عربستان طی عقد استصناع موازی به تأمین مالی طرح‌های ساختمان‌سازی، تجهیزات، ماشین‌آلات یا احداث پروژه می‌پردازد. بانک بین‌المللی اسلامی قطر، برای ساخت واحدهای مسکونی و تجاری و تولید کالاهای صنعتی با ویژگی‌های خاص طی عقد استصناع موازی وارد عمل می‌شود. بانک‌های

سودان، از عقد استصناع برای تخصیص منابع و تسهیلات پرداختی استفاده می‌کنند. دیگر بانک‌هایی که عقد استصناع را به کار می‌گیرند، عبارت‌اند از بانک دولتی کویت، بانک الشام سوریه، بانک دولتی سوریه، بانک البرکه بحرین، بانک الشامل بحرین، بانک اسلامی یمن، بانک دولتی پاکستان، بانک اسلامی دوبی و بانک عربی اسلامی بین‌المللی اردن (کميجانی و نظریور، ۱۳۸۷).

با توجه به مبانی نظری پیشینه مطالعاتی، مشخص می‌گردد که دوروش تأمین مالی در اقتصاد اسلامی و در اقتصاد متعارف، تفاوت‌هایی با هم دارند؛ اما در بیشتر مطالعات صورت‌گرفته در این زمینه، تنها به بررسی هر کدام از این دو شیوه تأمین مالی به طور مجزا پرداخته‌اند و در هیچ‌کدام از این مطالعات، بررسی هم‌زمان و مقایسه‌ای بین این دوروش سنجیده نشده است. بنابراین ضرورت دارد که مقایسه‌ای بین دوروش تأمین مالی در اقتصاد اسلامی و اقتصاد متعارف صورت پذیرد؛ لذا در مطالعه کنونی بر آنیم که این شکاف را پر کنیم و به به طور هم‌زمان دو شیوه تأمین مالی در اقتصاد اسلامی و اقتصاد متعارف را بررسی نماییم.

### ۳. یافته‌های تحقیق

به رغم وجود شباهت‌هایی میان تأمین مالی اسلامی و تأمین مالی متعارف، تفاوت‌هایی مشخص میان صکوک و اوراق قرضه متعارف وجود دارد که آن دو را از هم متمایز ساخته است. تأمین مالی اسلامی با ابتکار هم‌زمان‌سازی تعهدات پرداخت با کسب تعهدات درآمدی، توانسته است نابسامانی و بی‌ثباتی بازارهای مالی را تا حد بسیاری کاهش دهد (صدرایی و میدانی، ۱۳۹۰). اعتبار اوراق قرضه به اعتبار صادرکننده است، اما اعتبار صکوک به دارایی‌های پشتوانه آن می‌باشد. فروش صکوک در بازار ثانویه فروش سند مالکیت دارایی است، اما اوراق قرضه سند بدهی است. هر ابزاری مالی اسلامی که طراحی می‌شود، ناگزیر از یک بستر عملیاتی و نرم‌افزاری است که محدودیت‌های این بستر و یا ویژگی‌های خاص آن باید در طراحی ابزار و ارائه راه‌حل فقهی کانون توجه قرار گیرد. اصولاً بازارهای مالی از پیچیدگی، سرعت عملیات و شفافیت بیشتری نسبت به بازارهای واقعی برخوردارند. این ویژگی‌های بازارهای مالی باید در طراحی ابزارهای جدید مد نظر باشند. استفاده از عقود با شرایط ضمن عقد پیچیده، از میزان کارایی بازار خواهد کاست و میزان استقبال از آن را به شدت دچار چالش خواهد کرد. شاید بتوان یکی از دلایل عدم استقبال بازار سرمایه کشور از آتی سهام را پیچیده بودن شرایط ابزار طراحی شده و نحوه پیاده‌سازی آن در اجرا دانست (دنیای اقتصاد، ش ۳۳۶۲).

در نظام غیر ربوی و مشارکتی که بر اساس قرارداد بین عامل و صاحب سرمایه است، چون سود و زیان بین هر دو تقسیم می‌شود، توزیع درآمد متوازن است؛ یعنی بر اساس کار یا ترکیب کار و سرمایه بنا شده است. هرچند این مسئله فقط در عقود مشارکتی صادق است، اما بانک‌داری اسلامی فقط ویژگی مشارکتی ندارد؛ بلکه عقود شرعی غیر مشارکتی که ماهیتشان با بانک‌داری موجود سازگارتر است، هزینه‌ها را کاهش و کارایی را افزایش خواهند داد. در نظام سرمایه داری که نوعی نظام ربوی است، وام‌دهنده به دلیل دور بودن از اقتصاد واقعی و عدم مشارکت در سود و زیان همیشه در طرف برنده‌ها قرار دارد؛ در نتیجه، در بلندمدت، دارایی و درآمد به سمت او جمع می‌شود (سرمایه در جریان کار چه ضرر ببیند و چه سود کند، او مزد خود را می‌گیرد). نتیجه این تسلط سرمایه بر کار، آن است که درآمدهای وام‌دهنده (صاحب سرمایه) و تولیدکننده از هم فاصله می‌گیرند و عدم توازن درآمدها، نظام طبقاتی را ایجاد می‌کند که از عوامل بی‌ثباتی اقتصاد است. اصل سهام بودن سپرده‌گذاران در سود و زیان حاصل از سرمایه‌گذاری موجب افزایش انضباط در نظام‌های مالی اسلامی می‌شود و توان و انگیزه ریسک کردن و ابتکار نزد بانک‌های اسلامی را افزایش می‌دهد. در نظام متعارف، امکان آن هست که انتظارات سود بالا رود، اما هزینه تأمین مالی ثابت باقی بماند؛ بنابراین تقاضا برای تأمین مالی افزایش شدید باید یا برعکس انتظارات سود پایین آمده، اما هزینه تأمین مالی ثابت باقی بماند و بدین ترتیب تقاضا برای تأمین مالی کاهش شدید پیدا کند. اما در نظام تأمین مالی اسلامی چنین اتفاقی نمی‌افتد؛ چراکه در این ساختار بخشی از فعالیت‌های اقتصادی بر پایه عقود مشارکتی انجام می‌شود و در این عقدها در شرایط رونق و حالتی که انتظار سود به سمت بالاست، هزینه تأمین مالی نیز خودبه‌خود بالا می‌رود. تقاضا برای تأمین مالی دیگر به آن اندازه که در نظام متعارف افزایش می‌یافت، افزایش نخواهد یافت. در حالت رکود نیز عکس این حالت روی می‌دهد؛ یعنی در شرایطی که انتظار سود کاهش یابد، هزینه تأمین مالی نیز به‌صورت خودکار کاهش یافته، تقاضا برای تأمین مالی دیگر با کاهش شدید روبه‌رو نخواهد شد.

تأمین مالی اسلامی در مقایسه با تأمین مالی متعارف، ثبات بیشتری را نوید می‌دهد که یکی از علل آن، وجود هم‌زمانی بین تعهدهای پرداخت و دریافتی‌هاست. علت دیگر این امر آن است که در نظام اسلامی، به سبب حذف نرخ بهره و حجم دیون کمتر، فضای بسیار محدودتری برای سفته‌بازی ناسالم وجود دارد. اقتصاد اسلامی در مقایسه با نظام متعارف، محیط مناسب‌تری برای کارفرمایی فراهم می‌آورد؛ چراکه این نظام، برعکس ساختار متعارف، تعلق گرفتن یک بازده تضمین‌شده به سرمایه پولی را ممنوع می‌کند؛ حتی در شرایطی که استفاده از سرمایه ثروت اضافه پدید نیآورده باشد.

از مزایا و کاربردهای ابزارهای نوین اسلامی می‌توان به عنوان اصلی‌ترین ابزارهای بازار پول برای مهار نقدینگی و اعمال سیاست‌های پولی از طرف بانک مرکزی اشاره کرد. همچنین به یمن انتشار این ابزارهای مالی می‌توان توسعه بازار بدهی در بازار سرمایه را نیز متصور بود. در گذشته عمدتاً محل جبران کسری بودجه ایجاد پایه پولی بوده که از پیامدهای محتوم آن، افزایش تورم پولی است که خود اثرات نامطلوبی بر دیگر متغیرهای اقتصادی برجای می‌گذارد. یکی از بهترین راه‌حل‌های جای‌گزین برای تأمین کسری بودجه، استفاده از اوراق بهادار اسلامی است. از آنجا که صکوک با پشتوانه دارایی منتشر می‌شوند، لذا ریسک کمتری دارد و هزینه تأمین مالی را نیز کاهش می‌دهد. یک راه دیگر کاهش هزینه تأمین مالی، استفاده از افزایش اعتبار است. مزیت دیگر صکوک، کمک به توسعه بازار سرمایه با فراهم کردن امکان تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار است که چنانچه برای دادوستد این نوع اوراق بازاری ثانویه فراهم شود، آنگاه قابلیت نقدشوندگی این اوراق نیز افزایش می‌یابد.

از آنجا که بانک‌داری اسلامی بر اساس بخش واقعی اقتصاد کار می‌کند، این ویژگی خاص، مانع بروز شوک و بی‌ثباتی می‌شود. این در حالی است که در نظام مبتنی بر بهره، به مصرف وجوه اهمیت چندانی داده نمی‌شود. در عوض، این نظام به وثیقه و توان بازپرداخت اقساط توسط گیرنده اهمیت فراوانی می‌دهد. نظام مالی اسلامی اساساً یک نظام مالی پشتوانه - دارایی است که هر طلب مالی را به یک دارایی واقعی مربوط به آن وصل می‌کند. در نظام مالی اسلامی، هر طلب مالی به عنوان یک طلب مشروط در نظر گرفته می‌شود که بازدهی آن، به عملکرد یک دارایی تعهدشده واقعی بستگی خواهد داشت. بانک‌داری اسلامی، با حذف قرارداد قرض با بهره در بخش اعطای تسهیلات به خانوارها و بنگاه‌ها، از قراردادهای واقعی استفاده می‌کند. در این قراردادها، ابتدا کالاها و خدمات در بخش واقعی اقتصاد تولید می‌شوند؛ سپس بانک با تهیه نقدی آن کالا یا خدمت، آن را به صورت مدت‌دار به مشتری وامی‌گذارد؛ در نتیجه چنین قراردادهای اعتباری‌ای نمی‌تواند از اقتصاد واقعی پیشی بگیرد؛ بلکه همیشه در چارچوب اقتصاد واقعی خواهد بود.

### ۱-۳. بررسی استصناع

تفاوت اوراق قرضه و صکوک با بخش حقیقی اقتصاد پیوند دارد. مثلاً انتشار اوراق استصناع دریافت مبالغ در سررسید بدون آثار منفی تورمی است یا آثار منفی بسیار اندکی بر اقتصاد خواهد داشت و این در حالی است که اگر دولت بخواهد طرح سرمایه‌گذاری عمرانی و زیربنایی را به صورت نقد و در طول زمان تأمین کند، از آنجا که تولید این طرح‌ها پس از چندین سال وارد عرصه اقتصاد

می‌شود، مخارج دولت در این زمینه به افزایش تقاضای کل می‌انجامد. این پدیده خود به افزایش قیمت‌ها منجر می‌شود. اوراق قرضه کارکردی بر اساس نرخ بهره دارد، ولی اوراق استتضاع سند بدهی انتشاردهنده به دارندگان آن است و نرخ بهره بر روی سند درج نمی‌شود. اوراق قرضه، تنها نشانگر بدهی خالص صادرکننده آن اوراق است، درحالی‌که صکوک نشانگر حفظ مالکیت تحت دارایی است. برای مثال در قرارداد اجاره که معمولاً در قالب صکوک حکومتی استفاده می‌شود، تفاوتی بین رابطه موجر و مستأجر و رابطه قرض‌دهنده و قرض‌گیرنده وجود دارد. نرخ سودی که توسط بانی اوراق در انتشار صکوک استتضاع پرداخت می‌شود، قطعی است و در نتیجه بانی در پایان سررسید اوراق مجبور به پرداخت هزینه مالی بیشتر در قالب سود علی‌الحساب نخواهد بود که این موضوع جذابیت استفاده از این اوراق را برای بانیان افزایش می‌دهد. اوراق استتضاع مزایای بسیاری برای بانک‌ها و مؤسسات مالی دارد؛ از جمله افزایش نقدینگی، بهبود مدیریت ریسک، افزایش در تنوع منابع تأمین مالی، بهبود بخشیدن به توان بانک برای تطابق سررسید دارایی‌ها و بدهی‌ها، بهبود نسبت‌های مالی، کسب درآمد از طریق ایفای نقش عامل و آزادسازی منابع مالی بانک‌ها به منظور اعطای تسهیلات به بخش‌های سودآور. از جمله نقایص استتضاع نیز می‌توان به این موارد اشاره کرد: ۱. عدم امکان استفاده از این اوراق برای تأمین مالی متقاضیان بخش خصوصی و نهادها و بنگاه‌های خرد و غیردولتی، با توجه به شرایط مندرج در دستورالعمل بانک مرکزی؛ ۲. لزوم یکی بودن شخصیت حقوقی بانی و سازنده و به تبع آن، عدم امکان استفاده از این روش تأمین مالی، در مواقعی که بانی توانایی ساخت دارایی موضوع قرارداد را نداشته باشد.

روش BLT در اقتصاد متعارف، قراردادی است که برای ساخت پروژه‌های زیربنایی مورد استفاده قرار می‌گیرد. از دید تأمین مالی، در پروژه‌های مورد بحث در قراردادهای BLT دو حالت کلی متصور است که نحوه کاربرد و ماهیت قراردادهای BLT را در کشورهای اسلامی از منظر اصول مالی اسلامی متمایز می‌کند:

الف) بانی و یا شرکت پروژه، بودجه کافی برای اجرای پروژه دارد؛

ب) بانی و یا شرکت پروژه، بودجه کافی برای اجرای پروژه ندارد.

حالت «ب» که عمدتاً به وقوع می‌پیوندد، دارای نقاط افتراقی در مراحل اجرایی در کشورهای اسلامی و دیگر کشورهاست. در این حالت هم ساخت پروژه به شخص دیگر سپرده می‌شود. این دوروش حسب شرایط قرارداد می‌تواند توسط بانی یا شرکت پروژه اجرا شود. مشکل عمده این حالت از قراردادهای BLT آن است که تأمین مالی آن به وسیله قرض همراه با بهره بوده است. برون‌سپاری ساخت پروژه از منظر فقهی ایرادی ندارد؛ اما تأمین مالی از راه قرض با بهره و یا

انتشار اوراق قرضه، دارای ایراد فقهی است. در کشورهای اسلامی برای رفع این مشکل می‌توان قرارداد ساخت را در قالب قرارداد استصناع منعقد کرد. روش استفاده از اوراق استصناع در این مورد به همان صورتی است که پیش‌تر بیان شد. گفتنی است که در این باره، اوراق استصناع جهت تأمین مالی در ضمن قرارداد BLT مورد استفاده قرار گرفته است. قرارداد ساخت در قالب قرارداد استصناع می‌تواند معایب قرارداد BLT را پوشش دهد و در نظام مالی اسلامی قابلیت اجرا پیدا کند. یکی از ویژگی‌های روش‌های تأمین مالی اسلامی پروژه نسبت به روش‌های متعارف این است که تمامی روش‌های تأمین مالی اسلامی، هم در بخشی خصوصی و هم به‌وسیله بخش دولتی، قابلیت استفاده دارد. از سوی دیگر روش‌هایی مانند صکوک اجاره، ماهیتاً روش ساخت پروژه نیست؛ لذا تقسیم‌بندی پراکندگی مراحل در باره‌اش صدق نمی‌کند؛ ولی روش اوراق استصناع را می‌توان جزو روش‌های ترکیبی از نظر پراکندگی مراحل به شمار آورد.

## ۲-۳. بررسی اجاره

صکوک اجاره (یک ابزار تأمین مالی اسلامی) سند سرمایه‌گذاری مشاع است؛ ولی اوراق قرضه (یکی از ابزارهای تأمین مالی متعارف) سند استقراض است. در صکوک اجاره سود به‌دست آمده از اوراق، کاملاً معین و قطعی است و این موضوع اشکالی ندارد؛ ولی در اوراق قرضه سود بر اساس بهره ثابت است که بحث ربا را مطرح می‌کند. اوراق صکوک اجاره همانند اوراق قرضه، قابلیت معامله و نقدشوندگی در بازار ثانویه و قابلیت بازخرید دارند. این اوراق همانند اوراق قرضه به وسیله مؤسسات رتبه‌بندی، درجه‌بندی اعتباری می‌شوند. انتشار صکوک اجاره، سبب می‌شود که شرکت مربوطه با شرکای جدید روبه‌رو نباشد و در مقابل پولی که از طریق فروش صکوک به دست می‌آورد، ملزم نیست که دیگران را در حوزه مدیریت خود دخالت دهد. یکی از موانع جدی بر سر راه انتشار اوراق اجاره، ابهام مالیاتی آنهاست؛ زیرا هنوز در ایران مشخص نشده سود این اوراق مانند سود سپرده‌های بانکی، معاف از مالیات است یا خیر.

عقد اجاره در مورد فروش دارایی مورد اجاره، برای موجر (دارندگان اوراق) محدودیتی رقم نمی‌زند؛ یعنی موجر می‌تواند دارایی خود را بفروشد، بدون اینکه به قرارداد اجاره خللی وارد شود؛ چراکه این عقد از عقود لازم است و توسط بیع باطل نمی‌گردد. اگر بیع پس از اجاره واقع شود، اجاره باطل نمی‌شود؛ چون بیع منافاتی با اجاره ندارد. این اوراق همچنین به دلیل اینکه از ساختار قرارداد اجاره استفاده می‌کنند، بر نرخ سود معین و ثابت مبتنی هستند. برخورداری از نرخ سود معین و ثابت، سبب شده است تا این ابزار نظام مالی اسلامی به عنوان یک ابزار سرمایه‌گذاری

مطلوب برای سرمایه‌گذاران ریسک‌گریز مطرح گردد. انطباق ساختار انتشار آن با موازین شریعت نیز توجه آن دسته از سرمایه‌گذارانی را که به دنبال سرمایه‌گذاری بر اساس روش‌های منطبق با شریعت اسلام هستند به خود جلب کرده است (تسخیری، ۱۳۸۶).

قراردادهای لیزینگ را می‌توان از نزدیک‌ترین قراردادها به قرارداد اجاره و اجاره به شرط تملیک دانست. لیزینگ به یک رشته از فعالیت‌های اعتباری تخصصی مبتنی بر روش اجاره اطلاق می‌شود که در آن نوعی قرارداد یا توافق بین اجاره‌دهنده و اجاره‌کننده (اعم از شخص حقیقی یا حقوقی) به منظور بهره‌برداری از عین و یا منفعت کالای سرمایه‌ای یا مصرفی بادوام که از قابلیت اجاره برخوردار باشند، منعقد می‌گردد (بیگ‌پور، ۱۳۸۵). لیزینگ اشکال مختلفی دارد که مهم‌ترین آنها لیزینگ عملیاتی<sup>۱</sup>، لیزینگ مالی و لیزینگ فروش و اجاره مجدد است (لاسفر و لویز،<sup>۱</sup> ۱۹۹۸). لیزینگ عملیاتی<sup>۲</sup> یا ساده، قدیمی‌ترین و ساده‌ترین نوع لیزینگ است که در آن شرکت لیزینگ بر اساس قرارداد اجاره ساده و صرفاً با هدف بهره‌برداری از منافع کالا، کالای بادوامی را در اختیار مستأجر قرار می‌دهد و در مقابل، مستأجر متعهد می‌شود افزون بر پرداخت اجاره‌بها، کالای مورد اجاره را در پایان قرارداد به شرکت (اجاره‌دهنده) مسترد کند (موسویان، ۱۳۸۵ الف). لیزینگ مالی<sup>۳</sup> از مهم‌ترین انواع لیزینگ است که هدف آن تأمین مالی دارایی (کالا) اجاره‌شده است. شرکت‌های لیزینگ مالی تأمین مالی خرید دارایی‌های مشهود را بر عهده می‌گیرند و مالک قانونی کالا به شمار می‌آیند؛ اما مالکیت به نحو مؤثری به مستأجر منتقل می‌شود؛ به گونه‌ای که تمام منافع، هزینه‌ها و ریسک‌های مرتبط با دارایی به مستأجر تعلق می‌گیرد.<sup>۴</sup> مجموع پرداخت‌های مستأجر، جبران هزینه‌های سرمایه‌گذاری انجام‌شده توسط اجاره‌دهنده است و مدت قرارداد مرتبط با عمر اقتصادی دارایی اجاره‌شده است (فیبر و شوویلنگ،<sup>۵</sup> ۲۰۱۰). لیزینگ مالی عموماً به صورت بلندمدت است و سرمایه‌گذاری شرکت لیزینگ به شمار می‌آید. لیزینگ فروش و اجاره مجدد<sup>۶</sup> حالتی است که در آن واحد اقتصادی با هدف تأمین نقدینگی مورد نیاز، کالاهای سرمایه‌ای و مصرفی بادوام خود را به شرکت‌های لیزینگ می‌فروشند و سپس همان کالا را در قالب قرارداد لیزینگ مالی دریافت می‌کند. به این ترتیب واحدهای اقتصادی ضمن تأمین نقدینگی، در پایان قرارداد کالای خود را نیز

1. Lasfer and Levis
2. operational leasing
3. financial leasing
4. OECD, glossary of statistical terms
5. Faber and Schuijling



تملك می‌کنند (موسویان، ۱۳۸۵ ب). بنابراین می‌توان آن را حالتی از لیزینگ مالی در نظر گرفت. لیزینگ فروش و اجاره مجدد<sup>۱</sup> در ایران رایج نیست. بنابراین در ادامه بیشتر درباره دو نوع اول بحث می‌شود.

لیزینگ عملیاتی شباهت بسیاری با قرارداد اجاره ساده دارد. در هر دو قرارداد، مالکیت دارایی در اختیار اجاره‌دهنده باقی می‌ماند و پس از اتمام مدت اجاره منتقل نمی‌شود؛ بنابراین در حالت عادی، هزینه‌های تعمیر و نگهداری و استهلاک بر عهده اجاره‌دهنده است و کالا به صورت دارایی وی ثبت می‌شود. هر دو قرارداد معمولاً کوتاه‌مدت‌اند و زمانی استفاده می‌شوند که اجاره‌کننده قصد اجاره بلندمدت را ندارد. یکی از تفاوت‌های دو قرارداد در این است که قرارداد اجاره به عنوان یک قرارداد اسلامی تنها می‌تواند در مورد کالاهای مجاز در شریعت منعقد شود، درحالی‌که لیزینگ عملیاتی چنین محدودیتی ندارد و بنابراین دارای گستردگی بیشتری است. لیزینگ مالی را می‌توان با قرارداد اجاره به شرط تملیک مقایسه کرد. از دیدگاه فقها اجاره به شرط تملیک عقدی است مختلط از بیع و اجاره به این صورت که اراده ظاهری طرفین حاکی از انعقاد عقد اجاره است، اما در ضمن شرطی اندراج یافته است که بر اساس آن مستأجر در صورت انجام تعهدات خویش حق تملک عین مستأجره را خواهد داشت و اجرای این حق تملک در حقیقت اعلام قبولی است که با ایجاب بیع اتصال می‌یابد و پس از اتمام اقساط مال الاجاره و انشای اراده مستأجر عقد بیع منعقد و مالکیت مال به مستأجر منتقل می‌شود (وحیدی، ۱۳۸۴).

در هر دو قرارداد، اجاره‌دهنده مالکیت کالا را به مستأجر منتقل می‌کند. هر دو برای تأمین نقدینگی مورد نیاز جهت تأمین کالا استفاده می‌شوند و معمولاً مدتشان تا پایان عمر اقتصادی کالا است؛ اما تفاوت‌هایی نیز دارند. همانند قرارداد اجاره، اجاره به شرط تملیک نیز تنها در مورد کالاهای مجاز در شریعت است؛ اما لیزینگ مالی چنین محدودیتی ندارد. در لیزینگ مالی، مال الاجاره به صورت دارایی مستأجر شناخته می‌شود و مالکیت قانونی آن نیز پس از پایان مدت اجاره به صورت خودکار به وی منتقل می‌شود؛ بنابراین ریسک‌ها و منافع ناشی از مالکیت و هزینه‌های تعمیر و نگهداری نیز بر عهده وی خواهد بود؛ اما در قرارداد اجاره به شرط تملیک، شرط خرید وجود ندارد و انتقال مالکیت به صورت قرارداد جداگانه است. در قرارداد اجاره، باید مال الاجاره موجودیت داشته و متعلق به اجاره‌دهنده باشد. از این رو طی مدت اجاره، مال الاجاره به صورت دارایی اجاره‌دهنده شناخته می‌شود و تمام ریسک‌های مربوط به مالکیت بر عهده اوست؛

ضمن اینکه هزینه‌های تعمیر و نگهداری و استهلاک بر عهده اجاره‌دهنده خواهد بود. از طرفی، پرداخت اجاره با هدف استفاده از دارایی است؛ بنابراین چنانچه مال‌الاجاره به سرقت برود و یا کاملاً از بین برود، پرداخت اجاره متوقف می‌شود؛ ضمن اینکه مستأجر، امین اجاره‌دهنده به شمار می‌آید و در قبال هر خسارتی که ناشی از سهل‌انگاری یا سوء استفاده از دارایی باشد، در برابر موجر مسئول است؛ در حالی که در لیزینگ، مستأجر مسئول تمام انواع خسارت و آسیب‌های در دارایی است، صرف‌نظر از اینکه شرایط تحت کنترل او بوده یا خیر و دریافت هزینه اجاره تا بازپرداخت وام را ادامه خواهد داد.

با فرض پذیرش صکوک اجاره در یکی از بورس‌های اوراق بهادار (مانند بورس اوراق بهادار تهران)، در این حالت ریسک نقدشوندگی صکوک اجاره همانند سهام خواهد بود و بر اساس شرایط بازار (میزان تقاضا، میزان عرضه، نرخ تورم، نرخ سود بانکی، تغییر در رتبه اعتباری اوراق و...) تعیین خواهد شد. ریسک نقدشوندگی را می‌توان با ایجاد سازوکارهایی مانند تعهد بازخرید اوراق توسط بانی، ناشر و یا ضامن و اعطای اختیار فروش به سرمایه‌گذاران پوشش داد. تأمین مالی اسلامی از کارآفرینی و تقسیم ریسک حمایت می‌کند و با گسترش آن به طبقه فقیر جامعه می‌تواند ابزار توسعه سودمندی قلمداد شود. مزایای اجتماعی آن نیز واضح است. طبقه فقیر، با نرخ‌های رباخوارانه قرض‌دهندگان، اغلب به شدت استثمار می‌شود که تأمین مالی اسلامی مانع این امر خواهد بود.

یک نظام تأمین مالی اسلامی می‌تواند نقشی حیاتی در توسعه کشورهای اسلامی داشته باشد. این امر از طریق تحرک بخشیدن به سرمایه‌های راکدی که عمده‌اً و به علت دور نگه داشته شدن از نظام مالی سود-مبنا به کار گرفته نشده‌اند صورت می‌پذیرد. برای تحرک این ذخایر، تسهیل توسعه بازارها امری ضروری است.

#### ۴. نتیجه‌گیری و پیشنهادها

مؤسسات و بنگاه‌های اقتصادی به‌ویژه فعالان در بخش صنعت، برای ادامه حیات و فعالیت‌های تولیدی خود و همچنین توسعه فعالیت‌ها، به سرمایه‌های کلان نیاز دارند. از آنجاکه روش‌های مختلفی برای تأمین مالی در ادبیات اقتصاد متعارف و اقتصاد اسلامی معرفی شده و مورد استفاده قرار می‌گیرد، ضرورت دارد که این ابزارها بررسی شوند و مزایا و معایب هر کدام در مقابل همدیگر سنجیده شود. لذا در این تحقیق، منتخبی از ابزارهای تأمین مالی اسلامی (صکوک انتفاعی) در مقابل روش‌های مشابه و نزدیک در اقتصاد متعارف، بررسی و مقایسه شدند. ابزارهای مالی اسلامی

یا صکوک می‌توانند نقش بزرگی در رشد و توسعه بانک‌داری و بازار سرمایه اسلامی و سهم بسزایی در رسیدن به هدف‌های والای شریعت مقدس اسلامی برای حوزه اقتصادی و معیشتی جوامع اسلامی داشته باشند. از تفاوت‌های بدیهی و معلوم این دو روش می‌توان به این موارد اشاره کرد:

تأمین مالی در اقتصاد متعارف بدین صورت است که در مواردی که بین مدیران و سرمایه‌گذاران برون‌سازمانی، عدم تقارن اطلاعاتی وجود داشته باشد، مدیران تأمین مالی از محل منابع داخلی شرکت را به منابع خارج از شرکت ترجیح می‌دهند؛ یعنی ابتدا از محل سود انباشته یا اندوخته تأمین مالی می‌کنند و سپس اگر منابع داخلی تکافو نکند، از بین منابع خارج از شرکت، ابتدا به انتشار کم‌ریسک‌ترین اوراق بهادار یعنی اوراق قرضه (استقراض) متوسل می‌شوند و در صورتی که استقراض تکافو نکند و به منابع مالی بیشتری نیاز باشد، دست آخر به انتشار سهام مبادرت می‌ورزند. تأمین مالی اسلامی، بر اصول شرعی و ضوابط کلی معاملات در فقه مبتنی است. در این نظام، دریافت و پرداخت بهره، ضرر و ضرار، غرر و اکل مال به باطل ممنوع است. این در حالی است که سازوکار بازار پول و سرمایه در کشورهای غیراسلامی، مبتنی بر بهره است و از این جهت نظام تأمین مالی سنتی کاملاً با نظام اسلامی متمایز است. از دیدگاه تخصصی، نظام تأمین مالی اسلامی بر پایه عقود شرعی است و با هدف جای‌گزین کردن ابزارهای مالی مبتنی بر بهره، به‌ویژه ابزارهای با درآمد ثابت به کار گرفته می‌شود. در بیشتر کشورهای اسلامی، هر دو نظام به طور موازی وجود دارد؛ اما ایران تنها کشوری است که صرفاً از نظام مالی اسلامی استفاده می‌کند. در میان کشورهای غربی، انگلستان توانسته بین منابع سرمایه‌ای تأمین مالی اسلامی و متعارف پل ارتباطی خوبی برقرار سازد. ابتکار اخیر برای تغییر قوانین مالیاتی که صکوک را مانند اوراق قرضه متعارف مورد محاسبه قرار می‌داد، نمونه‌ای از این اقدامات است. با این حال، انتظار می‌رود بازار ثانویه نیز به تدریج توسعه یابد و سرمایه‌گذاران و متقاضیان انتشار این اوراق، بیش از پیش با این اوراق آشنا شوند. ابزارهایی نظیر سهام عادی که خریدار آن را در مالکیت و مدیریت شرکت یا واحد اقتصادی سهام می‌کند نیز در بازارهای مالی اقتصاد متعارف رایج‌اند و از نظر دین اسلام بلاشکال هستند. تطابقی که بین دریافتی‌ها و پرداختی‌های واسطه مالی وجود دارد، ثبات را در نظام تأمین مالی اسلامی تقویت می‌کند.

از آنجا که عقود استصناع و اجاره عقود شرعی هستند، ساختار لازم برای تحقق آنها در صورتی که تنها شکل قرارداد مطرح نباشد و محتوا منظور باشد، جامعه‌ای می‌طلبد که اکثریت قابل ملاحظه افرادی به احکام شرعی پایبند باشند. در شرایط کنونی بانک‌ها می‌باید بیش از پیش به سمت کسب درآمدهای کارمزدی حرکت کنند. انتشار اوراق استصناع می‌تواند از این لحاظ نیز بانک‌ها را منتفع

سازد. همچنین با توجه به بالاتر بودن بازدهی این اوراق نسبت به نرخ سود سپرده‌های متناظر، جذابیت و مطلوبیت مناسبی را برای سرمایه‌گذاران در بر دارد و از این طریق می‌توان وجوه مازاد جامعه را به سمت سرمایه‌گذاری‌های مولد و تولیدی سوق داد. در مجموع می‌توان گفت انتشار و پذیرش استصناع در بازار بورس و استقبال مردم از آن می‌تواند از سویی ابزار مالی مطمئنی را در اختیار سرمایه‌گذاران ریسک‌گریز و متعارف قرار دهد و از سوی دیگر می‌تواند تا حدی کسری بودجه دولت و بنگاه‌های اقتصادی را به شیوه‌های مناسب تأمین کند. جدید بودن دستورالعمل‌های صکوک استصناع و کمتر اجرا شدن آن موجب شده است که بعضی از جنبه‌های این روش تأمین مالی اسلامی در ایران نادیده گرفته شود؛ اما می‌توان اظهار داشت که تلفیق اوراق استصناع با قرارداد ساخت در اقتصاد متعارف، یکی از ابزارهای بهینه برای تأمین مالی پروژه است.

## منابع

۱. اشعریون قمی‌زاده، فرزانه، و تاجمیر ریاحی، حامد (۱۳۹۳). بررسی مقایسه‌ای روش‌های تأمین مالی پروژه‌های انرژی بر اساس تلفیق اوراق استصناع - قرارداد BLT و اوراق استصناع مستقل، تحقیقات مالی-اقتصادی. ۳ (۶): ۱۶۱-۱۹۰.
۲. بیگ‌پور، محمدعلی (۱۳۸۵). تفسیر مالیاتی: لیزینگ یا اجاره اعتباری و ارتباط آن با مقررات مالیاتی و استانداردهای حسابداری، حسابرس. ۳۲: ۷۴-۷۷.
۳. پهلوان، حمید، و رضوی، روح‌الله (۱۳۸۶). اوراق صکوک: تعریف، انواع و ساختار، گزارش پژوهشی مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی وابسته به بورس اوراق بهادار تهران.
۴. سلف و اوراق سلف بررسی فقهی - اقتصادی به انضمام مباحث اوراق سلف نفتی. تهران: شرکت اطلاع‌رسانی و خدمات بورس، انتشارات بورس.
۵. تسخیری، محمدعلی (۱۳۸۶). مبانی شرعی اوراق بهادار اسلامی (صکوک)، فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی. (۲۷): ۷-۲۲.
۶. رضایی، فرزین و کاظم تبریزی، فرناز (۱۳۹۲). تأثیر روش‌های تأمین مالی خارجی بر بازده آتی شرکت‌ها با تأکید بر اقلام تعهدی سرمایه در گردش، فصلنامه پژوهش حسابداری. ۳ (۹): ۷۱-۸۷.
۷. میرش‌پنا، ملیحه (۱۳۹۵)، روزنامه دنیای اقتصاد، شماره ۳۸۰۵، تاریخ چاپ: ۱۳۹۵/۰۴/۱۴، شماره خبر: ۳۲۷۲۵۰۹.
۸. سازمان بورس و اوراق بهادار (۱۳۸۶). مصوبات کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار.
۹. سروش، ابوذر (۱۳۸۶). بررسی صکوک اجاره، ماهنامه بورس، ۶۵: ۱۵-۲۹.
۱۰. سروش، ابوذر (۱۳۹۰). مروری بر ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)، تهران: کارگزاران بورس اوراق بهادار.
۱۱. سروش، ابوذر، و صادقی، محسن (۱۳۸۶). ریسک‌های اوراق اجاره (صکوک اجاره)، فصلنامه اقتصاد اسلامی. ۲۷: صص ۱۸۶-۱۵۷.
۱۲. شاهمرادی، زیبا (۱۳۹۰). توسعه ابزارهای نظام تأمین مالی اسلامی با تمرکز بر پویایی فقهی، چهارمین کنفرانس بین‌المللی توسعه نظام تأمین مالی در ایران، تهران: مرکز مطالعات تکنولوژی دانشگاه صنعتی شریف.
۱۳. صالح‌آبادی، علی (۱۳۸۴). بررسی اوراق قرضه اسلامی در مالزی از دیدگاه فقه امامیه، فصلنامه پژوهشی دانشگاه امام صادق. ۲۵: صص ۱۱۳-۹۵.
۱۴. صدرایی، محمد، و میدانی، فرزاد (۱۳۹۰). اصول بازار سرمایه اسلامی و اخلاق حرفه‌ای. تهران: کانون کارگزاران بورس اوراق بهادار.
۱۵. قلیچ، وهاب (۱۳۸۹). صکوک و اوراق قرضه یورویی، تازه‌های اقتصاد. ۱۲۸: ۸۷-۹۵.
۱۶. کمیجانی، اکبر، و نظربور، محمدنقی (۱۳۸۷). تقاضا و عرضه اوراق استصناع به منزله ابزار پولی، هجدهمین همایش بانکداری بدون ربا. تهران، موسسه عالی بانکداری ایران.
۱۷. لشکری، محمد، و بهزاد ارجمندی، مریم (۱۳۹۱). بررسی روش‌های تأمین مالی در سیستم

- اسلامی با تأکید بر صکوک، فصلنامه اقتصاد و بانکداری اسلامی. ۱: ۳۱-۵۶.
۱۸. ملانظری، مهناز و همکاران (۱۳۸۹). بررسی رابطه بین روش‌های تأمین مالی (منابع برون سازمانی) و موفقیت و عدم موفقیت شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی. ۶: ۶۵-۸۶.
۱۹. موسویان، سیدعباس (۱۳۸۵ الف). قراردادهای لیزینگ و انطباق آنها با عقود اسلامی، فقه و حقوق. ۱۰: ۶۳-۸۴.
۲۰. موسویان، سیدعباس (۱۳۸۵ ب). بررسی فقهی و حقوقی معاملات شرکت‌های لیزینگ، اقتصاد اسلامی. ۲۲، ۷۵-۹۲.
۲۱. موسویان، سیدعباس، و حدادی، جواد (۱۳۹۱). کاربرد ابزارهای پروژه محور اسلامی (صکوک) در تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌های بخش نفت و گاز، معرفت اقتصاد اسلامی. ۷: ۴۷-۷۲.
۲۲. موسویان، سیدعباس (۱۳۸۶). ابزارهای مالی اسلامی (صکوک). تهران: سازمان انتشارات پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.
۲۳. موسویان، سیدعباس، و خوانساری، رسول (۱۳۹۵). اجتهاد چندمرحله‌ای روش پژوهش استنباط مسائل فقه اقتصادی، اقتصاد اسلامی. ۶۳: ۵-۳۷.
۲۴. موسویان، سیدعباس، و کریمی، مجتبی (۱۳۸۸). بررسی فرایند تأمین مالی از طریق انتشار اوراق اجاره (صکوک اجاره، دومین کنفرانس بین‌المللی توسعه نظام تأمین مالی در ایران). تهران: مرکز مطالعات تکنولوژی دانشگاه صنعتی شریف.
۲۵. موسویان، سیدعباس، و شیرمردی، عباس (۱۳۹۰). شناسایی، طبقه‌بندی و اولویت‌بندی ریسک‌های اوراق بهادار مضاربه، معرفت اقتصادی. ۱: ۱۴۵-۱۷۰.
۲۶. موسویان، سیدعباس، و علیزاده اصل، محمد (۱۳۹۴). بررسی رابطه ریسک و غرر در بازارهای مالی اسلامی، فصلنامه اقتصاد اسلامی. ۵۹: ۶۵-۹۴.
۲۷. موسویان، سیدعباس، (۱۳۸۱). آثار اقتصادی جای‌گزینی نظام مشارکت به جای نظام بهره، اقتصاد اسلامی، ۵: ۵۹-۸۶.
۲۸. میرجلیلی، سیدحسین (۱۳۸۱). جهانی شدن بانک‌داری و ضرورت‌های ناشی از آن در بانک‌داری ایران، نامه مفید. ۳۱: ۴۹-۷۰.
۲۹. ندیم، مالک (۱۳۸۰). اقتصاد کلان با ابزارهای اسلامی، فصلنامه اقتصاد اسلامی. ترجمه سیداسحاق علوی. ۴: ۱۲۱-۱۲۷.
۳۰. نظرپور، محمدتقی (۱۳۸۵). عملیات بازار باز از طریق اوراق استصناع: مشکلات و راه‌حل‌ها، فصلنامه اقتصاد اسلامی. ۲۱: ۴۷-۷۳.
۳۱. واعظ برزانی، محمد، و ایزدخواستی، حجت (۱۳۹۰). تحلیل نقش نرخ بهره پولی در بحران‌های اقتصادی نظام سرمایه‌داری: رویکرد اسلامی، فصلنامه اقتصاد اسلامی. ۴۴: ۷۷-۱۰۴.
۳۲. وحیدی، امیر حسین (۱۳۸۴). تحلیلی پیرامون عقد اجاره به شرط تملیک، کانون. ۵۸: ۶۰-۸۵.

33. Abdullah, F., Hassan, T., & Mohamad, S (2007). Investigation of performance of Malaysian Islamic unit trust funds: Comparison with conventional unit trust funds. *Managerial Finance*. 33(2): 142-153.
34. Ali Syed. S (2005). Islamic capital market products: developments and challenges. Islamic Research and Training Institute, Islamic Development Bank.
35. Chishti, S. U (1985). Relative stability of interest-free economy, *Journal of research in Islamic Economics*, 3(1): 3-12.
36. Chong, B. S., & Liu, M. H (2009). Islamic banking: interest-free or interest-based?. *Pacific-Basin Finance Journal*. 17(1): 125-144.
37. Esty, B. C., & Matysiak, G. A (2004). *Modern project finance: A casebook*. New York: Wiley.
38. Faber, D., & Schuijling, B (2010). Financial Leasing and Its Unification by Unidroit. *Electronic Journal of Comparative Law*. 14(3): 1-19.
39. Gatti, S., Kleimeier, S., Megginson, W. L., & Steffanoni, A. (2008, June). Arranger Certification in Project Finance, *EFA 2008 Athens Meetings Paper*.
40. Ismail, D. H., & Latiff, R. A. (2001). Survey & Analysis of Financial Reporting of Islamic Banks Worldwide, *Arab-Malaysian Banking Group/Malaysian Accountancy Research*.
41. Khan, M. F. K., & Parra, R. J. (2003). *Financing large projects: Using project finance techniques and practices*. Pearson Prentice Hall.
42. Lasfer, M. A., & Levis, M. (1998). The Determinants of the Leasing Decision of Small and Large Companies, *European Financial Management*. 4 (2): 159-184.
43. Rodriguez, Tony, and Kung Wan-Chong (2014). Fixed Income Perspective: Treasury Inflation Protected Securities, *Nuveen Asset Management, LLC*.
44. Said, D. (2012). Comparing the Change in Efficiency of the Western and Islamic Banking Systems, *Journal of Money, Investment and Banking*. 23. 149-180.
45. Tariq, A. A., & Dar, H (2007). Risks of Sukuk structures: Implications for resource mobilization. *Thunderbird International Business Review*, 49(2): 203-223.