

صکوک اجاره؛ ابزاری کارآمد جهت تأمین مالی پروژه‌های شهری

مصطفی سلیمی فر* - دانشیار دانشکده علوم اداری و اقتصادی، دانشگاه فردوسی مشهد، مشهد، ایران.
منصوره خزاعی - کارشناس ارشد علوم اقتصادی، دانشکده علوم اداری و اقتصادی، دانشگاه فردوسی مشهد، مشهد، ایران.
محمد سلیمی فر - دانشجوی کارشناسی ارشد علوم اقتصادی، دانشکده علوم اداری و اقتصادی، دانشگاه فردوسی مشهد، مشهد، ایران.

Stocks; valuable means for finance of urban projects

Abstract: Finance is one the most important terms in financial sciences, therefore, different means of finance are designed and used. Different finance methods and means attested by Islamic Rules are within the needs of various organizations in Iran. The goal of the current study is to overview all existing methods of finance and finds an answer to the question; whether stocks are economically useful means for the urban projects finance or not? The results of this descriptive – applied study, parallel to the applied models of stocks that brings. With inside, indicate that stocks are economically very useful means for the Finance and municipalities can make advantage of this means for financing their projects.

Key Words: Renting stocks, transforming stocks, physical projects, Finance, municipality

چکیده

یکی از مهم ترین مباحث مطرح در علوم مالی، تأمین مالی است. بدین منظور، ابزارهای مختلف تأمین مالی طراحی و مورد استفاده قرار می‌گیرند. طراحی ابزارهای متنوع تأمین مالی مورد تأیید قواعد حقوقی اسلام، که در راستای تنوع بخشیدن به ابزارهای مالی و ثبات در منابع درآمدی شهرداری‌ها در ایران می‌باشد، از نیازهای اساسی این سازمان‌ها به شمار می‌آید. هدف این مقاله، مروری بر روش‌های موجود تأمین مالی شهرداری‌ها و یافتن پاسخ این سؤال است که «آیا اوراق اجاره (صکوک) به لحاظ اقتصادی، ابزار کارآمدی برای تأمین مالی پروژه‌های شهری است؟» نتایج این مقاله که با به‌کارگیری روش توصیفی- کاربردی به دست آمده است، ضمن ارائه‌ی مدل‌های عملیاتی صکوک اجاره، نشان می‌دهد که این اوراق از لحاظ اقتصادی ابزاری مناسب برای تأمین مالی می‌باشد و شهرداری‌ها با کمک این ابزار می‌توانند منابع مالی مناسبی جهت اجرای پروژه‌های عمرانی و زیرساختی بدست آورند.

واژگان کلیدی: صکوک اجاره، تبدیل به اوراق بهادار نمودن، دارایی‌های فیزیکی، تأمین مالی، شهرداری.

* نویسنده مسئول مکاتبات، شماره تماس: ۹۱۵۳۱۴۷۶۰۶، رایانامه: mostafa@um.ac.ir

بحران‌های مالی مواجهه ساخته است (دفتر مطالعات راهبردی شهرداری اصفهان، ۱۳۸۵). از سوی دیگر، این حکومت‌های محلی فقط از ۳۰ تا ۳۵ درصد توان‌های نهفته‌ی تأمین مالی موجود در حوزه‌ی وظایف خود، استفاده می‌کنند؛ لذا این مقاله با هدف معرفی صکوک اجاره به عنوان روشی کاربردی در جهت بهادارسازی دارایی‌ها و بررسی زمینه‌های بکارگیری از این پتانسیل بالقوه نگاشته شده است.

روش‌های مختلف تأمین مالی در شهرداری

- روش فروش متری

این روش با انگیزه کمک به افسار آسب پذیر جهت خانه‌دار شدن آنها و پیشرفت روند اجرایی طرح نوسازی و بهسازی و هم‌چنین کمک به کنترل تورم با جمع‌آوری نقدینگی موجود و سرگردان در بازار سرمایه‌ای کشور، شکل گرفته است. در این روش، افراد می‌توانند بسته به میزان سرمایه خود، متراژی از واحدها را خریداری نمایند. در حین اجرای مراحل ساخت و ساز، این طرح در چندین نوبت اجراء خواهد شد و افراد می‌توانند در صورت تمایل، به میزان متراژهای خریداری شده خود اضافه نمایند و یا در صورت نیاز می‌توانند بخشی از متراژهای خریداری شده را بازگردانده و کارمزد مشارکت خود را تا آن تاریخ و بدون هیچ‌گونه محدودیتی دریافت نمایند. هم‌چنین افراد می‌توانند این متراژ را در بازار ثانویه (OTC)^۱ معامله نمایند. در این روش آورده‌ی علی‌الحساب مشارکت برای هر متر مربع ۱۰،۰۰۰،۰۰۰ ریال و حداقل میزان خرید ۵ متر مربع می‌باشد که به ازای هر ۵ متر مربع، دفترچه مشارکت برای خریدار صادر می‌گردد. مساحت هر واحد آپارتمان، حدوداً ۵۰ متر مربع خواهد بود. امکان خرید یک واحد به صورت گروهی نیز میسر

ایجاد زیرساخت‌ها و زیربنایها و اجرای طرح‌های توسعه‌ی شهری با نگرش واقع بینانه به مسائل و مشکلات و نارسایی‌های کنونی شهرها، مستلزم انجام سرمایه‌گذاری‌های کلانی است که در قالب عوارض و عواید شهرداری‌ها و در چارچوب قوانین حاکم بر سازمان‌های محلی، بایستی تأمین گردد. انجام اقدامات اساسی در رابطه با اصلاح بافت فیزیکی اکثر شهرها به ویژه بافت قدیمی آنها، برطرف نمودن نارسایی‌های معابر، مشکلات ترافیکی، کمبود تأسیسات و تجهیزات شهری، اصلاح سیستم‌های حمل و نقل درون شهری، توسعه فضای سبز، مقابله‌ی اساسی با آلودگی هوا و اجرای طرح‌های زیربنایی در زمینه ایمن‌سازی شهرها در مقابل بلایای طبیعی، همگی مستلزم تأمین منابع درآمدی کافی، مطمئن و پایدار است. این امر عملاً در چارچوب انواع تعرفه‌های عوارض و درآمدهای فعلی، امکان پذیر نیست. در طرف مقابل، شرایط اقتصادی و درآمدی خانوارهای شهری، حداقل در برخی از مناطق و محلات امکان افزایش این‌گونه عوارض و عواید را محدود می‌سازد. این مسئله با رویکرد دولت، مبنی بر خودکفایی شهرداری‌ها ابعاد جدی‌تری یافت. بدین ترتیب، کمک‌های دولتی به شهرداری‌ها رو به کاهش گذاشت و در شهرهای ایران به خصوص کلان‌شهرها، سهم کمک‌های دولتی از حدود ۵۰ درصد در سال ۱۳۶۵ به ۲۴ درصد در سال ۱۳۶۶ کاهش یافت (نصراصفهانی، ۱۳۸۹). این رویکرد باعث اتکای بیش از حد بسیاری از شهرداری‌های کشور، به ویژه کلان‌شهرها به درآمدهای ناشی از بخش مسکن و ساختمان شد، که علاوه بر تأثیرگذاری آن بر افزایش و تشدید رشد قیمت‌ها، شهرداری‌ها را در مقاطع زمانی مختلف با مشکلات و

جدول ۱. نرخ سود پرداختی در صورت استمرار مشارکت در طرح؛ ماخذ: گزارشات شرکت عمران و مسکن‌سازان ثامن.

زمان	شش ماه اول (ماه ۱ الی ۶)	شش ماه دوم (ماه ۷ الی ۱۲)	شش ماه سوم (ماه ۱۳ الی ۱۸)	شش ماه چهارم (ماه ۱۹ الی ۲۴)	چهار ماه پنجم (ماه ۲۵ الی ۲۸)
نرخ سود پرداختی	۱۸ درصد	۱۸/۵ درصد	۱۹ درصد	۱۹/۵ درصد	۲۰ درصد

است.

- روش تسهیلات وجوه اداره شده

بر اساس مصوبه‌ی هیأت وزیران و برای تشویق و جلب مشارکت بخش خصوصی و تعاونی به سرمایه‌گذاری در محدوده‌ی طرح حرم مطهر، مقرر شد تا پنج سال، سالانه مبلغ یکصد میلیارد ریال به سرجمع اعتبارات وزارت مسکن و شهرسازی اضافه‌گردیده تا در قالب وجوه اداره شده، تسهیلات به متقاضیان سرمایه‌گذاری در محدوده طرح پرداخت شود. در این راستا، پنج پروژه‌ی تجاری - اقامتی سروش، عدالت، آرمان، سارا و ونک جهت دریافت ۱۰۵ میلیارد ریال وام، به بانک عامل معرفی شدند که جمعاً ۵۲ میلیارد ریال پرداخت شده است.

- فروش دارایی

سازمان مجری طرح، از ابتدای شروع فعالیت خود از طریق فروش دارایی‌ها و اموال در زمینه‌ی پیشبرد طرح اقدامات قابل توجهی انجام داده است. از جمله دارایی‌های واگذار شده در قالب پروژه، می‌توان به پروژه‌های: ارغوان، فردوس، شهاب، آرمان، عدالت، هدایت، رسال، صابر ۱ و ۲، سینا، شمشاد، خزر، فرهاد، رنگین‌کمان ۱ و ۲ و پارکینگ‌های خاور در شهر طی سال‌های اخیر اشاره کرد که درآمد حاصل از فروش این دارایی‌ها تاکنون بالغ بر ۱۵۰ میلیارد تومان برآورد می‌شود.

- انتشار اوراق مشارکت

بر اساس «ماده‌ی ۲ قانون انتشار اوراق مشارکت»، اوراق مشارکت عبارت است از: «اوراق بهادار با نام یا بی‌نامی که به موجب قانون مشارکت، به قیمت اسمی مشخصی برای مدت معین منتشر می‌شود. دارندگان این اوراق به نسبت قیمت اسمی و مدت زمان مشارکت، در سود حاصل از اجرای طرح مربوط، شریک خواهند بود». در ایران، رایج‌ترین روش تأمین مالی پروژه‌های زیرساختی شهری از طریق بودجه‌های دولتی، کمک‌های دولتی، اخذ عوارض و مالیات از طریق شهرداری‌ها انجام می‌شود و موارد معدودی در ارتباط با استفاده از روش‌های نوین تأمین مالی پروژه‌های عمرانی به چشم می‌خورد. در دو

همان‌طور که در جدول فوق مشاهده می‌شود، در صورت استمرار مشارکت افراد در طرح، نرخ سود پرداختی به آورده‌ی آن‌ها در هر شش ماه ۵٪ افزایش می‌یابد.

- روش مشارکت با بخش خصوصی

در اکثر پروژه‌های مشارکتی، زمین و پروانه به عنوان آورده‌ی مجری طرح بوده و ساخت در محدوده‌ی وظایف شریک قرار گرفته است و بر همین اساس، سهم‌الشرکه‌ها مشخص و در پایان، مرحله‌ی ساخت هر کدام از شرکا به نسبت سهم‌الشرکه خود از واحدهای احداثی به عنوان درآمد خود استفاده می‌کنند. پروژه‌های عقیق، ترمه، الماس و غیره از جمله پروژه‌های مشارکتی است که پس از احداث پروژه، سهم‌الشرکه‌ی شرکا مشخص شده است.

- روش سهام پروژه

یکی از روش‌های تأمین مالی پروژه‌ها بخصوص پروژه‌های ساختمانی، روش سهام پروژه است که سرمایه اولیه جهت شروع کار، توسط افرادی تحت عنوان سهام‌دار جذب و تأمین می‌شود. بدین شکل، هم صنعت ساختمان در کشور توسعه می‌یابد و هم مردم به نحوی در تأمین منابع پروژه، دخیل می‌شوند. حال، ممکن است عده‌ای به قصد خرید واحد مسکونی و عده‌ای هم به قصد سرمایه‌گذاری وارد این طرح شوند. دو پروژه با نام‌های سارا و مجد، از پروژه‌های نوسازی بافت‌های فرسوده مرکز شهر مشهد از این طریق تأمین مالی شده است.

جدول ۲. تعداد سهام منتشره در دو پروژه‌ی سارا و مجد؛

ماخذ: گزارشات شرکت عمران و مسکن‌سازان.

نام پروژه	تعداد سهام	ارزش اسمی
سارا	۱۴,۰۰۰,۰۰۰	۱۰,۰۰۰
مجد	۱۸۰,۳۶۹,۰۰۰	۱۰۰۰

مدیریت شهری

دو فصلنامه مدیریت شهری
Urban Management

ویژه‌نامه شماره بهار و تابستان ۱۳۹۰

است؛ اما در مرحله سوم از مجموع رقم پیش بینی شده، مجری طرح تنها ۱۳ میلیارد ریال را دریافت نمود. بانک صادرات ایران بر اساس قرارداد منعقد فی مابین، کارگزار فروش اوراق مشارکت بود که سود علی الحساب سالانه ۲۰ درصد و سود مورد انتظار ۲۵ درصد پیش بینی گردیده بود.

اوراق بوستان و شاهین

برای بار دوم در سال ۸۰، اوراق مشارکت از طریق وزارت مسکن و شهرسازی منتشر شد. مبلغ کل این اوراق ۱۰۰ میلیارد ریال و سه ساله بوده است که جهت بازسازی و بهسازی بافت‌های فرسوده در سراسر کشور منتشر گردید و در هر استان چند پروژه الگویی و محرک توسعه، اجرا شد. پروژه‌های بوستان و شاهین در حد فاصل شارستان رضوی شرق و بولوار طبرسی به این منظور معرفی شدند. هم‌چنین آزادسازی املاک واقع در محدوده این پروژه‌ها از این طریق صورت گرفت. سهم طرح ثامن از این اوراق در مرحله اول، ۵۰ میلیارد ریال بود. خریداران اوراق که صد درصد آن نیز به فروش رسید، علاوه بر سود علی‌الحساب ۱۷ درصد، سود قطعی ۱۷/۳ درصد نیز دریافت داشتند. آزادسازی املاک واقع در محدوده دو پروژه بوستان و شاهین با استفاده از منابع اوراق انجام شد و در سال ۱۳۸۴ با فروش پروژه بوستان به مساحت ۴۶۱ متر مربع به مبلغ ۸۷ میلیارد ریال، کلیه هزینه اوراق بازپرداخت شد.

اوراق باغراه زائر

در راستای قانون بودجه کشور در اواخر سال مالی ۸۵، مبلغ ۵۰۰ میلیارد ریال اوراق مشارکت توسط شرکت عمران و بهسازی شهری منتشر گردید که ۴۳۰، ۵ میلیارد ریال آن فروخته شد که از این رقم، ۸۷ میلیارد ریال به طرح ثامن اختصاص یافت و برای بازگشایی باغراه زائر هزینه گردید و ۱۳ میلیارد نیز، جهت پرداخت سودهای اوراق هزینه شد. سود علی‌الحساب ۱۵، ۵ درصد به مدت سه سال برای این اوراق در نظر گرفته شد. تاکنون در حدود ۸۰۰۰ مترمربع از املاک و سرقفلی‌های محدوده از این محل آزادسازی شده است که با اینکه آزادسازی فضاهای عمومی و ایجاد باغراه، باعث تسهیل به حرم

دهه‌ی اخیر، از روش‌های مهم تأمین مالی شهری که در آن مردم و بخش خصوصی شرکت داشته‌اند، استفاده از منابع حاصله از فروش اوراق مشارکت، می‌باشد. البته لازم به ذکر است که تأمین مالی پروژه‌های زیرساختی در ایران از طریق فروش اوراق مشارکت تنها در پروژه‌های شهرداری خلاصه نمی‌شود؛ بلکه بسیاری از پروژه‌های زیرساختی در وزارت نیرو و مسکن و شهرسازی و سایر دستگاه‌های دولتی هم از این روش به تأمین مالی مورد نیاز خود اقدام کرده‌اند. در ذیل، به بیان خلاصه‌ای از تاریخچه انتشار اوراق مشارکت جهت بازسازی و نوسازی بافت‌های فرسوده اشاره‌ای خواهیم نمود:

اوراق ثامن

اولین بار، شرکت مسکن سازان خراسان به موجب مجوز شماره ۷۴۴/نم مورخ ۷۵/۲/۵ بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران و بر اساس مقررات ناظر بر انتشار اوراق مشارکت مصوب ۷۳/۴/۴ شورای پول و اعتبار (دستورالعمل اجرایی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران)، اقدام به انتشار اوراق مشارکت ثامن نمود. طبق مجوز مزبور، مقرر گردید اوراق مشارکت پنج ساله در سه مرحله به شرح ذیل منتشر گردد:

- «مرحله اول»: ۲۵ میلیارد ریال پس از صدور مجوز بانک مرکزی به مدت ۵ سال؛
- «مرحله دوم»: ۲۵ میلیارد ریال، شش ماه پس از اولین انتشار به مدت ۴/۵ سال؛ و
- «مرحله سوم»: ۳۰ میلیارد ریال ۱۲ ماه پس از اولین انتشار به مدت ۴ سال.

این در حالی است که اوراق مشارکت مرحله اول در تاریخ ۷۵/۵/۲۷، اوراق مشارکت مرحله دوم با ۴ ماه تأخیر در تاریخ ۷۶/۴/۱ (حدود ۱۰ ماه پس از اولین مرحله) و اوراق مشارکت مرحله سوم نیز در تاریخ ۷۷/۳/۲ با ۱۰ ماه تأخیر (حدود ۲۲ ماه پس از اولین مرحله) منتشر گردید و این امر باعث اختلال در جریان نقدینگی و تأمین مالی پروژه‌های اجرایی گردیده است. هدف از انتشار اوراق مشارکت تأمین مالی مبلغ ۸۰ میلیارد ریال برای خرید املاک واقع در دو محور از خیابان‌های اصلی طرح و آماده سازی و احداث بنا در محدوده‌های مشخص شده بوده

مدیریت شهری

دو فصلنامه مدیریت شهری
Urban Management
ویژه‌نامه شماره بهار و تابستان ۱۳۹۰

۱۰۲

مطهر می‌شود، اهمیت بسزایی دارد.

اوراق نیایش سامان

در سال ۸۶، وزارت مسکن و شهرسازی اقدام به انتشار اوراق مشارکت و تخصیص مبلغ ۷۵ میلیارد ریال از این اوراق به طرح بهسازی و نوسازی نمود. لازم به ذکر است که منطقه ثامن، ۸۰ میلیارد ریال از این محل هزینه کرده است که با توجه به سهم تعیین شده فعلی، باید ۵ میلیارد ریال را پرداخت نماید. فروش این اوراق در اسفند ماه ۸۶ آغاز شد و پس از پایان مهلت مقرر در تیرماه ۸۷ هم مجدداً فروش آن انجام شد. در محدوده ثامن، پروژه‌های نیایش و سامان برای این منظور معرفی شدند که در مراحل بعدی، آزادسازی پروژه‌های حافظ و سعدی و مبین مورد عمل قرار گرفت و تملک اراضی آن همچنان ادامه دارد. در حال حاضر، ۳۲۳۰ متر از املاک و اراضی‌های واقع در این محدوده با صرف هزینه‌ای بالغ بر ۴۶۰۴۴ میلیون ریال خریداری شده است و همچنین ۱۳۳۱ متر از املاک شرکت مسکن‌سازان به مبلغ ۲۵۴۰۰ میلیون ریال به نام شرکت مادر تخصصی عمران و بهسازی شهری منتقل شد. بخش عمده‌ای از تملک املاک دو پروژه حافظ و سعدی در حال حاضر انجام شده و امید است، پروژه مبین نیز تا پایان امسال پیشرفت قابل ملاحظه‌ای داشته باشد. به این ترتیب، سه پروژه آن هم به صورت متمرکز قابل واگذاری به سرمایه‌گذاران می‌باشد که موجب تأمین مالی برای اجرای چند پروژه دیگر خواهد شد. پروژه‌های مذکور در محدوده شارستان قطاع دو سمت خیابان شیرازی قرار دارند که سایر پروژه‌های این محدوده شامل پروژه‌های سنگ‌سازان و امید دارای سرمایه‌گذار می‌باشند. به این ترتیب، پروژه‌های یک ضلع شارستان همگی آزادسازی خواهند شد که رونق در محدوده رابه دنبال دارد.

اوراق ۸۸ شهرداری

با توجه به رکود بازار و کمبود نقدینگی در سال جاری، یکی از مشکلاتی که طرح بهسازی و نوسازی با آن مواجه شده است، کمبود منابع مالی و عدم سرمایه‌گذاری در پروژه‌های بافت مرکزی می‌باشد. ایجاد انگیزه برای سرمایه‌گذاری در بافت می‌باشد. مقرر شد در این سال،

۲۰۰۰ میلیارد ریال اوراق مشارکت از طریق شهرداری منتشر گردد که ۱۰۰۰ میلیارد ریال آن به طرح بهسازی و نوسازی اختصاص می‌یابد که سود علی‌الحساب اوراق ۱۷ درصد و برای ۴ سال در نظر گرفته شده است. محدوده‌های معرفی شده به این منظور، خیابان‌های شعاعی قطاع یک، حاشیه نواب و شارستان رضوی شرق سمت طبرسی می‌باشد. با توجه به وضعیت پروژه‌های معرفی شده، می‌توان گفت آزادسازی املاک واقع در هر کدام از این محدوده‌ها، منافع زیادی را برای طرح به دنبال دارد و موجبات تسریع در امر بهسازی و نوسازی بافت فرسوده اطراف حرم مطهر را فراهم می‌آورد.

اوراق ۸۹ شهرداری

مجموع اوراق منتشره برای این سال، ۵۰۰۰ میلیارد ریال در نظر گرفته شده است که ۳۰۰۰ میلیارد ریال برای قطاع ۴ بافت فرسوده پیرامون حرم مطهر و ۳۰۰۰ میلیارد ریال برای تأمین مالی پروژه‌های طرح میدان شهدا منتشر شده است.

تفاوت صکوک با اوراق مشارکت

در جدول شماره ۳ تفاوت‌ها و اشتراک‌های اوراق مشارکت و صکوک اجاره به‌طور خلاصه آورده شده است. همان‌طور که مشهود است، تفاوت‌های قابل توجهی بین این دو نوع از اوراق وجود دارد.

پیشینه‌ی تحقیق

– در زمینه پیشینه تحقیق می‌توان به موارد زیر اشاره داشت:

- زهتابیان (۱۳۸۱) در مقاله‌ای با عنوان صکوک سرمایه‌گذاری، به تبیین قواعد فقهی مرتبط با انتشار و معاملات صکوک سرمایه‌گذاری می‌پردازد تا با رعایت این نکات، مؤسسات مالی اسلامی بتوانند از صکوک سرمایه‌گذاری بهره ببرند.

- موسویان (۱۳۸۹) در مقاله‌ای با عنوان صکوک مضاربه؛ ابزاری مناسب برای توسعه بخش صادرات ایران، ضمن ارائه مدل‌های عملیاتی اوراق مضاربه در بخش صادرات، نشان می‌دهد که اوراق مضاربه از لحاظ فقهی و اقتصادی



جدول ۳. وجوه اشتراک و افتراق اوراق مشارکت و صکوک اجاره؛ ماخذ: قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت مصوب ۱۳۷۶/۶/۳۰ مجلس شورای اسلامی و دستورالعمل انتشار اوراق اجاره ۱۳۸۹/۵/۱۱ سازمان بورس و اوراق بهادار

ردیف	موضوع	اوراق مشارکت	صکوک اجاره
۱	نحوه اخذ مجوز انتشار	بانک مرکزی، طرح‌های مشمول این قانون به استثنای طرح عمرانی انتفاعی دولت موضوع ماده ۳، را که توسط شرکت‌های دولتی، شهرداری‌ها و مؤسسه‌ها و شرکت‌های غیردولتی موضوع ماده ۱ ارائه می‌شود، بررسی نموده و در صورتی که دارای توجیحات کامل اقتصادی، فنی و مالی باشد، پس از ارائه تضمین کافی توسط مؤسسه و یا شرکت متقاضی به بانک عامل، مجوز انتشار به میزان لازم صادر خواهد بود.	به منظور اخذ مجوز عرضه عمومی اوراق اجاره، واسط اوراق موظف است، علاوه بر رعایت کلیه مقررات ثبت و عرضه عمومی اوراق بهادار، امیدنامه انتشار اوراق اجاره را به سازمان ارائه نماید.
۲	نوع عرضه	عمومی	محدود
۳	مالیات	معاف	معاف
۴	مصرف وجوه	در غیر از موضوع انتشار طرح، در حکم تصرف غیرقانونی در وجوه و اموال عمومی محسوب خواهد شد.	تنها برای مصارف و زمینه‌های مجاز اسلامی می‌تواند باشد.
۵	ارزش اوراق	اصل بدهی در اوراق مشارکت قابلیت افزایش ندارد	امکان افزایش اصل دارایی و در نتیجه افزایش ارزش خود ورقه صکوک وجود دارد
۶	مدت انتشار	خاتمه طرح موضوع انتشار	مدت زمان اجاره نباید از ۸۰٪ عمر مفید دارایی بیشتر باشد.
۷	مخارج نگهداری	ندارد	مخارج نگهداری مربوط به ویژگی‌های اصلی دارایی به عهده مالک است، در حالی که هزینه‌های نگهداری مربوط به عملیات با آن بر عهده مستأجر است.
۸	فروش و پرداخت سود	توسط عامل	فروش توسط واسط پرداخت سود توسط امین
۹	پرداخت سود	نقد	نقد
۱۰	تأمین نقدینگی	تعهد و ارائه تضمین‌های لازم	دارایی‌هایی که نقدینگی پایینی دارند و یا غیرنقد هستند از ترازنامه خارج شده و وجوه نقد جایگزین آن می‌شود.
۱۱	ابزار مالی انتفاعی	می‌باشد	می‌باشد

مدیریت شهری

دو فصلنامه مدیریت شهری
Urban Management
ویژه‌نامه شماره بهار و تابستان ۱۳۹۰

۱۰۴

۱۲	قابل معامله در بازار ثانویه	می‌باشد	می‌باشد
۱۳	کیفیت توزیع سود	ناشرین اوراق طبق زمان‌بندی معین نسبت معینی از اصل سرمایه را به صورت سود به صاحبان اوراق پرداخت می‌کنند.	مشابه اوراق مشارکت
۱۴	ناشر	دولت، شرکت‌های دولتی، شهرداری‌ها، مؤسسه‌ها و نهادهای عمومی غیردولتی، مؤسسه‌های عام‌المنفعه، شرکت‌های وابسته به دستگاه‌های مذکور، شرکت‌های سهامی خاص و شرکت‌های تعاونی تولیدی	بانی دارای شرایط زیر است: ثبت در ایران حداکثر نسبت بدهی به جمع دارایی ۹۰٪ گذشت حداقل دو سال از زمان تأسیس ارائه اظهارنظر مؤسسه حسابرسی معتمد سازمان درخصوص آخرین صورت‌های مالی اظهارنظر مربوطه نباید به صورت اظهار نظر مردود یا عدم م اظهارنظر باشد.
۱۵	پایان انتشار	پرداخت ارزش اسمی اوراق	جریان نقدی حاصل از اجاره‌بها نیز متوقف می‌شود. مالکیت دارایی‌های مورد اجاره نیز در اختیار دارندگان صکوک است. بانی می‌تواند همراه با اوراق صکوک برگه‌های اختیار معامله نیز در اختیار سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرد تا بر حسب نوع اختیار، در صورت تمایل سرمایه‌گذاران (اختیارفروش) و یا تمایل بانی (اختیارخرید) بتوانند دارایی‌های مربوطه را در زمان انقضای قرارداد اجاره به قیمت اسمی به خود بانی بفرشند.
۱۶	ریسک	تضمین بازپرداخت اصل و سود متعلق در سررسیدهای مقرر در اوراق، در صورت عدم ایفای تعهدات از محل تضمین‌ها تأمین مالی خواهد شد.	مراجعه شود به مقاله مدیریت ریسک اوراق بهادار اجاره (صکوک اجاره). ابوذر سروش، محسن صادقی، فصلنامه اقتصاد اسلامی، پاییز ۱۳۸۶
۱۷	مسئولیت دارندگان اوراق	هیچ‌گونه مسئولیتی در قبال شرایط ناشر ندارد.	مسئولیت تعریف شده در قرارداد در ارتباط با دارایی، پروژه و خدمات
۱۸	ماهیت	بدهی ناشر محسوب می‌شود.	بدهی ناشر محسوب نمی‌شود؛ ولی سهم مالکیتی مشاع از دارایی معینی را دارد.
۱۹	پشتوانه دارایی	به طور کلی نیازی به پشتوانه دارایی ندارد.	به پشتوانه دارایی نیاز دارد.
۲۰	حقوق	اعتباردهندگان، بر سرمایه‌ای که آورده‌اند، مدعی‌اند در بعضی موارد بر دارایی‌ها نیز ادعای مالکیت دارند.	ادعای مالکیت بر دارایی معینی را دارد.

ابزاری مناسب برای تأمین مالی بخش صادرات است.

- **تسخیری (۱۳۸۷)** به بررسی مبانی شرعی اوراق بهادار اسلامی (صکوک) می‌پردازد و به این نتیجه دست می‌یابد که اوراق بهادار اسلامی گرچه از جهت شیوهی عملیاتی، شباهت‌هایی با اوراق بهادار ربوی دارند؛ اما از جهت محتوا و ماهیت حقوقی تفاوت‌های اساسی دارند.

- **مهربانی (۱۳۸۹)** در پژوهشی ضمن معرفی ابزارهای تأمین مالی به بررسی پیش‌نیازها و الزامات برای موفقیت این ابزارها در جهت تأمین مالی پروژه‌های شهرداری می‌پردازد و به این نتیجه می‌رسد که اساسی‌ترین راهکار شهرداری برای برون‌رفت از تنگه‌های مالی، دستیابی به بازار مالی کارآمد و پویا و حاکمیت شرکتی است.

- **آیینی (۱۳۸۹)** در مقاله‌ای با عنوان تأمین مالی صنعت بهسازی و نوسازی شهری به بررسی پیش‌شرط‌های ورود سرمایه‌های خرد و کلان به این صنعت پرداخته است و با ذکر این نکته که بهسازی و نوسازی شهری، به دلیل نزدیک بودن ویژگی‌ها و مختصات آن با ویژگی‌ها و مسائل بخش مسکن و ساختمان، به این نتیجه رسیده است که بهسازی و نوسازی شهری می‌تواند در قالب یک صنعت قابل سرمایه‌گذاری مطرح شود. در این حوزه، ویژگی‌های یک صنعت از جمله تغییر برای استفاده‌ی بیشتر و بهتر و خلق ارزش افزوده فراهم است.

- **عبده تبریزی (۱۳۸۶)** در پژوهشی به شیوه‌های تأمین مالی پروژه‌های مجتمع تجاری- اداری و مسکونی مجد مشهد (فاز دوم) پرداخته است. در این پژوهش، با مقایسه روش‌های مالی برشمرده شده در گزارش با تأکید بر زمان‌بندی اجرا، محدودیت‌های هر روش و از طرفی با در نظر گرفتن شرایط اقتصادی، سیاسی داخلی و بین‌المللی فعلی و قابلیت‌ها و محدودیت‌های جاری نهاده‌های مالی و سرمایه‌ای، روش صندوق عام که جزو روش‌های مبتنی بر سرمایه است را، به عنوان در دسترس‌ترین و کاربردی‌ترین روش برای شرکت عمران و مسکن‌سازان شرق پیشنهاد می‌نماید.

- **جعفرزاده (۱۳۸۸)** در مقاله‌ای به بررسی و معرفی شیوه‌های موفق تأمین مالی بکارگرفته شده در طرح بهسازی و نوسازی اطراف حرم مطهر امام رضا (ع) پرداخته است.

پیشینه تجربی در استفاده از صکوک

۱) صکوک بین‌المللی مالزی

اولین ابزار مالیه‌ی اسلامی که در سطح بین‌المللی منتشر گردید، صکوک بین‌المللی مالزی است. صکوک بین‌المللی مالزی بود که نخستین بار به ارزش ۶۰۰ میلیون دلار در سال ۲۰۰۲ منتشر شد. هدف گذاری آن نه تنها سرمایه‌گذاران اسلامی شرق آسیا، بلکه سرمایه‌گذاران سنتی در اروپا، آسیا و آمریکا نیز بود. این اوراق، در بورس اوراق بهادار لوکزامبورگ نیز پذیرفته شد. صکوک مالزی، نخستین بار با لحاظ موازین شرعی توسط کمیته‌ی نظارتی بازار مالی بین‌المللی اسلامی منتشر شد. ۵۱ درصد از این اوراق، در خاورمیانه و ۳۰ درصد به سرمایه‌گذاران آسیایی در آسیا فروخته شد. تعداد زیادی از سرمایه‌گذاران خاورمیانه، در این بازار مشارکت کرده و برای رشد بازار سرمایه و افزایش همکاری‌های کشورهای اسلامی از طریق ابزارهای مالی قابل پذیرش جهانی، تلاش کردند.

از دیگر اوراق بهاداری که در قالب اوراق قرضه‌ی اسلامی در سطح بین‌المللی منتشر گردید، می‌توان به صکوک‌کی که به ارزش ۱۵۰ میلیون دلار در بورس بین‌المللی لایوان پذیرفته شد، اشاره نمود. مالزی تا اواخر سال ۲۰۱۰ میلادی بزرگ‌ترین ناشر صکوک باقی ماند و از این میان ۶۴/۶ درصد سهم بازار این اوراق را بدست آورد (2010 MIFC). اوراق صکوک در این کشور به ارزش‌های سایر کشورها نیز منتشر می‌گردد و از این رو، بازار سرمایه این کشور به بازار اسلامی چند ارزی بین‌المللی تبدیل شده است. صکوک‌کی که به ارزش‌های خارجی منتشر شده‌اند، از طریق دولت مرکزی مالزی، شرکت Holdings Inc و Nomura و شرکت Khazanah Nasional Bhd در هشت ماهه‌ی اول سال ۲۰۱۰ منتشر شده‌اند. در سال ۲۰۱۰، معادل ۱۵ صکوک جدید در بورس مالزی منتشر شده است که بالغ بر ۷۰/۵ میلیارد رینگت (واحد پول مالزی) بوده است (وزارت دارایی مالزی، ۲۰۱۰). همچنین این کشور در ماه ژوئن سال ۲۰۱۰، بزرگ‌ترین انتشار صکوک در جهان را به ارزش ۱/۲۵ میلیارد دلار معادل ۳/۸۶ رینگت مالزی صورت داده است که دارای بازدهی ۳/۹۲۸ درصد است.

۲) صکوک بین‌المللی قطر

دولت قطر در سال ۲۰۰۳ اقدام به انتشار ۷۰۰ میلیون دلار

صکوک کرد که سررسید آن، سال ۲۰۱۰ بود. صکوک بین‌المللی قطر به عنوان یک ابزار مالی خاص در قطر به وجود آمد. این نخستین تجربه‌ی قطر در انتشار اوراق قرضه اسلامی بین‌المللی است که دولت آن را عرضه کرد. مؤسسه P*S این اوراق را با رتبه A+ رتبه‌بندی کرده و HSBC بازاریابی آن را به عهده دارد.

۳) صکوک بین‌المللی اردن

دولت اردن در نظر دارد تا صکوک ۵ ساله‌ای، به ارزش ۷۵۰ میلیون دلار در سال ۲۰۱۱-۲۰۱۰ منتشر کند. برنامه‌ی این دولت مبنی بر انتشار این اوراق بانرخ بهره ۳/۸۷۵ درصد با نرخ ثابت است که به صورت هر شش ماه یکبار، سود آن پرداخت می‌شود. انتشار این اوراق توسط ائتلافی از بانک‌های بین‌المللی JP Morgan، Credit Suisse، Arab Bank و HSBC انجام خواهد شد (وزارت اقتصاد اردن، ۲۰۱۰).

جدول شماره ۴ بیانگر این مطلب می‌باشد که استفاده از ابزارهای تأمین مالی اسلامی نه تنها در بین کشورهای اسلامی، بلکه در سایر کشورها هم از مقبولیت زیادی برخوردار است.

۴- صکوک اجاره در ایران در اسفند ماه سال ۱۳۸۹، مرحله نخست عرضه اوراق اجاره در فرابورس ایران انجام شد تا این ابزار مالی اسلامی به عنوان یک ابزار مالی جدید، به طور رسمی فعالیت خود را در بازار سرمایه ایران آغاز کند که در ادامه به مشخصات اوراق اجاره که توسط شرکت هواپیمایی ماهان و بانک سامان به کار برده شده است، پرداخته می‌شود.

تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار^۲

واژه‌ی «تبدیل به اوراق بهادار کردن»، یکی از واژه‌هایی است که از ظهور آن در ادبیات مالی جهان، بیش از دودهمه نمی‌گذرد. «تبدیل به اوراق بهادار کردن» فرآیندی است که طی آن، دارایی‌های مؤسسه‌ی مالک دارایی یا بانی^۳ از ترانامه‌ی آن مؤسسه جدا می‌شود، در عوض، تأمین وجوه توسط سرمایه‌گذارانی انجام می‌شود که یک ابزار مالی قابل مبادله را می‌خرند و این ابزار نمایانگر بدهکاری مزبور می‌باشد، بدون اینکه به وام‌دهنده‌ی اولیه، مراجعه‌ای صورت پذیرد (نجفی، ۱۳۸۵).

در جایی دیگر، در تعریف تبدیل به اوراق بهادار کردن

جدول ۴. انواع صکوک اسلامی منتشر شده توسط مؤسسات مالی مختلف؛ ماخذ: پژوهشکده پولی و بانکی پاییز ۱۳۸۵

مؤسسات ناشر صکوک	تاریخ انتشار	کشور ناشر	میزان انتشار بر اساس معادل دلاری	سود سررسید
شرکت سهامی تجاری املاک و مستغلات	۲۰۰۵	کویت	۱۰۰	لایبور ۶ ماهه + ۱/۲۵ / ۵ ساله
بانک سرمایه‌گذاری سهامی	۲۰۰۴	بحرین	۹۱/۵	۱/۲۵ درصد + یورو و لایبور ۲ ساله
شرکت RH	۲۰۰۵	مالزی	۲۳	۱۰/۵ ساله
صکوک کنسرسیوم دریایی	۲۰۰۵	مالزی	۲۰۷	۶/۲۵ تا ۸/۵۷ درصد ثابت / ۵ تا ۱۳ ساله
صکوک شرکت مشارکتی	۲۰۰۵	مالزی	۲۷	۵ ساله
شرکت نشر صکوک با مسئولیت محدود	۲۰۰۶	پاکستان	۱۳۴	لایبور ۶ ماهه + ۰/۳۵ درصد / ۷ ساله
صکوک PCFC	۲۰۰۶	امارات	۳۵۰۰	۱۰/۱۲۵ درصد تا ۷/۱۲۵ / ۲ ساله
تراست استیجینگ	۲۰۰۴	آلمان	۱۲۰	یورو لایبور ۶ ماهه + ۱/۱ / ۵ ساله
مؤسسه کارادان (سهامی) با مسئولیت محدود	۲۰۰۴	انگلستان	۲۷/۳	۶ درصد ثابت / ۵ ساله
شرکت سهامی آر کاپیتا	۲۰۰۳	بحرین	۷۵	-

2. Asset securitization

3. Originator



دو فصلنامه مدیریت شهری
Urban Management

ویژه‌نامه شماره بهار و تابستان ۱۳۹۰

جدول ۵. مشخصات اوراق اجاره ماهان؛ ماخذ: شرکت تأمین سرمایه امین.

نوع دارایی	Airbus۳۰۰ B۴-۶۰۵R
ارزش دارایی	میلیون ریال ۲۹۱,۵۰۰
نوع اجاره	اجاره به شرط تملیک
مدت اجاره	۴ سال
مقاطع پرداخت اجاره	هر ۳ ماه یک بار از تاریخ شروع عرضه
تعداد اوراق قابل انتشار	۲۹۱,۵۰۰ ورقه
مبلغ اسمی هر ورقه اجاره	یک میلیون ریال
نرخ سود	۱۷/۵ درصد سالانه
ناشر	شرکت واسط مالی بهمن
عامل فروش	شرکت تأمین سرمایه نوین
ضامن	بانک اقتصاد نوین
عامل پرداخت سود	شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه

در ۱۹۸۰ در تأمین مالی متعارف رایج شد و در دهه‌ی ۱۹۹۰، در ساختارهای مختلف معاملات مالی توسط بانک‌های سرمایه‌گذاری اسلامی در زمینه‌ی مشارکت در پروژه‌ها، مورد استفاده قرار گرفت. به دلیل چنین تجربه‌ای، متخصصان مالی در بانک‌های اسلامی و نیز علمای شریعت تقریباً با ایده‌ی اوراق بهادار کردن و نیازهای اجرایی آن آشنا بودند. بنابراین ایده‌ی اوراق اجاره-دارایی و آشنایی با جزئیات عملیاتی دارایی‌های تبدیل

آمده است: «تبدیل به اوراق بهادار کردن، فرآیندی است که در آن واسطه‌های مالی مانند بانک‌های تجاری، حذف شده و اوراق بدهی قابل خرید و فروش مستقیماً به سرمایه‌گذاران فروخته می‌شود.» در واقع، یک شرکت تأمین سرمایه^۴، مجموعه‌ای از دارایی‌های مالی را جمع نموده و اوراق بدهی را برای تأمین مالی آن مجموعه به سرمایه‌گذاران بیرونی می‌فروشد (نجفی، ۱۳۸۵). ایده‌ی تبدیل کردن دارایی‌ها به اوراق بهادار، در دهه‌ی

مدیریت شهری

دو فصلنامه مدیریت شهری
Urban Management
ویژه‌نامه شماره بهار و تابستان ۱۳۹۰

۱۰۸

جدول ۶. مشخصات صکوک اجاره بانک سامان؛ ماخذ: شرکت تأمین سرمایه امین.

نوع دارایی	۸ باب ساختمان
ارزش دارایی	۱,۰۰۰,۰۰۰ میلیون ریال
نوع اجاره	اجاره به شرط تملیک
مدت اجاره	۴ سال
مقاطع پرداخت اجاره	هر ۳ ماه یک بار از تاریخ شروع عرضه
تعداد اوراق قابل انتشار	۱,۰۰۰,۰۰۰ ورقه
مبلغ اسمی هر ورقه اجاره	یک میلیون ریال
نرخ سود	سالانه ۱۷/۵ درصد
ناشر	شرکت مالی واسط مالی اسفند
عامل فروش	شرکت تأمین سرمایه امین
ضامن	بانک اقتصاد نوین
عامل پرداخت سود	شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه

شده به اوراق بهادار منجر به توسعه‌ی صکوک اجاره شد.

تعریف صکوک

فرهنگ «المنجد» واژه‌ی «صک» (جمع آن اُصک، صُکوک و صِکاک) را کتاب، نامه و رسید دریافت پول و غیره 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 واژه‌ی چک در فارسی است. اعراب این واژه را توسعه دادند و آن را بر کلیه‌ی انواع حوالجات و تعهدات به‌کار 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.» (صادقی، ۱۳۸۷، ص ۱۵۸). «استاندارد شرعی شماره‌ی ۱۷ سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی»، صکوک را این‌گونه تعریف کرده است:

گواهی‌هایی با ارزش اسمی یکسان که پس از اتمام عملیات پذیره‌نویسی، بیانگر پرداخت مبلغ اسمی مندرج در آن توسط خریدار به ناشر است و دارنده‌ی آن مالک یک یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها، منافع حاصل از دارایی و یا ذی‌نفع یک پروژه یا یک فعالیت سرمایه‌گذاری خاص می‌شود.

«حق و عباس»^۵، «کحف»^۶، «الگاری»^۷ و «زرقا»^۸ ایده‌های اصلی درباره انتشار صکوک را ارائه کردند. هم‌چنین «سویلیم»^۹ و «الگامل»^{۱۰} به‌دقت عامل عدم اطمینان را در حوزه‌ی نظام مالی اسلامی مورد بررسی قراردادده‌اند (Arsalan Tariq & Dar, 2007: 204-206).

ایده‌ی نخستین انتشار اوراق اسلامی به دهه ۱۹۸۰ بر می‌گردد. در آن زمان کوشش‌های فراوانی به‌وسیله

بانک‌های اسلامی جهت غلبه بر مسئله‌ی نقدینگی صورت گرفت. در جولای ۱۹۸۳، بانک مرکزی مالزی در جایگاه پیشگام در این زمینه، از اوراق بهادار دولتی یا اسناد خزانه که بهره پراخت می‌کردند، استفاده نکرد و به جای آن از اوراق بدون بهره به نام گواهی سرمایه‌گذاری دولتی استفاده کرد. نرخ سود این اوراق، از رابطه‌ی ثابتی تبعیت نمی‌کرد و بیشتر بر ملاحظه‌های کیفی طرح تأکید می‌شد. برای تعیین نرخ بازدهی، معیارهای گوناگونی مانند وضعیت کلان اقتصادی، نرخ تورم و نرخ بازدهی دیگر اوراق بهادار مشابه، مورد توجه قرار می‌گرفت؛ بدین ترتیب، شبهه‌ی ربوی بودن سود به ظاهر برطرف می‌شد و افراد مسلمان به خرید این اوراق اقدام می‌کردند (پهلوان و رضوی، ۱۳۸۶، ص ۱۰).

در دهه‌ی ۱۹۹۰، هم‌زمان با گسترش ساختارهای گوناگون معاملات مالی به وسیله‌ی بانک‌های اسلامی، ایده‌ی استفاده از ابزارهای مالی اسلامی، نیز تشدید شد. به‌دنبال آن، متخصصان مالی در کنار عالمان دینی به مطالعه‌ی راهکارهای مناسب اقدام کردند. ایده‌ی انتشار اوراق اجاره برای نخستین بار به وسیله «منذر کحف»^{۱۱} در مقاله‌ی معروف وی با عنوان استفاده از اوراق اجاره دارایی برای پوشش شکاف بودجه در سال ۱۹۹۷ مطرح شد و پس از بررسی جزئیات عملیات آن، انتشار آن آغاز شد (همان، ص ۲۳).

استفاده از لفظ صکوک جهت ابزارهای مالی اسلامی برای نخستین بار در سال ۲۰۰۲ در جلسه‌ی فقهی «بانک توسعه‌ی اسلامی» (IDB)^{۱۲} پیشنهاد شد. بعد از آن، سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی (AAOIF)^{۱۳} اقدام به معرفی چهارده نوع صکوک کرد. یکی از مهم‌ترین انواع صکوک معرفی شده «صکوک اجاره»^{۱۴} است. صکوک اجاره در حقیقت اوراق بهاداری است که دارنده آن به صورت مشاع، مالک بخشی از دارایی است که منافع آن بر اساس قرارداد اجاره به

مدیریت شهری

دو فصلنامه مدیریت شهری
Urban Management

ویژه‌نامه شماره بهار و تابستان ۱۳۹۰

۱۰۹

5. Haque & Abbas, 1999
6. Kahf, 1997
7. Elgari, 1997
8. Zarqa, 1997
9. Suwailem -Al, 2000
10. Gamal-El, 2000

11. Monzer Kahaf
12. Islamic Development Bank
13. Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institution
14. Ijarah Sukuk

مصرف کننده یا بانی واگذار شده است (سروش، ۱۳۸۶، ص ۱۵).

در صکوک اجاره، حق استفاده از منافع دارایی یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها، در برابر اجاره بها از مالک به شخص دیگری منتقل می‌شود. مدت قرارداد اجاره مشخص است و می‌تواند اجاره بها را در ابتدای دوره، انتهای دوره، با سررسیدهای ماهانه، فصلی یا سالانه پرداخت کرد. از آن جاکه، صکوک اجاره اوراق بهاداری است که بیانگر مالکیت مشاع فرد است، می‌توان آن را در بازار ثانویه و به قیمتی که به وسیله عامل‌های بازار تعیین می‌شود، معامله کرد (سروش، ۱۳۸۶، ص ۱۶).

بر اساس بند ۱ ماده ۱، ضوابط انتشار اوراق اجاره، صکوک اجاره (اوراق اجاره) اوراق بهاداری است که نشان دهنده‌ی مالکیت مشاع دارندگان آن، در دارایی مبنای انتشار اوراق است که اجاره داده می‌شود (سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۸۶، ص ۱). به‌طور کلی اوراق صکوک، برگرفته از فرآیند تبدیل به اوراق بهادار کردن است که در آن، واسط، دارایی‌هایی را به دست آورده و بر مبنای آنها اوراقی را منتشر می‌کند که نشان دهنده‌ی ذی نفع بودن دارندگان اوراق، از آن دارایی‌ها است. در نتیجه، شرط اصلی انتشار اوراق صکوک، وجود دارایی مشهود در ترازنامه‌ی نهادی است که قصد تجهیز منابع مالی خود را دارد (نجفی، ۱۳۸۵، ص ۳۲). ارزش اوراق صکوک منتشره در دنیا در نیمه اول سال ۲۰۰۷ به ۲۴ میلیارد دلار رسیده است که بیش از ارزش کل آن در سال‌های گذشته است (دولتی، ۱۳۸۸، ص ۱۵۴). در این میان، صکوک اجاره ۷۰ تا ۸۰ درصد تأمین مالی از طریق اوراق صکوک را به خود اختصاص می‌دهد.

انواع ساختار اوراق اجاره به منظور تأمین نقدینگی

شیوه کلی تأمین نقدینگی از طریق انتشار اوراق اجاره، بدین صورت است که ابتدا شرکتی یا سازمانی که احتیاج به نقدینگی دارد (بانی)، یکسری از دارایی‌های خود که بر شرایط دستورالعمل انتشار اوراق اجاره منطبق می‌باشند را انتخاب می‌کند. سپس یک شرکت با مقصد خاص (واسط) تأسیس می‌گردد. واسط از لحاظ قانونی دارای یک شخصیت کاملاً مستقل است. بانی دارایی‌های

منتخب را به صورت یک سبد دارایی به واسط می‌فروشد، با این توافق که واسط پس از خرید دارایی‌ها، مجدداً آنها را در قالب قرارداد اجاره، در اختیار بانی قرار دهد. مدت اجاره و هم‌چنین مبلغ اجاره بها با توافق طرفین تعیین می‌شود. واسط از طریق انتشار اوراق اجاره، دارایی‌های خود را به اوراق بهادار (صکوک) تبدیل می‌کند و مبلغ اجاره بهای دریافتی از بانی را بین دارندگان اوراق تقسیم می‌کند.

به منظور تأمین مالی

این روش نیز در حالتی که شرکتی یا سازمانی که نیاز به تأمین مالی دارد (بانی)، به منظور در اختیار گرفتن دارایی‌هایی که بر شرایط دستورالعمل انتشار اوراق اجاره منطبق می‌باشند، تقاضای انتشار این اوراق را داده و پس از ثبت نهاد واسط و انتشار اوراق اجاره توسط بانی، دارایی مورد نیاز توسط واسط خریداری و در قالب قرارداد اجاره در اختیار بانی قرار می‌گیرد.

۲- جایگاه قانونی و شرایط طرح موضوع انتشار اوراق اجاره

مبنای قانونی انتشار اوراق اجاره «دستورالعمل انتشار اوراق اجاره» مصوب ۱۳۸۹/۵/۱۱ شورای عالی بورس و اوراق بهادار می‌باشد. این قانون به نهادها و شرکت‌های دولتی، عمومی، خصوصی و تعاونی، این اجازه را می‌دهد که بتوانند بخشی از منابع مالی مورد نیاز خود را از طریق انتشار این نوع از اوراق تأمین نمایند. قانون دیگری که بر انتشار اوراق اجاره نظارت دارد، عبارت است از «دستورالعمل فعالیت نهادهای واسط» که ناظر بر تأسیس و فعالیت نهادهای واسط می‌باشد.

ماده (۱) - بر مبنای دستورالعمل انتشار اوراق اجاره، شخص حقوقی عمومی یا دولتی شامل وزارتخانه‌ها و اشخاص حقوقی مشمول ماده ۴ قانون محاسبات عمومی، قادر به انتشار قوانین و مقررات عمومی به آنها مستلزم ذکر یا تصریح نام آنهاست می‌بایست دارای شرایط زیر باشند:

- قالب حقوقی آن سهامی یا تعاونی باشد.

- مجموع جریان نقدی حاصل از عملیات آن در دو سال مالی اخیر مثبت باشد.

- «متعهد پذیره نویس»: وظیفه خرید اوراق فروش نرفته در مهلت مقرر را بر عهده دارد.

- «بازارگردان»: شخص یا اشخاص حقوقی دارای مجوز از سازمان که نسبت به بازارگردانی اوراق اجاره در بازار ثانویه اقدام می‌نماید.

- «عامل پرداخت»: شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه است که نسبت به پرداخت‌های مرتبط با اوراق اجاره در سر رسیدهای معین به سرمایه‌گذاران اقدام می‌نماید.

۴- نوع قرارداد اجاره

۱- «قرارداد از نوع اجاره به شرط تملیک» باشد؛ در این صورت در پایان مدت قرارداد، دارایی به تملک بانی در خواهد آمد.

۲- «اجاره همراه با شرط اختیار فروش برای ناشر»: بانی ضمن عقد اجاره ملزم می‌شود در صورت اعلام اراده سرمایه‌گذاران به فروش دارایی به وی، دارایی را خریداری نماید.

۳- «اجاره همراه با شرط اختیار خرید برای بانی»: سرمایه‌گذارن ضمن عقد اجاره ملزم می‌شوند، در صورت اعلام اراده بانی به خرید دارایی، دارایی را به وی بفروشند.

با توجه به روال‌هایی که در مراحل مختلف اجرا و انتشار اوراق اجاره ایجاد شده است می‌توان مراحل عملیاتی انتشار این اوراق و همین‌طور الزامات مربوط به هر مرحله را به صورت جدول شماره ۷ توصیف نمود:

امکان انتشار صکوک اجاره توسط شهرداری

در ابتدای این بخش تقسیم‌بندی کلی از دارایی‌های شهرداری با قابلیت تبدیل به اوراق بهادار، ارائه می‌شود. به‌طور کلی دارایی‌های شهرداری به سه دسته تقسیم می‌شوند:

۱- «اراضی و ابنیه با کاربری انتفاعی»: مشتمل بر:

- زمین‌های دارای کاربری تجاری، اقامتی، مسکونی؛ و
- ساختمان‌های احداثی شامل مسکونی، اقامتی تجاری.

- حداکثر نسبت مجموع بدهی‌ها به دارایی‌های آن ۹۰ درصد باشد.

- اظهار نظر بازرس و حسابرس شرکت در خصوص صورت‌های مالی دو دوره مالی اخیر آن مردود یا عدم اظهار نظر نباشد.

- بانی می‌بایست به منظور انتشار این اوراق، چه در حالت تأمین مالی (خرید دارایی توسط نهاد واسط و اجاره به بانی) و چه در حالت تأمین نقدینگی (فروش دارایی بانی به نهاد واسط و اجاره مجدد آن)، اقدام به انتخاب، معرفی و ارزش‌گذاری دارایی یا پرتفویی از دارایی‌های مورد نظر خود نماید که ارزشی حداقل برابر با ۵۰ میلیارد ریال را داشته باشند. این دارایی‌ها می‌بایست امکان واگذاری به غیر را دارا باشند و در قالب یکی از انواع زمین، ساختمان و تأسیسات، ماشین‌آلات و تجهیزات و وسایل حمل و نقل قرار داشته باشند.

۳- ارکان و فرآیند اجرایی انتشار اوراق

الف- ارکان انتشار اوراق اجاره عبارتند از:

- «بانی»: شخص حقوقی است که نهاد واسط برای تأمین مالی وی در قالب عقود اسلامی، اقدام به انتشار اوراق اجاره می‌نماید.

- «فروشنده»: شخص حقوقی است که اقدام به فروش دارایی به نهاد واسط می‌نماید.

- «مشاور عرضه»: بر اساس بند «ز» مصوبه مورخ ۸۷/۱۲/۳ هیأت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار، درخواست انتشار هرگونه اوراق بهادار، به غیر از سهام و اوراق مشارکت که نیازمند اخذ از سازمان می‌باشد، صرفاً از طریق مشاوران عرضه قابل ارائه به سازمان می‌باشد.

- «نهاد واسط (ناشر)»: شخص حقوقی است که به منظور نقل و انتقال دارایی، به وکالت از دارندگان اوراق اجاره و انتشار آن تشکیل می‌شود.

- «ضامن»: شخص یا اشخاص حقوقی است که پرداخت مبلغ اجاره بها و حسب مورد بهای خرید دارایی مورد اجاره توسط بانی به نهاد واسط را تضمین می‌نماید.

- «عامل فروش»: شخص حقوقی است که نسبت به عرضه اوراق اجاره از طرف ناشر برای فروش اقدام می‌کند.

۲- «اراضی و ابنیه با کاربری خدماتی»:

- کلیه اراضی دارای کاربری خدماتی شامل مجموعه‌های تفریحی، فضای سبز و غیره؛ و

- کلیه اراضی دارای کاربری بهره برداری در مجموعه‌های خدماتی شامل، شهر بازی‌ها، کیوسک‌ها، غرفه‌ها و غیره.

۳- «اموال منقول شهرداری»:

- کارخانه‌ی کمپوست، کارخانه‌ی پلاستیک‌سازی، کارخانه‌ی آسفالت؛

- ماشین‌آلات راهسازی اعم از لودر، گریدر و غیره؛ و

- اتوبوس و مترو.

همان‌طور که مشاهده می‌شود، شهرداری‌ها دارایی‌های مختلفی در اختیار دارند که محصول سرمایه‌گذاری‌های

متعددی است که قبلاً انجام داده‌اند. به پشتوانه‌ی

هر یک از این دارایی‌ها می‌توان اوراق بهاداری منتشر و به فروش رسانیده و از این راه، توان شهرداری‌های را در

دست‌یابی به منابع مالی جدید ارتقاء بخشید. در جایی مثل شهرداری، که اجرای پروژه‌های عمرانی و ارائه

خدمات شهری از اهمیت و اولویت خاصی برخوردار است، آزاد شدن منابع سرمایه‌ای برای اجرای پروژه‌های

مذکور ایجاب می‌نماید که منابع کمتری برای ساخت و یا خرید اموال غیرمنقول صرف شود. لذا با توجه به

قابلیت‌هایی که صکوک اجاره در تأمین منابع مورد نیاز شهرداری دارد، استفاده از این اوراق، امکان‌پذیر و جذاب

به نظر می‌رسد. با توجه به مدل کاربردی گفته شده، طرح اولیه آن است که به پشتوانه‌ی قابلیت درآمدزایی و

عایدات جاری سالیانه‌ی ساختمان‌ها در قالب اجاره‌ی ماهیانه یا سالیانه و یا درآمدزایی آتی ناشی از افزایش

قیمت ساختمان‌ها به عنوان یک ارزش افزوده، ساختمان‌های موجود شهرداری‌ها در فرآیند تبدیل به

اوراق بهادار نمودن، از طریق نهادهای واسطه به عموم مردم عرضه شود. این فرآیند شامل ارزش هر سهم و

تعیین تعداد اوراق هر ساختمان و اعلام عرضه‌ی عمومی خواهد بود. به دلیل توجیه اقتصادی حاصل از

این دو جریان مالی، می‌توان اوراق بهاداری را طراحی و منتشر نمود. عامه‌ی مردم با خرید این اوراق عملاً

مالک دارایی مربوطه به عنوان یک بنگاه اقتصادی می‌شوند و شهرداری با وجوه حاصله از فروش آن به

اجرای پروژه‌های عمرانی اقدام می‌نماید.

مزایای بهادار سازی دارایی‌ها برای شهرداری

مهم‌ترین مزیت و کارکردهای قابل توجه طرح پیشنهادی، تحقق تأمین مالی مجدد سرمایه‌های حبس

شده در ساختمان‌های موجود از طریق تبدیل این دارایی‌ها به اوراق بهادار نمودن است که می‌تواند

به اندازه‌ی ارزش روز ساختمان‌ها، بازار سرمایه‌ی عمران شهری را مجدداً توسعه داده و از فقر منابع نجات بخشد.

در صورت سازماندهی و هدایت سرمایه‌های کوچک مردم به سمت خرید این اوراق، می‌توان سرمایه‌های حبس

شده در بسیاری از ساختمان‌های مهم اداری، تجاری و خدماتی شهرداری‌ها را آزاد نمود تا آنها بتوانند برای

توسعه و عمران شهرها، گام‌های دیگری را بردارند. برای تأمین مالی بیشتر، در یک ساز و کار تشویقی در قالب

و جوه اداره شده در اختیار سیستم بانکی کشور قرار دهد، تا برای تأمین منابع اجرای طرح‌های عمران شهری و

نوسازی محلات فرسوده‌ی شهر، تسهیلات مناسب با کارمزد و سود ترجیحی پرداخت نمایند. از منظر مدیریت

مالی و سرمایه‌گذاری، فراهم نمودن فرصت سرمایه‌گذاری در دارایی‌های واقعی در مقابل دارایی‌های

مالی مانند سهام برای عموم مردم، تنوع بخشیدن به ابزارهای سرمایه‌گذاری در بخش زمین و مستغلات،

حمایت از اقشار ضعیف و متوسط جامعه و گسترش عدالت اجتماعی و افزایش ثروت خانوارها، تأمین سلاقی

سرمایه‌گذاران مختلف که دارای درجه‌ی ریسک‌پذیری و افق‌های سرمایه‌گذاری متفاوتی می‌باشند، جذب و

تخصیص بهینه منابع مالی مازاد جامعه به سرمایه‌پذیران (شهرداری‌ها)، بهره‌گیری از روش‌های بهینه‌ی تأمین

مالی به منظور برآورده ساختن نیازهای متنوع شهرها، رشد و توسعه‌ی متوازن زیرساخت‌های شهری و

هم‌چنین توسعه‌ی خدمات، استفاده از منابع عمومی در تسهیلات ارزان قیمت، استفاده از منابع عمومی در

چارچوب نظام پولی کشور، بهره‌گیری از نقدینگی‌های سرگردان جامعه جهت تأمین مالی پروژه‌های با بازده

مناسب و فراهم نمودن زمینه‌ی مشارکت بیشتر بخش خصوصی در عمران شهری کشور، افزایش نقدینگی

مدیریت شهری

دو فصلنامه مدیریت شهری
Urban Management

ویژه‌نامه شماره بهار و تابستان ۱۳۹۰

۱۱۲

جدول ۷. الزامات و فرایند انتشار اوراق صکوک؛ ماخذ: سازمان زمین و مسکن شهرداری مشهد.

مرحله	الزامات
۱- مذاکرات اولیه	امکان‌سنجی انتشار اوراق اجاره و در نظر گرفتن الزامات بانی تصمیم‌گیری در رابطه با دارایی‌ها با توجه به مشخصات اعلامی در دستورالعمل انتشار اوراق اجاره تعیین نوع قرارداد اجاره
۲- اخذ موافقت اصولی از سازمان بورس و اوراق بهادار	تهیه و ارسال مدارک زیر توسط مشاور به سازمان بورس: فرم تکمیل شده تقاضا، دریافت موافقت اصولی مطابق فرم‌های سازمان گزارش توجیهی هیأت مدیره یا رکن با کارکرد مشابه درخصوص انتشار اوراق اجاره (درمورد شهرداری، شورای اسلامی شهر مشهد) امضاء گزارش توجیهی توسط اکثریت اعضای هیأت مدیره گزارش هیأت مدیره دارای تاریخ باشد. اطه‌انظر حسابرس (از معتمدان سازمان) درخصوص گزارش توجیهی انتشار اوراق اجاره گزارش حسابرس بر اساس استاندارد ۳۴۰ حسابرسی (رسیدگی به اطلاعات مالی آتی) باشد، به همراه مهر و امضاء گزارش ویژه حسابرس در خصوص رعایت شرایط مشخصات عمومی دارایی (موضوع بند الف ماده ۱۱ دستورالعمل انتشار اوراق اجاره). تأیید استقلال ضامن از بانی توسط حسابرس گزارش کارشناس یا کارشناسان منتخب کانون کارشناسان رسمی دادگستری درخصوص دارایی و ارزش آن. اعلام موافقت فروشنده جهت فروش دارایی، مطابق فرم‌های تعیین شده توسط سازمان. نامه اعلام قبولی سمت توسط هریک از ارکان انتشار اوراق اجاره (عامل فروش، ضامن، متعهد، پذیرهنویس و بازارگردان). صورجلسه مجمع عمومی عادی به‌طور فوق‌العاده یا رکن با کارکرد مشابه درخصوص انتشار اوراق اجاره و در صورت تفویض صورجلسه هیأت مدیره بانی یا رکن با کارکرد مشابه درخصوص انتشار اوراق اجاره. آخرین اساسنامه ثبت شده بانی. یک نسخه از قرارداد شرکت با مشاور عرضه. تعیین و معرفی ناشر توسط شرکت مدیریت دارایی مرکزی بر اساس نامه موافقت اصولی سازمان.
دریافت مجوز نهایی انتشار اوراق	ارسال مدارک زیر توسط مشاور به سازمان بورس: فرم تکمیل شده بیانیه ثبت اوراق اجاره. یک نسخه از قراردادهای تنظیم شده با هریک از ارکان انتشار اوراق اجاره (ضامن، متعهد پذیرهنویس، بازارگردان، عاملیت فروش اوراق، تعهد فروش و اجاره دارایی). فرم تقاضا ثبت اوراق اجاره و فرم تأییدیه بانکی درخصوص اختصاص حساب بانکی برای جمع‌آوری وجوه ناشی از فروش اوراق اجاره. عرضه اوراق اجاره از طریق عامل فروش در مهلت تعیین شده. ارائه درخواست تمدید مهلت فروش اوراق اجاره در صورت لزوم از طریق مشاور با رعایت مقررات اعلام نتایج عرضه و فروش اوراق اجاره باید حداکثر ظرف مدت ۱۵ روز با استفاده از فرم‌های تعیین شده توسط مشاور به سازمان. صدور تأییدیه به تکمیل فرآیند توسط سازمان بورس. صدور تأییدیه برداشت وجوه از حساب ناشر و پرداخت به فروشنده توسط سازمان بورس. امضاء قرارداد فروش دارایی توسط بانی و فروشنده و ارسال یک نسخه به سازمان بورس. پس از انتقال دارایی به ناشر، امضاء قرارداد اجاره دارایی توسط بانی و ناشر و ارسال یک نسخه از اصل قرارداد به سازمان بورس.
عرضه اوراق و برداشت وجوه	
۵- انتقال دارایی	



دو فصلنامه مدیریت شهری
Urban Management
ویژه‌نامه شماره بهار و تابستان ۱۳۹۰

قیمت تمام شده‌ی خدمات ارائه شده، ضمن تدقیق و واقعی شدن قیمت تمام شده و امکان بودجه‌ریزی دقیق‌تر، فضای مناسبی برای رقابت مدیران شهرداری‌ها با مدیران بخش خصوصی فراهم می‌کند. از سوی دیگر، وقتی هزینه‌ی سالیانه و ماهیانه و حتی روزانه‌ی اجاره‌ی محل، مشخص و ملموس شود، تلاش برای صرفه‌جویی آغاز می‌گردد و رقابت منفی موجود برای توسعه‌ی فضای اداری، جای خود را به صرفه‌جویی خواهد داد. به عبارت دیگر، یک گام به سوی تحقق بودجه‌ریزی عملیاتی برداشته می‌شود. در هر صورت، بودجه‌ریزی عملیاتی شهرداری‌ها، نیازمند تعیین دقیق بهای تمام شده خدمات ارائه شده توسط آنها است.

به‌منظور آگاهی از دیدگاه مدیران محترم شهرداری مشهد در مورد کارایی اوراق اجاره‌ی صکوک، با سه تن از آنان در حوزه اداری مالی و درآمدی شهرداری مصاحبه‌ای انجام شده است که خلاصه آن در زیر آورده می‌شود. شهرداری مشهد در سال جاری در نظر دارد که مبلغ ۴۰۰۰۰۰۰۰۰۰ ریال (چهار هزار میلیارد ریال) اوراق صکوک اجاره به‌منظور تأمین بخشی از هزینه‌های مالی اجرای پروژه‌های شهری منشر نماید. در این شیوه، بانی که نیاز به سرمایه دارد، دارایی خود را اعم از منقول و غیرمنقول به شرکت حقوقی ثالثی واگذار کرده و سپس به صورت اجاره به شرط تملیک، ملک را اجاره می‌نماید. در حقیقت صکوک، نوعی قرض گرفتن مبتنی بر دارایی‌هاست و با توجه به رتبه‌بندی، اوراق صکوک به راحتی در بازارهای ثانویه و بورس، قابل معامله و فروش است و می‌توان از آن به عنوان گواهی سرمایه‌گذاری مشاع نیز نام برد. از جمله مزایای این شیوه برای تأمین مالی شهرداری‌ها را می‌توان به عدم محدودیت در مصرف و جوه حاصل شده، تحقق بودجه‌ریزی عملیاتی، سهل و وصول بودن، جذب سرمایه‌های خرد و عدم نیاز به طی کردن مراحل پیچیده اداری مانند فروش اوراق مشارکت نام برد هم‌چنین در این شیوه، تأمین مالی ماهیت و شائبه ربوی بودن پرداخت سود ثابت به سرمایه‌گذاری‌ها از بین رفته و شهرداری از املاک و ساختمان‌های موجود خود که جزو املاک مرده شهرداری از نظر سود سرمایه‌گذاری به‌شمار می‌روند،

شهرداری، جایگزینی دارایی‌هایی که نقدینگی پایینی دارند و یا غیر نقد هستند با جوه نقد، ریسک پایین و در نتیجه هزینه‌ی کمتر این شیوه‌ی تأمین مالی در مقایسه با روش‌های موجود و در نهایت استفاده‌ی مجدد شهرداری از دارایی تبدیل شده به اوراق اجاره، از دیگر مزایا و کارکردهای شیوه‌ی تأمین مالی به کمک ابزار صکوک اجاره است که در خور توجه می‌باشد.

اوراق صکوک اجاره و تحقق بودجه‌ریزی عملیاتی شهرداری‌ها

شهرداری به عنوان یک نهاد عمومی که عمده‌ی هزینه‌های ارائه خدمات خود را از محل دریافت عوارض مختلف از شهروندان تأمین می‌نماید؛ بیش از هر دستگاه دیگر، و به هر طریق ممکن، باید شهروندان را متقاعد نماید که با کمترین هزینه، بالاترین سطح خدمات را ارائه داده و از هرگونه هزینه‌ی اضافی جلوگیری می‌نماید. بهترین شاخص برای این منظور، تعیین قیمت تمام شده‌ی خدمات خود از طریق روش علمی بودجه‌ریزی عملیاتی است. در شرایط فعلی، هزینه‌ی پنهان بهره‌برداری از ساختمان‌های اداری و عملیاتی، در تعیین قیمت تمام شده لحاظ نمی‌شود. از آنجا که پس از عرضه‌ی صکوک ساختمان‌ها، شهرداری‌ها مالک ساختمان‌ها نیستند، ناچارند هزینه‌ی اجاره یا معادل اجاره بهای استفاده از ساختمان‌های مورد بهره‌برداری خود را در بودجه سالیانه‌ی خود پیش‌بینی و درج نمایند. یکی از اقلام عمده و دارای سهم قابل توجه در تعیین قیمت تمام شده، هزینه‌ی تأمین فضای اداری، دفترکار و ساختمان‌های مورد نیاز است که تاکنون، تأمین فضاهای مزبور و خرید ساختمان‌های اداری مورد نیاز، از محل بودجه و منابع داخلی در اختیار شهرداری‌ها، در قالب هزینه‌های سرمایه‌ای و یا هزینه‌ی تأمین تجهیزات صورت گرفته است که به دلیل غیرجاری بودن هزینه‌های مربوط و عدم ارائه‌ی صورت‌های مالی مربوط به آن، پنهان مانده‌اند. در صورت اجرای این پیشنهاد، شهرداری‌ها موظف می‌گردند هزینه‌های مربوط را در بودجه‌ی سالیانه‌ی خود پیش‌بینی نمایند. محاسبه نمودن هزینه‌ی استفاده از منافع جاری ساختمان‌ها در



استفاده خواهد کرد و با بکارگیری این شیوه باکسب سرمایه از محل این مستغلات، منابع مالی جدید برای اجرای سریع تر پروژه های شهری فراهم خواهد شد. خیرآبادی (قائم مقام معاونت مالی و اداری شهرداری مشهد، ۱۳۹۰) معتقد است که با توجه به عدم تحقق انتشار ۱۰۰۰ میلیارد ریال اوراق مشارکت، در نظر گرفته شده سال ۱۳۹۰ و هم چنین بازه زمانی ۴ ماهه تا پایان سال جاری لذا تعریف سایر منابع تأمین مالی از جایگاه ویژه ای برای شهرداری برخوردار است و استفاده از این روش مالی باعث تغییر رویکرد شهرداری خواهد شد. با توجه به این که، تاکنون مهم ترین شیوه تأمین مالی موجود برای شهرداری ها، روش انتشار اوراق مشارکت بوده است؛ این شیوه تأمین مالی، از مزیت هایی از جمله موارد ذیل برخوردار است:

- منابع حاصل از آن به پروژه خاصی تعلق نمی گیرد و هر پروژه ای که برای شهرداری در اولویت باشد به مصرف می رسد به عبارت دیگر، برای شهرداری محدودیتی در صرف منابع درآمدی آن وجود ندارد در حالی که در اوراق مشارکت به دلیل نظارت های بانک مرکزی، مصرف و جوه منابع حاصل از انتشار اوراق در غیر از موارد مجاز تخلف محسوب می شود.

- در اوراق مشارکت فقط توجیه اقتصادی طرح، اهمیت دارد. در حالی که در این اوراق علاوه بر توجیه اقتصادی، توجیه فنی، مالی و غیره نیز برای مدیریت اجرایی مهم می باشد.

در موضوع پشتوانه و ترهین املاک بلااستفاده شهرداری به مدار مصرف برمی گردد از جمله پارک ها، اموال و دارایی های منقول و غیر منقول نیز به مدار مصرف برمی گردد و بدین ترتیب، شهرداری از سرمایه هایش استفاده بهینه می نماید. در این روش، انتشار عمومی نمی باشد و در نتیجه تبلیغاتی برای آن صورت نمی گیرد، در نتیجه، تابع شرایط سیاسی و افکار عمومی جامعه نمی باشد. در بحث اوراق مشارکت به شهرداری اجازه مصرف و جوه حاصل از آن را جهت تملک و احداث داده نمی شود در حالی که در این نوع اوراق محدودیتی وجود ندارد. لذا با توجه به این مزیت ها، این روش نوین مالی می تواند راهگشا خوبی برای مباحث

کمبود نقدینگی و استفاده از پتانسیل های بالقوه شهرداری ها باشد که در راستای سیاست های تعقیبی شهرداری ها در ارتباط با مباحث درآمدی نیز می باشد. حسین پور (مدیر سابق درآمدهای شهرداری مشهد، ۱۳۹۰) در این رابطه اظهار داشتند که با توجه به خودکفایی شهرداری ها در مباحث درآمدی و خدمات رسانی های متعدد و تأمین زیرساخت های اساسی سطح شهر که نیازمند منابع درآمدی پایدار و قابل وصول می باشد، لذا از هر راهکار جدیدی که قابلیت به کارگیری پتانسیل های بالقوه شهرداری را داشته باشد، استقبال می نماید که از جمله این راهکارها، انتشار اوراق بهاداری به نام صکوک اجاره می باشد که چنانچه عملیاتی شود، تحول اساسی در منابع درآمدی شهرداری ایجاد خواهد کرد.

نتیجه گیری و پیشنهادات

در نوشتگان مدیریت مالی، مهم ترین کارکرد طراحی اوراق بهادار، تأمین مالی برای هدف های نهاد مالی منتشرکننده است. روشن است هرگونه ورق بهادار، برای انتشار باید پشتوانه ای مطمئن و پذیرفتنی داشته باشد تا اعتماد خریداران اوراق پیش گفته را بیرون از میزان و نوع بازده آن جلب نماید. هرگونه روند مالی یا نقدینگی مورد انتظار در آینده، دارایی ثابت، جاری، انواع امتیازات، حقوق مالی و غیرمالی و مانند این ها، می تواند به عنوان پشتوانه به کار گرفته شوند. تجربه ی دنیا، نشان از امکان پذیری تبدیل هرگونه دارایی به اوراق بهادار و تأمین مالی دوباره برای مقاصد مورد نظر دارد. از نظر مدیران شهرداری نیز، نه تنها امکان استفاده از اوراق اجاره صکوک برای تأمین مالی پروژه های شهرداری وجود دارد، بلکه استفاده از این اوراق را مسیر مطمئن تر و بهتری در مقایسه با سایر روش های تأمین منابع مالی برای شهرداری می دانند؛ چراکه، این اوراق علاوه بر این که برخی تنگنای های روش های جانشین را ندارد، از مزیت ها و توانمندی های بیشتری نیز در دستیابی شهرداری به منابع مالی پایدار، برخوردار می باشد. شهرداری می تواند جوه حاصل از این روش را در هر پروژه ای که ضرورت داشته باشد به کار گیرد، در حالی که، در اوراق مشارکت چنین اختیاری را ندارد. به گردش

نوسازی بافت فرسوده»، دومین کنفرانس بین‌المللی توسعه نظام تأمین مالی در ایران، تهران. دفتر مطالعات راهبردی، (۱۳۸۵) «گزارش دوم پروژه ارائه راهکارهای تأمین و افزایش درآمدهای شهرداری اصفهان»، شهرداری اصفهان. دولتی، ن. جعفری، ا. (۱۳۸۸) بررسی چالش‌های مالیاتی تأمین مالی از طریق صکوک اجاره، فصلنامه مطالعات اقتصاد اسلامی، سال دوم، شماره دوم. صادقی، ر. (۱۳۸۷) «مدیریت ریسک اوراق اجاره»، فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، سال ۷، شماره ۲۷.

مهربانی، ف. (۱۳۸۹) «کارکرد ابزارها و نهادهای مالی در تأمین مالی پروژه‌های شهری»، سومین همایش مالی شهری، تهران

نجفی، م. (۱۳۸۵) «بررسی فرآیند تأمین مالی از طریق انتشار اوراق صکوک»، تهران: پایان‌نامه کارشناسی ارشد دانشکده معارف اسلامی و مدیریت دانشگاه امام صادق. نصرافهانی، ر. (۱۳۸۹) «تحلیل عملکرد شهرداری اصفهان از حیث درآمدهای پایدار و ناپایدار همراه با ارائه راهکارهای جدید»، سومین همایش مالی شهری، تهران. هاشمی، س.م. طاهرخانی، ح. «ایجاد پایداری در منابع درآمدی شهرداری تهران»، سومین همایش مالی شهری، تهران.

Arsalan Tariq, A, and Dar, H, Risks of Sukuk Structures: Implication for resource mobilization, Thunderbird International Business Review, Vol 49(2), 203-223, March – April, 2007.
-Municipal finance : Increasing Local Government Resources to Fund Multi-Sectoral Facilities”, Supporting Local Governance in the ANE – Region: Fostering Multi –Sectoral, Approaches Workshop, Cairo, Egypt, 2005.
-United Nations Human Settlements Programm, Guido to Municipal Finance. Nairobi: UN-HABITAT, 2009.
-Malaysia International Islamic Finance Centre, www.mifc.com/.
-Finance Ministry of Jordan, Mohammad Abu Hammour (Finance Minister), Nov 9, 2010.

درآوردن سرمایه‌های راکد شهرداری و تجهیز سرمایه‌های خرد مردم در مسیر آبادانی شهر و ارائه خدمات بیشتر به شهروندان، از جمله مزیت‌های اوراق اجاره صکوک می‌باشد. در مجموع می‌توان گفت به پشتوانه‌ی دو جریان ارزش‌کنونی و آینده، می‌توان دارایی‌های فیزیکی متعلق به شهرداری را که بسیار قابل توجه بوده، تبدیل به اوراق بهادار کرده و به عموم مردم عرضه کرد و منابع به‌دست آمده را در ساز و کاری تشویقی، در اختیار سیستم بانکی کشور گذاشت تا با ترکیب منابع خود برای تأمین مالی پروژه‌های شهری، سرمایه‌گذاری نماید. به علاوه، این رویکرد تأمین مالی می‌تواند شهرداری‌ها را در پیاده‌سازی بودجه‌ریزی عملیاتی و ارتقاء بهره‌وری منابع در اختیار، بسیار کمک نماید.

منابع و ماخذ

آئینی، م. (۱۳۸۹) «تأمین مالی صنعت بهسازی و نوسازی شهری»، سومین همایش مالی شهری، تهران. پهلوان، ح. و رضوی، س.ر. (۱۳۸۶) «اوراق صکوک: تعریف، انواع و ساختار»، تهران: مدیریت پژوهش توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار. پورزندی، م. هاشمی، س.م. طاهرخانی، ح. (۱۳۸۶) «تجربه مدیریتی ایجاد پایداری در منابع درآمدی شهرداری»، همایش بین‌المللی مدیریت، تبریزی، ع. (۱۳۸۹) «بررسی شیوه‌های تأمین مالی پروژه مجتمع تجاری-اداری و مسکونی مجد مشهد (فاز دوم)»، مشهد، شرکت عمران و مسکن‌سازان ثامن. سازمان بورس و اوراق بهادار، (۱۳۸۶) «ضوابط ابزار مالی اوراق اجاره»، تهران. سرخانی، م. (۱۳۸۸) «صکوک، ابزار نوین تأمین مالی در نظام بانکداری اسلامی»، تازه‌های اقتصاد، شماره ۱۱۷. سروش، ا. (۱۳۸۶) «بررسی صکوک اجاره»، ماهنامه بورس، شماره ۶۵، مردادماه. سروش، ا. صادقی، م. (۱۳۸۶) «مدیریت ریسک اوراق بهادار اجاره (صکوک اجاره)»، فصلنامه اقتصاد اسلامی، سال هفتم، شماره ۲۷. جعفرزاده نجار، م. جنتی، م. (۱۳۸۸) «شیوه‌های موفق تأمین مالی از محل منابع داخلی در طرح بهسازی و