

# The efficiency of sukuk rent compared to bonds in financial supply of the municipalities

1.Sara Fattahi

MSc of Accounting

2.Seyed Yousef Akbarinasab

MSc of MITM

## Abstract

Regardless of diverse and efficient financial tools, the financial supply in the field of civil administration will come across challenges, and as a result, achieving favorit pattern of financial and income system for providing current and civil costs of the citizens is regarded as one of the most important urban sustainability factors that enables investment in infrastructural systems of urban development. This paper defines, studies and determines the effect of the sukuk rent in the process of the financial supply of the municipalities. First, in this paper, the bonds are studied as a tool for financial supply of the municipalities, and the need for utilizing an efficient and novel financial tool, that is sukuk, is emphasized. The main body of the paper represents a definition for sukuk rent, and its features are being discussed. At the end, the paper recommends that such sukuk is a proper superseding tool for the bonds and the municipalities can use sukuk to financially supply their construction projects.

**Key Words:** Financial Supply, exchanges, bonds, sukuk, municipality

# کارآمدی اوراق صکوک اجاره نسبت به اوراق مشارکت در تأمین مالی شهرداریها

1- سارا فتاحی<sup>1</sup> 2- سید یوسف اکبری نسب<sup>2</sup>

## چکیده

بدون وجود ابزارهای مالی متنوع و کارآمد، تأمین مالی در عرصه مدیریت شهری با چالش مواجه خواهد شد و لذا دستیابی به الگوی مطلوب نظام مالی و درآمدی برای تأمین هزینه های جاری و عمرانی شهر، از مهم ترین عوامل پایداری شهری است که امکان سرمایه گذاری در نظام زیر ساخت های توسعه ای شهر را فراهم می کند. این مقاله به تعریف، بررسی و تأثیر استفاده از اوراق صکوک اجاره در فرآیند تأمین مالی شهرداری ها می پردازد. در این مطالعه ابتدا اوراق مشارکت به عنوان یکی از ابزارهای تأمین مالی شهرداری ها مورد بررسی قرار گرفته و لزوم استفاده از ابزار کارآمد و نوین مالی یعنی اوراق صکوک مورد تأکید قرار می گیرد. در قسمت اصلی مقاله اوراق صکوک اجاره تعریف و ویژگی های آن مورد بررسی قرار می گیرد. در انتهای مقاله پیشنهاد می شود این اوراق جایگزین مناسب برای اوراق قرضه و اوراق مشارکت می باشد و شهرداری ها برای تأمین مالی پروژه های عمرانی خود می توانند از این ابزار بهره مند گردند.

## کلید واژه:

تأمین مالی، اوراق بهادار، اوراق مشارکت، اوراق صکوک، شهرداری

1. کارشناس ارشد حسابداری  
(رئیس گروه مطالعات و توسعه منابع درآمدی شهرداری قم)  
Fattahi34468@gmail.com

2. کارشناس ارشد مدیریت فناوری اطلاعات  
(کارشناس مسئول نوسازی شهرداری منطقه یک قم)  
yousefakbarinasab@ymail.com

عمران شهرها، گام های اساسی بردارند. زیرا شهرداری ها دارایی های مختلفی در اختیار دارند که به پشتوانه هر یک از این دارایی ها می توانند اوراق بهاداری منتشر و به فروش برسانند و بدین وسیله، توان خود را در دست یابی به منابع مالی جدید ارتقاء بخشند.

حوزه اقتصاد شهری برای ارتقای توان مالی خود، نیازمند بازنگری و ترسیم یک نقشه علمی و عملیاتی است و بدون تردید با تبیین و بازشناسی موضوع و با مدیریت مالی مناسب می توان به الگوی مدیریتی مناسب در حوزه شهری دست یافت. تمرکز زدایی مالی و درآمدی شهرداری ها از دولت، افزایش سطح رشد و توسعه اقتصادی شهرها در نتیجه تنوع خدمات رفاهی و عمومی و وابستگی شدید شهرداری ها به ناپایدارترین منبع درآمدی یعنی عوارض ساخت و ساز، نظام مالی و بودجه ای شهرداری ها را دچار چالش نموده است. در واقع وابستگی مالی شهرداری ها به شرایط رکودی و تورمی بازار و عدم برخورداری از منابع مالی پایدار، برنامه ریزی مالی و بودجه ای میان مدت و بلند مدت شهرداری ها را دشوار کرده است. ناکافی بودن منابع پایدار درآمدی به ویژه در کلان شهرها جذب سرمایه های داخلی را اجتناب ناپذیر کرده است. سرمایه به عنوان موتور محرکه رشد و توسعه اقتصادی شهرها نیازمند اتخاذ تدابیر مناسب جهت تأمین منابع مالی طرح های اقتصادی به عنوان یکی از مهم ترین اهداف مدیریت شهری می باشد. رویکردهای نوین تأمین مالی در کشورمان چند سالی است که در برخی از کلانشهرها مورد استفاده قرار گرفته است و شهرداری کلانشهر تهران در این زمینه پیشرو بوده است. مهم ترین مزیت و کارکردهای قابل توجه طرح پیشنهادی، تحقق تأمین مالی مجدد سرمایه های حبس شده در ساختمان ها و سایر تجهیزات موجود از طریق تبدیل اوراق بهادار نمودن است که می تواند به اندازه ارزش روز ساختمان ها و سرمایه های ثابت، بازار سرمایه را توسعه داده و شهرداری ها را با منابع مالی مناسبی مواجه سازد. «تبدیل به اوراق بهادار کردن» فرآیندی است که طی آن، دارایی های مؤسسه مالک دارایی یا بانی از ترازنامه آن مؤسسه جدا می شود، در عوض، تأمین وجوه توسط سرمایه گذارانی انجام می شود که یک ابزار مالی قابل مبادله را می خردند و این ابزار نمایانگر بدهکاری مزبور می باشد، بدون اینکه به

در شرایط کنونی، شهرداری ها در جایگاه دولت های محلی قرار دارند و با توجه به تمرکز زدایی از فعالیت های دولت مرکزی، تصمیم گیری در مورد بسیاری از جنبه های اقتصادی هر شهر به طور کامل به شهرداری ها واگذار شده است. شهرداری ها برای تأمین هزینه های جاری خود و هم به منظور تأمین هزینه پروژه های عمرانی، نیازمند تأمین منابع مالی هستند. از این رو فرآیند تأمین مالی یکی از مباحث مهم اقتصاد شهری است. استقلال مالی شهرداری ها به ویژه شهرداری کلانشهرها به عنوان یکی از محورهای استراتژیک مورد توجه کارشناسان و برنامه ریزان شهری بوده است و از این رو نیازمند برنامه ریزی برای برآورد دقیق درآمدها و جذب منابع مالی لازم برای اجرای پروژه ها و طرح های عمرانی سطح شهر می باشد. به موجب مصوبه سال 1373 مجلس شورای اسلامی، شهرداری به عنوان «نهاد عمومی غیر دولتی» شناخته می شود. این ویژگی سبب می شود که این نهاد از یک سو نتواند به صورت کامل به نظام بودجه دولتی متکی باشد، و از سوی دیگر در استفاده از ساز و کارهای بخش خصوصی نیز محدودیت هایی داشته باشد. برای تأمین مالی، روش های مختلفی وجود دارد که هر کدام دارای ویژگی ها و خواص مربوط به خود است. استفاده از اوراق مشارکت برای تأمین مالی پروژه های عمرانی، یکی از روش های تأمین مالی است که طی سالیان اخیر شهرداری های کشورمان به آن روی آورده اند که به پشتوانه یک طرح فیزیکی منتشر می گردند؛ در حالی که یکی از مهم ترین معضلات پیش روی شهرداری ها در سال های اخیر، نحوه تأمین مالی برای تأمین نقدینگی می باشد که در این گونه موارد چنین اوراقی کاربردی ندارد. لذا تلاش های کارشناسان و متخصصان مالی زیادی سبب به وجود آمدن ابزارهای مالی اسلامی جدیدی تحت عنوان صکوک<sup>3</sup> گردید. در صورت ساماندهی و هدایت سرمایه های مردم به سمت خرید این اوراق، می توان سرمایه های حبس شده در بسیاری از ساختمان های مهم اداری، تجاری و خدماتی شهرداری ها را آزاد نمود تا آن ها بتوانند برای توسعه و

۳ . Sukuk

وام‌دهنده اولیه مراجعه‌ای صورت پذیرد» (نجفی، 1385، ص 35). در صورت ساماندهی و هدایت سرمایه های شهروندان به سمت خرید این اوراق، می توان سرمایه های حبس شده در بسیاری از ساختمان های مهم اداری، تجاری و خدماتی شهرداری ها را آزاد نمود تا در راستای توسعه و عمران شهری از پشتیبانی مالی کافی برخوردار گردند.

### پیشینه بحث

در دهه 1910 با گسترش ابزارهای مالی در بانک های کشورهای اسلامی، ایده استفاده از ابزارهای اسلامی بازار سرمایه قوت گرفت که در نتیجه آن انواع مختلف صکوک ابداع گردید. ساختار های مختلف صکوک به نحوی طراحی شده اند که شرکت های چند ملیتی، دولت ها، شرکت های دولتی و خصوصی و نهادهای مالی می توانند از آن ها به عنوان ابزارهایی جهت تأمین منابع مالی از بازارهای سرمایه داخلی و بین المللی استفاده نمایند (Nisar, 2007, p.1). ایده انتشار اوراق اجاره برای نخستین بار توسط مندر قحف در مقاله معروف وی با عنوان استفاده از اوراق اجاره دارایی برای پوشش شکاف بودجه در سال 1997 مطرح شد. اولین تلاش ها برای غلبه بر مسأله نقدینگی که بانک های اسلامی با آن مواجه بودند، توسط بانک مرکزی مالزی در جولای 1983 و پس از آن انجام شد که نخستین بانک اسلامی مالزی کار خود را شروع کرد و از اوراق بهادار دولتی یا اسناد خزانه که بهره پرداخت می کردند استفاده نکرد. با توجه به اینکه دولت مالزی از دهه 1980 اوراق قرضه اسلامی منتشر می کرده است، بعضی از دولت های عربی مجبور شده اند به جای استفاده از بازارهای داخلی، به خاطر مخالفت اسلام با معامله اوراق بهادار مبتنی بر بهره، از بازارهای بین المللی اسلامی استقراض کنند. دولت ها اوراقی را منتشر کرده اند که بانک های تجاری داخلی مجبورند آن ها را تا سررسید نگه دارند و معامله نکنند (دادرس و موسوی، 1391). در رابطه با کاربرد اوراق صکوک در شهرداری ها و مدیریت شهری نیز تحقیقاتی در کشورمان صورت گرفته است که به تعدادی از آن ها اشاره می گردد.

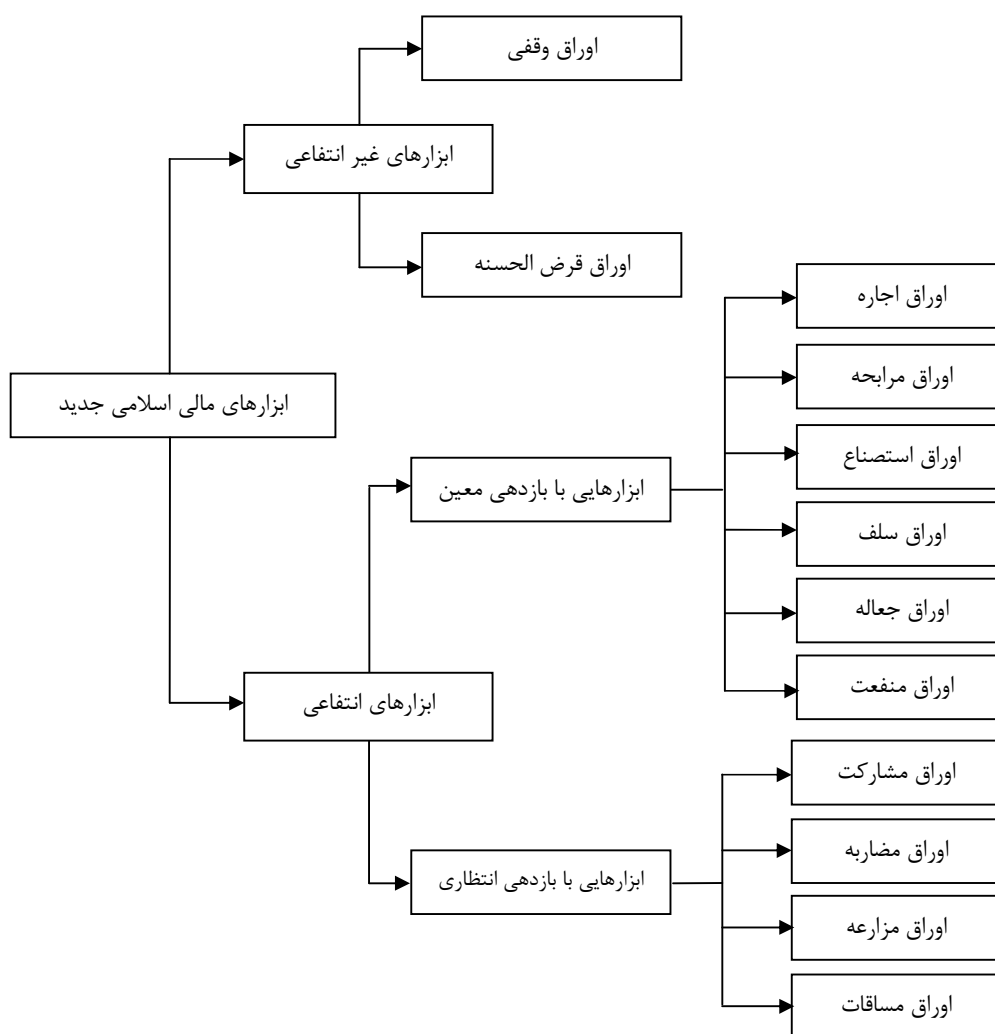
آیینی (1389) در مقاله ای با عنوان تأمین مالی صنعت بهسازی و نوسازی شهری به بررسی شرط های ورود سرمایه های خرد و کلان به این صنعت پرداخته است و با ذکر این نکته که بهسازی و نوسازی شهری، به دلیل نزدیک بودن ویژگی ها و مختصات آن با ویژگی ها و مسائل بخش مسکن و ساختمان، به این نتیجه رسیده است که بهسازی و نوسازی شهری می تواند در قالب یک صنعت قابل سرمایه گذاری مطرح شود. در این حوزه، ویژگی های یک صنعت از جمله تغییر برای استفاده بیشتر و بهتر و خلق ارزش افزوده فراهم است. سلیمی فر و دیگران (1390) در مقاله خود ضمن ارائه مدل های عملیاتی صکوک اجاره، نشان دادند که این اوراق از لحاظ اقتصادی ابزاری مناسب برای تأمین مالی می باشد و شهرداری ها با کمک این ابزار می توانند منابع مالی مناسبی جهت اجرای پروژه های عمرانی و زیرساختی بدست آورند. فدائی واحد و صفائی (1390) به طراحی صکوک استصناع و اجاره به شرط تملیک در تأمین مالی پروژه های شهری پرداخته و کاربرد آن ها را در پروژه های بزرگ و به ویژه در شرایط تورمی مورد بررسی قرار دادند. گودرزی و احمدی (1390) در مقاله خود به بررسی اوراق مضاربه موازی در تأمین مالی شهرداری ها به ویژه در بخش توسعه و بهبود ناوگان حمل و نقل شهری پرداخته و در نهایت پیشنهاداتی در جهت بهبود آن ارائه نمودند. حسینی و دیگران (1392) با ارائه و تحلیل آمار و ارقام، به بررسی و مقایسه تطبیقی صکوک اجاره و مشارکت به لحاظ مکانیزم مقبولیت و سهم هر یک در تأمین مالی شرکت ها پرداختند. از نظر آنان یکی از علل گرایش کمتر شرکت ها به استفاده از صکوک در فرایند تأمین مالی، نوپایی مفهوم صکوک در ایران است. به علاوه، پیچیده و زمان بر بودن اجرایی انتشار صکوک و اخذ مجوز از سازمان بورس و اوراق بهادار نیز احتمالاً یکی دیگر از عللی است که سبب شده شرکت ها بیشتر به سمت انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی متمایل شوند.

### ابزارهای تأمین مالی اسلامی

اولین تلاش ها برای غلبه بر مساله نقدینگی که بانک های اسلامی با آن مواجه بودند، توسط بانک مرکزی

مالزی در جولای 1983 و پس از آن انجام شد که نخستین بانک اسلامی مالزی کار خود را شروع کرد و از اوراق بهادار دولتی یا اسناد خزانه که بهره پرداخت می کردند استفاده نکرد (Manjoo Ahmad, 2005). با توجه به اینکه دولت مالزی از دهه 1980 اوراق قرضه اسلامی منتشر می کرده است، بعضی از دولت های عربی مجبور شده اند به جای استفاده از بازارهای داخلی، به خاطر مخالفت اسلام با معامله اوراق بهادار مبتنی بر بهره، از بازارهای بین المللی اسلامی استقراض کنند. دولت ها اوراقی را منتشر کرده اند که بانک های تجاری داخلی مجبورند آن ها را تا سررسید نگه دارند و معامله نکنند (پهلوان و رضوی، 1388).

همان طور که در نمودار شماره (1) ملاحظه می گردد در مورد ساختار صکوک به عنوان اوراق بهادار اسلامی می توان دو تقسیم بندی کلی دارد: صکوک غیر انتفاعی که به دو دسته کلی اوراق وقفی و اوراق قرض الحسنه تبدیل می شود و دسته دوم صکوک انتفاعی نامیده می شود که به دو دسته ابزارهایی با بازدهی معین و ابزارهایی با بازدهی انتظاری تقسیم خواهند شد.



نمودار شماره (1): ابزارهای مالی اسلامی (شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه)

انتشار صکوک در سال 2012 را برای خود به ثبت رسانده است. این گزارش از مورد اقبال قرار گرفتن این ابزار در کشورهای اروپایی و حتی آمریکا حکایت دارد به طوری که 0/77 درصد این اوراق توسط آمریکا عرضه شده است. همچنین در پایان سال 2011 اوراق صکوک به میزان 276 میلیون دلار در سراسر دنیا عرضه شد (باشگاه خبرنگاران، 93/3/6).

### تأمین مالی شهرداری ها از طریق اوراق مشارکت

پس از پیروزی انقلاب اسلامی انتشار و داد و ستد اوراق قرضه به دلیل ماهیت ربوی آن متوقف شد و ابزار دیگری که کارکرد مشابه اوراق قرضه داشت و توانست جایگزین آن شود به نام اوراق مشارکت مطرح شد تا از یک سو کنترل کننده حجم نقدینگی و از سوی دیگر تأمین کننده منابع مالی در طرح های زیر بنایی از منابع مالی بخش خصوصی جامعه باشد. در طول سال های گذشته موارد استفاده از اوراق مشارکت گسترش یافت و مواردی چون اجرای طرح های ساختمانی و تأمین مالی طرح های توسعه مؤسسات عمومی و خصوصی به اوراق مشارکت اضافه شد. در همین راستا شهرداری های شهرستان به ویژه در کلانشهرها برای جبران کسری بودجه خود در سال های اخیر از روش های تأمین مالی نظیر فروش اوراق مشارکت بهره برده اند. طبق بند 6 ماده 3 آیین نامه اجرایی قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت، اوراق مشارکت عبارت است از:

"اوراق بهادار با نام یا بی نامی که به موجب قانون یا مجوز بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران به قیمت اسمی مشخص برای مدت معین و برای تأمین بخشی از منابع مالی مورد نیاز طرح های عمرانی انتفاعی دولت مندرج در قوانین بودجه سالانه کشور یا برای تأمین منابع مالی مورد نیاز جهت ایجاد، تکمیل و توسعه طرح های سودآور تولیدی، ساختمانی و خدماتی توسط دولت، شرکت های دولتی و شهرداری ها منتشر می شود و به سرمایه گذارانی که قصد مشارکت در اجرای طرح های یاد شده دارند از طریق عرضه عمومی واگذار می گردد."

انتشار اوراق مشارکت به عنوان یک سیاست پولی انقباضی هم باعث تأمین مالی از بخش خصوصی می شود و هم در کنترل نقدینگی و به تبع آن مهار نقدینگی

رشد و توسعه بازار صکوک در چند سال اخیر، عمدتاً به دلیل نقش آن در کنترل نقدینگی مطرح شده است، چرا که مدیریت نقدینگی به عنوان یکی از ارکان اساسی در جهت گسترش بانک داری و توسعه بازارهای مالی اسلامی در نظر گرفته می شود. صکوک یک نوع دارایی مطمئن و ایمن به حساب می آید و در زمره اوراق بهادار تضمینی طبقه بندی می شود (سوری، 1388، ص 16).

اوراق صکوک که از مفهوم تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی ها نشأت گرفته به شکل گسترده ای در بین کشورهای اسلامی مورد استقبال سرمایه گذاران مسلمان قرار گرفته است. این اوراق باید با پشتوانه دارایی های فیزیکی و نه دارایی های مالی باشد. در نتیجه صکوک به عنوان اوراق بهادار با پشتوانه مالی تعریف می شود که باید خود دارای ارزش باشد و نمی تواند براساس فعالیت های سفته بازی و سوداگرانه و در واقع فعالیت هایی که بدون خلق ارزش و کار صورت می گیرند، سودآوری داشته باشد.

ابزارهایی با بازدهی معین به طور کلی شامل اوراق اجاره، اوراق مرابحه، اوراق استصناع، اوراق سلف، اوراق منفعت و اوراق جعاله بوده و ابزارهای با بازدهی انتظاری شامل اوراق مشارکت، اوراق مضاربه، اوراق مزارعه و اوراق مساقات خواهد بود. IIFM<sup>4</sup> (بازار مالی بین المللی اسلامی) طی آخرین گزارش خود از بازار صکوک در جهان در سال 2013، آماری را از میزان عرضه این ابزار توسط کشورهای مختلف منتشر کرده است. بر طبق این آمار سهم کشورهای خاورمیانه و شورای همکاری خلیج فارس در انتشار این اوراق معادل 78 درصد، سهم کشورهای آسیای شرقی و مالزی 18 درصد، سهم کشورهای آفریقایی و در واقع فقط کشور سودان 0/17 درصد، سهم کشورهای آمریکایی و اروپایی معادل 4 درصد گزارش شده است. همین طور بر اساس ارزش انتشار صکوک، مالزی بیشترین ارزش انتشار را در سال 2012 برای خود به ثبت رسانده و 62 درصد ارزش انتشار این اوراق را در جهان از خود به ثبت رسانده است. کشور امارات نیز بعد از مالزی با 12 درصد سهم در ارزش انتشار صکوک در رتبه بعدی قرار دارد و در رتبه سوم نیز کشور عربستان مشاهده می شود که 6 درصد ارزش

4. International Islamic Financial Market

عمل می کند؛ بنابراین نه تنها از حجم بدهی دولت که دارای آثار پولی و نقدینگی در جامعه است می کاهد، بلکه بانک مرکزی کشور را نیز مجهز به ابزار غیر مستقیم پولی مشابه با کارکرد آن چه با عنوان اوراق قرضه در سایر کشورها متداول است، کند. با این تفاوت که اوراق قرضه دارای ماهیت ربوی بوده و با آموزه های شریعت اسلام مغایر است. کنترل نقدینگی و تورم و تأمین منابع سرمایه گذاری برای پروژه ها، دو هدف اصلی بانک مرکزی از انتشار اوراق مشارکت است. بررسی قانون انتشار اوراق مشارکت امکان بهره مندی طرح های عمران و نوسازی شهری از منابع تجهیز شده از این ابزار مالی را میسر نموده است و این ویژگی های مثبت باعث شده استفاده از این ابزار مالی روزبه روز گسترش یابد. لذا شهرداری ها نیز می توانند نسبت به انتشار اوراق مشارکت اقدام نمایند.

سابقه انتشار اوراق مشارکت در کشورمان در زمینه های مختلف و به ویژه طرح های عمران شهری و بهسازی و نوسازی شهری نشان دهنده این است که این اوراق از قابلیت بازده قابل قبولی برخوردارند. انتشار اوراق مشارکت طرح نواب و طرح شهر سالم (ایجاد راه های منتهی به شهر ری و بازسازی بافت پیرامون حرم حضرت عبدالعظیم حسنی) توسط شهرداری تهران، اوراق مشارکت ثامن (اجرای طرح بازسازی و نوسازی بافت پیرامون حرم مطهر حضرت امام رضا ع)، اوراق مشارکت راسته بازار تبریز، اوراق مشارکت شهرهای جدید اندیشه و هشتگرد، اوراق مشارکت سازمان عمران و بهسازی شهری وزارت مسکن (طرح های بهسازی و نوسازی در شهرهای مختلف)، اوراق مشارکت طرح حرم تا حرم قم (بلوار پیامبر اعظم ص) و اوراق مشارکت سازمان نوسازی شهر تهران از جمله مواردی است که برای طرح های عمران شهری تاکنون منتشر شده اند.

در جدول شماره (1) وضعیت فروش اوراق مشارکت در سال 1389 در کشورمان ملاحظه می شود. مطابق آمار و ارقام موجود در این جدول، بیشترین اوراق مشارکت منتشر شده در سال 1389 به بانک مسکن تعلق دارد. در این سال بانک مرکزی به منظور مرتفع نمودن مشکل سرمایه در گردش بانک مسکن و اجرای طرح مسکن مهر اقدام به اعطای مجوز انتشار این اوراق نموده و بانک مسکن توانست با فروش 71 هزار میلیارد ریال از این اوراق، عنوان بزرگترین ناشر در سال 1389 را به خود اختصاص دهد. همچنین با فاصله کمی از بانک مسکن، شرکت های دولتی (شرکت توسعه منابع آب و نیروی ایران، سازمان توسعه برق ایران، شرکت های نفت و گاز و پتروشیمی و...) مقام دوم را کسب نمودند. در نهایت شهرداری ها نیز توانستند با کسب 9 درصد از کل اوراق مشارکت فروش رفته در سال 1389 رقمی معادل 14,613 میلیارد ریال را به خود اختصاص دهند (اداره اعتبارات بانک مرکزی). در جدول شماره (2) وضعیت فروش اوراق مشارکت در برخی از شهرداری های کشور ملاحظه می گردد.

جدول شماره (1): وضعیت اوراق مشارکت در سال 1389		
ناشر	اوراق فروش رفته (میلیارد ریال)	درصد از کل
شهرداری ها	14,613	9
شرکت های دولتی	70,841	45
بانک مسکن	71,351	46
جمع	156,805	100

مأخذ: اداره اعتبارات بانک مرکزی

در میان ابزارهای مالی اسلامی، اوراق اجاره یک محصول

جدول شماره (2): آمار تعدادی از شهرداری های کشور که اقدام به فروش اوراق مشارکت نموده اند

شهرداری	ارزش اوراق (میلیون ریال)	نرخ سود (درصد)	سال انتشار	مدت (سال)
تهران (طرح نواب)	75.000	20	1373	4
قم (بلوار پیامبر اعظم)	4.000.000	16	1388	3
تبریز	100.000	15,5	1390	4
شیراز (قطار شهری)	1.800.000	20	1391	4
ماهشهر	145.000	20	1391	4
اراک	370.000	20	1392	4
دزفول	600.000	20	1392	4
مشهد	1000.000	20	1393	4

مأخذ: یافته های محققین

متمایز به شمار می رود که محبوبیت زیادی بین سرمایه

گذاران مسلمان به دست آورده است. از طرف دیگر ناشران (دولت ها و شرکت ها) نیز اوراق اجاره را روش مناسبی برای تجهیز منابع می دانند (پهلوان و رضوی، 1388). استفاده از لفظ صکوک جهت ابزارهای مالی اسلامی برای نخستین بار در سال 2002 در جلسه فقهی بانک توسعه اسلامی پیشنهاد شد. بعد از آن، سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی اقدام به معرفی انواع صکوک کرد.

در یک تقسیم بندی کلی می توان اوراق اجاره را با توجه به هدف انتشار به سه دسته شامل اوراق اجاره تأمین دارایی، اوراق اجاره تأمین نقدینگی و اوراق اجاره رهنی تقسیم نمود (سروش، 1390، صص 8-12):

1. اوراق اجاره تأمین دارایی: اوراق اجاره تأمین دارایی، اوراقی است که در آن نهاد واسط، یک دارایی یا مجموعه ای از دارایی ها را از طرف سرمایه گذاران، از فروشنده ای خریداری نموده و به بانی اجاره می دهد. این اوراق برای شرکت هایی مناسب است که نیاز به یک یا مجموعه ای از دارایی داشته باشند. به عنوان مثال شرکت های هواپیمایی، شرکت های کشتیرانی، شرکت های حمل و نقل و شرکت های تولیدی می توانند جهت خرید هواپیما، کشتی و یا سایر دارایی های ثابت، از این اوراق استفاده نمایند.

2. اوراق اجاره تأمین نقدینگی: در این نوع از اوراق اجاره، واسط با واگذاری اوراق به مردم و جمع آوری

### اوراق صکوک و مزایای آن نسبت به اوراق مشارکت

ابزارهای استقراری بلند مدت نظیر اوراق مشارکت در کنار اخذ تسهیلات از بانک ها مورد اقبال شهرداری ها هستند، اما به دلیل محدودیت های ساختاری اوراق مشارکت و نیز ماهیت ربوی اوراق قرضه، ابزاری جدید در انواع مختلف در نظام مالی اسلامی به نام «صکوک» طراحی شد. صکوک در واقع اوراق بهادار مبتنی بر دارایی، با درآمد ثابت و متغیر، قابل معامله در بازار ثانویه و مبتنی بر اصول شریعت است که در دو دهه اخیر، نه تنها در ایران بلکه در سایر نقاط جهان نیز رشد چشم گیری داشته است (حقیقی، 1392، ص 50). یکی از مهم ترین انواع صکوک معرفی شده صکوک اجاره است. صکوک اجاره اوراق بهاداری است که دارنده آن به صورت مشاع مالک بخشی از دارایی است که منافع آن بر اساس قرارداد اجاره به مصرف کننده یا بانی واگذار شده است. در صکوک اجاره حق استفاده از منافع دارایی یا مجموعه ای از دارایی ها در برابر اجاره بها از مالک به شخص دیگری منتقل می شود. مدت قرارداد اجاره مشخص است و می توان اجاره بها را در ابتدای دوره، انتهای دوره یا سر رسیدهای ماهانه، فصلی یا سالانه پرداخت کرد. از آن جا که صکوک اجاره اوراق بهاداری است که بیانگر مالکیت مشاع فرد است می توان آن را در بازار ثانویه و به قیمتی که به وسیله عامل های بازار تعیین می شود معامله نمود (علی عصار، 1392، ص 25).

وجوه، به وکالت از طرف آن ها یک دارایی ثابت مشهود را از بانی خریداری کرده سپس به همان بنگاه (بانی) اجاره می دهد. به عبارت دیگر این نوع از اوراق، مبتنی بر فروش و اجاره مجدد است. در این حالت بانی با استفاده از اوراق اجاره، اقدام به تأمین نقدینگی مورد نیاز خود می کند. شرکت هایی که با مشکل سرمایه در گردش مواجه هستند می توانند به کمک این اوراق، یک یا چند دارایی خود را از طریق انتشار این اوراق به فروش رسانند و با کسب وجه نقد و نیز اجاره مجدد دارایی خود، مشکلات مالی را تا حدی مرتفع کنند.

3. اوراق اجاره رهنی: نوع سوم اوراق اجاره بیشتر مورد استفاده بانک ها، لیزینگ ها و مؤسسات اعتبار دهنده است. در این نوع از اوراق، بانی (بانک) تسهیلاتی که قبلاً در قالب عقد اجاره به شرط تملیک پرداخته کرده را به شخص ثالثی (واسط) می فروشد. بنابراین ابتدا واسط، اوراق اجاره را منتشر می نماید و سپس دارایی هایی که بانک در قالب عقد اجاره به شرط تملیک در طول زمان به افراد مختلفی داده است را از وی خریداری می نماید. در حال حاضر از میان سه نوع عملیاتی مجاز (به لحاظ فقه شیعه و حقوق ایران) جهت استفاده از صکوک اجاره در کشور فقط دو نوع آن، یعنی صکوک اجاره جهت تأمین نقدینگی با هدف آزادسازی منابع محصور در دارایی های سرمایه ای و صکوک اجاره جهت تأمین دارایی با هدف خرید دارایی سرمایه ای کاربردی شده است (موسوی، 1391، صص 108). با توجه به این که این گونه اوراق به پشتوانه دارایی فیزیکی منتشر می گردد، لذا دارایی باید دارای یک سری مشخصاتی باشد تا بتوان به پشتوانه آن اوراق اجاره را منتشر نمود. بر اساس دستورالعمل انتشار اوراق اجاره مصوب 89/5/11 شورای عالی بورس، دارایی مورد اجاره باید دارای شرایط زیر باشد:

1. به کارگیری آن در فعالیت بانی، منجر به ایجاد جریان نقدی شده یا از خروج وجوه نقد جلوگیری نماید.
2. هیچ گونه محدودیت یا منع قانونی، قراردادی یا قضایی برای انتقال دارایی، منافع و حقوق ناشی از آن وجود نداشته باشد.
3. تصرف و اعمال حقوق مالکیت در آن برای نهاد واسط دارای هیچ گونه محدودیتی نباشد.

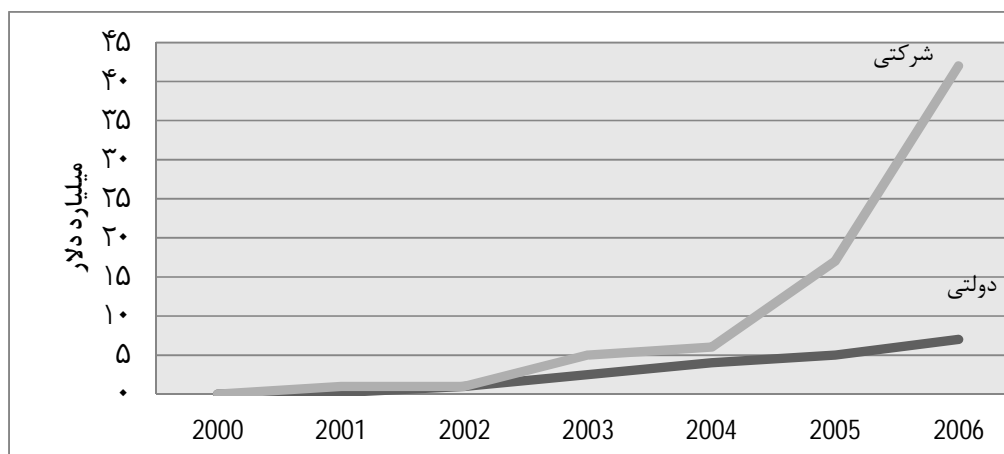
4. مالکیت آن به صورت مشاع نباشد.
5. امکان واگذاری به غیر را داشته باشد.
6. تا زمان انتقال مالکیت دارایی به ناشر، دارایی از پوشش بیمه ای مناسب و کافی برخوردار باشد.

دارایی های قابل قبول جهت انتشار اوراق اجاره به شرح زیر می باشند:

1. زمین 2. ساختمان و تأسیسات 3. ماشین آلات و تجهیزات 4. وسایل حمل و نقل
- امروزه چندین کشور در زمینه انتشار صکوک فعال هستند؛ با توجه به کاهش تأمین مالی از طریق انتشار سهام جدید توسط شرکت ها در سال های اخیر در کشورهای مختلف از جمله کشورهای اسلامی منطقه، حجم تأمین مالی از حدود 13 میلیارد دلار در سال 2007 میلادی به حدود 100 میلیون دلار در سال 2010 میلادی کاهش پیدا کرده است و این کشورها به ابزارهای تأمین مالی جدید از جمله اوراق مشارکت و صکوک جهت تأمین مالی رو آورده اند و لذا سال 2011 بیشترین میزان انتشار این اوراق را داشته است (حسینی و دیگران، 1392، صص 4-3). بر مبنای گزارش منابع معتبر آماری مالی اسلامی در سال های اخیر انتشار صکوک به عنوان ابزاری جایگزین برای اوراق قرضه رشد بالایی داشته و تاکنون بالغ بر 500 میلیارد دلار صکوک در بازارهای جهانی منتشر شده که در سال 2013 به تنهایی بازارهای سرمایه جهانی شاهد انتشار 119,7 میلیارد دلار صکوک بوده است. همچنین از مجموع 1800 میلیارد دلار دارایی های تحت مدیریت مؤسسات و نهادهای مالی اسلامی در جهان، صکوک سر رسید نشده با حجم بیش از 270 میلیارد دلار یعنی 15 درصد سهم بازار، پس از بانک های اسلامی دومین بستر رشد بازار جهانی مالی اسلامی است. بر اساس آمار مرکز مالی اسلامی بانک مرکزی مالزی، در فصل اول سال 2014 میزان انتشار صکوک به 31,14 میلیارد دلار رسید و پیش بینی می شود که تا پایان همین سال بالغ بر یک صد میلیارد صکوک منتشر گردد (پایگاه اطلاع رسانی بازار سرمایه ایران، 93/4/11). در نمودار شماره (2) سهم انتشار اوراق صکوک دولتی و شرکتی بین سال های 2000 تا 2006 میلادی ملاحظه می گردد. همچنین در جدول شماره (3) تعدادی از شرکت های ایرانی که از



ابزار صکوک برای تأمین مالی استفاده کرده اند، ملاحظه می شود.



نمودار شماره دو: انتشار اوراق صکوک دولتی و شرکتی بین سال های 2000 تا 2006 (میلیارد دلار)  
 مأخذ: فطرس و محمودی (1387) به نقل از IMF Working Paper (2007)

جدول شماره (3): تعدادی از شرکت های ایرانی که اوراق صکوک منتشر کرده اند

شرکت / سازمان	ارزش دارایی	نوع اجاره	تعداد اوراق قابل انتشار
نوع دارایی	نرخ اجاره بهاء سالانه	مدت اجاره	مبلغ اسمی هر اوراق
نفت پارس	1,040 میلیارد ریال	اجاره به شرط تملیک	1,040,000 ورقه
ماشین آلات و تجهیزات تولیدی شرکت	20 درصد	4 سال	یک میلیون ریال
گروه سرمایه گذاری مسکن	238,000 میلیون ریال	اجاره به شرط تملیک	238,000 ورقه
یک دستگاه ساختمان	20 درصد	4 سال	یک میلیون ریال
سپهر صادرات	400,000 میلیون ریال	اجاره به شرط تملیک	400,000 ورقه
21 دستگاه آپارتمان اداری و تجاری	20 درصد	2,5 سال	یک میلیون ریال
رایتل	3,000 میلیارد ریال	اجاره به شرط تملیک	3,000,000 ورقه
تجهیزات سایت های Access-Net	20 درصد	4 سال	یک میلیون ریال
بانک سامان	1,000 میلیارد ریال	اجاره به شرط تملیک	1,000,000 ورقه
8 باب ساختمان	20 درصد	4 سال	یک میلیون ریال

مأخذ: شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه

مزایای دیگر این شیوه برای تأمین مالی شهرداری ها را می توان به عدم محدودیت در مصرف وجوه حاصل شده، تحقق بودجه ریزی عملیاتی، سهل الوصول بودن، جذب سرمایه های 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 سرمایه گذاری ها از بین رفته و شهرداری از املاک و ساختمان های موجود خود که جزء املاک مرده شهرداری از نظر سود سرمایه گذاری به شمار می روند، استفاده خواهد کرد و با به کارگیری این شیوه با کسب سرمایه از محل این مستغلات، منابع مالی جدید برای اجرای سریع تر پروژه های شهری فراهم خواهد شد. 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 وجوه منابع حاصل از انتشار اوراق در غیر از موارد مجاز تخلف محسوب می شود (دادرسی و موسوی، 1391، ص 28).

در صکوک اجاره، حق استفاده از منافع دارایی یا مجموع های از دارایی ها، در برابر اجاره بها از مالک به شخص دیگری منتقل می شود. از آن جا که، صکوک اجاره اوراق بهاداری است که بیانگر مالکیت مشاع فرد است، می توان آن را در بازار ثانویه و به قیمتی که به وسیله عامل های بازار تعیین می شود، معامله کرد. اما شهرداری ها چگونه می توانند از این ابزار استفاده کنند؟ معمولاً وقتی شرکت ها یا سازمان های بزرگ به مشکل مالی برمی خورند، یک سری از دارایی های خود را که برای اجاره مناسب هستند انتخاب می کنند. بعد یک شرکت با مقصد خاص (شرکت ناشر) تأسیس می کنند که از لحاظ قانونی دارای یک شخصیت کاملاً مستقل است. حال شرکت اول (بانی) دارایی های منتخب را به صورت یک سبد دارایی به شرکت دوم (ناشر) می فروشد، با این توافق که شرکت دوم پس از خرید دارایی ها مجدداً آن ها را در قالب قرارداد اجاره در اختیار شرکت اول قرار دهد. وقتی مدت اجاره و همچنین مبلغ اجاره بها که با توافق طرفین تعیین شد، شرکت دوم (ناشر) از طریق انتشار اوراق صکوک، دارایی های خود را به اوراق

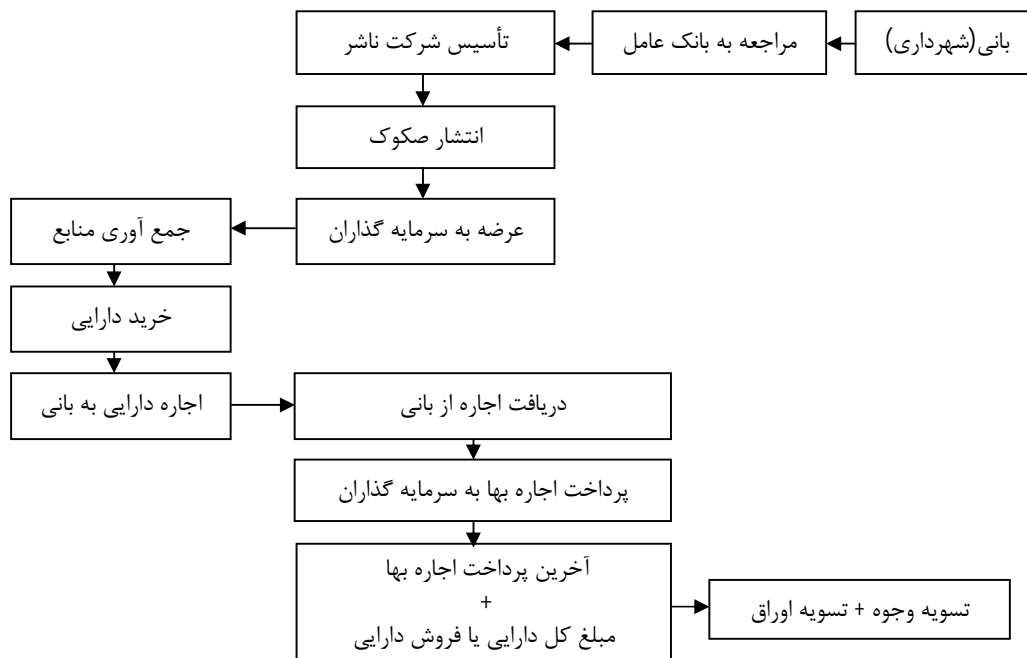
اوراق مشارکت و اوراق صکوک در برخی زمینه ها دارای نقاط اشتراک هستند. هر دو معاف از مالیات بوده و پرداخت سود آن ها به طور نقد می باشد. هر دو ابزار مالی انتفاعی محسوب می شوند و قابل معامله در بازار ثانویه هستند. با این حال دارای تفاوت های اساسی در برخی زمینه ها هستند. در اوراق صکوک ضمانتی برای ارائه سود وجود ندارد ولی سود در اوراق مشارکت تضمین شده است. برای انتشار اوراق مشارکت نیازی به داشتن پشتوانه دارایی نیست ولی انتشار اوراق صکوک نیازمند پشتوانه دارایی (نظیر ساختمان، ماشین آلات و ... ) است.

### فرایند انتشار صکوک اجاره توسط شهرداری

در جایی مثل شهرداری، که اجرای پروژه های عمرانی و ارائه خدمات شهری از اهمیت و اولویت خاصی برخوردار است، آزاد شدن منابع سرمایه ای برای اجرای پروژه های مذکور ایجاب می نماید که منابع کمتری برای ساخت و یا خرید اموال غیرمنقول صرف شود. لذا با توجه به قابلیت هایی که صکوک اجاره در تأمین منابع مورد نیاز شهرداری دارد، استفاده از این اوراق، امکان پذیر و جذاب به نظر می رسد. با توجه به مدل کاربردی گفته شده، طرح اولیه آن است که به پشتوانه قابلیت درآمد زایی و عایدات جاری سالیانه ساختمان ها در قالب اجاره ماهیانه یا سالیانه و یا درآمدزایی آتی ناشی از افزایش قیمت ساختمان ها به عنوان یک ارزش افزوده، ساختمان های موجود شهرداری ها 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 عرضه عمومی خواهد بود.

به دلیل توجیه اقتصادی حاصل از این دو جریان مالی، می توان اوراق بهاداری را طراحی و منتشر نمود. عامه مردم با خرید این اوراق عملاً مالک دارایی مربوطه به عنوان یک بنگاه اقتصادی می شوند و شهرداری با وجوه حاصله از فروش آن به اجرای پروژه های عمرانی اقدام می نماید (سلیمی فر و دیگران، 1390). از جمله

بهادار(صکوک) تبدیل می‌کند. اوراق صکوک که برای فروش عرضه می‌شوند، مثل هر سهم یک شرکت بورسی، دارای ارزش مساوی هستند و هر یک بیانگر مالکیت مشاع قسمتی از دارایی‌های مورد اجاره می‌باشند. به عبارت دیگر هر کس اقدام به خرید اوراق صکوک کند، به نسبت میزان ارزش اوراق خود در مالکیت آن دارایی‌ها به صورت مشاع شریک می‌شوند. شرکت بانی باید مبلغ اجاره بها را در اختیار شرکت ناشر قرار دهد و شرکت ناشر نیز باید آن را بین دارندگان صکوک تقسیم کند. هنگامی که مدت زمان اجاره به پایان می‌رسد، جریان نقدی حاصل از اجاره بها نیز متوقف می‌شود. در اینجا قرارداد اجاره حالات مختلفی می‌تواند داشته باشد که در کشور ما دو حالت تعریف شده است: اجاره عادی و اجاره به شرط تملیک. در حالت اجاره عادی شرکت واسط (ناشر) مختار است دارایی را به بانی بفروشد و اگر قصد فروش داشته باشد بانی ملزم به خرید دارایی می‌باشد. در حالت اجاره به شرط تملیک، بانی در پایان دوره اجاره با پرداخت اصل مبلغ ارزش دارایی، مالک دارایی می‌شود. کسانی هم که این اوراق را خریده بودند و در مدت اجاره، سهمشان را می‌گرفتند، سرمایه اولیه خود را پس می‌گیرند. در نمودار شماره سه نحوه عملکرد صکوک ملاحظه می‌گردد.



نمودار شماره سه: نحوه عملکرد صکوک (دفتر بودجه وزارت نیرو، 1391)

اجاره آن به بانی می باشد. پرداخت های مرتبط با اوراق اجاره به دو صورت است که یکی به صورت پرداخت کامل مبلغ اجاره بها در مواعد پرداخت تا سر رسید نهایی است و دیگری پرداخت بخشی از اجاره بها در مواعد پرداخت تا سر رسید نهایی و تسویه مابقی منافع اوراق اجاره در سر رسید نهایی است. منافع نهایی ناشی از مدیریت وجوه اجاره بها تا سر رسید نهایی نیز در سر رسید اوراق اجاره محاسبه و به دارندگان اوراق اجاره پرداخت خواهد شد (دادرس و موسوی، 1391، ص 28). صکوک اجاره در زمره آن دسته از اوراق بهادار اسلامی به حساب می آید که بازدهی ثابت و از پیش تعیین شده ای برای خریداران ایجاد می نماید و لذا از نوع صکوک با ریسک پایین است. دلیل مشروع بودن پرداخت سود در صکوک اجاره نیز مبتنی بودن این اوراق بر خرید و فروش دارایی فیزیکی واقعی است.

#### نتیجه گیری

نحوه تأمین مالی یکی از مباحث مهم اقتصاد مالی است و شهرداری ها در راستای رشد و توسعه شهری نیاز به تأمین مالی و جذب نقدینگی دارند. یکی از جایگزین های مورد استفاده اوراق قرضه که به دلایل شرعی و قانونی نمی تواند مورد استفاده قرار گیرد، اوراق بهادار اسلامی و به ویژه صکوک اجاره (تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی ها جهت جذب نقدینگی) است. صکوک ابزاری جدید، آزمون شده و مناسب برای فرآیند تأمین مالی، هم برای شرکت های دولتی و هم برای شرکت های غیر دولتی و به خصوص شهرداری هاست. ضمن این که صکوک می تواند به عنوان ابزاری مکمل یا جانشین اوراق مشارکت برای کنترل نقدینگی باشد. صکوک اجاره، ابزاری جدید است که در یکی دو دهه اخیر توسط متفکرین اقتصاد و مالی اسلامی و با استفاده از ظرفیت های موجود در فقه اسلامی طراحی شده است. این اوراق در دوره کوتاهی توانسته است به توسعه قابل توجهی دست یابد و مورد استفاده دولت ها و شرکت های ملی و بین المللی قرار گیرد. اوراق اجاره علاوه بر اینکه ریسک پایین تری نسبت به اوراق مشارکت دارد، قابلیت کاربرد در مواردی چون تأمین نقدینگی برای شرکت ها، تبدیل به اوراق بهادار کردن برخی دارایی ها و آزادسازی منابع بانک ها را دارد. در شرایط فعلی، هزینه پنهان بهره برداری از ساختمان های اداری و عملیاتی،

از آن جا که پس از عرضه صکوک ساختمان ها، شهرداری ها مالک ساختمان ها نیستند، ناچارند هزینه اجاره یا معادل اجاره بهای استفاده از ساختمان های مورد بهره برداری خود را در بودجه سالیانه خود پیش بینی و درج نمایند. یکی از اقلام عمده و دارای سهم قابل توجه در تعیین قیمت تمام شده، هزینه تأمین فضای اداری، دفتر کار و ساختمان های مورد نیاز است که تاکنون، تأمین فضاهای مزبور و خرید ساختمان های اداری مورد نیاز، از محل بودجه و منابع داخلی در اختیار شهرداری ها، در قالب های سرمایه ای و یا هزینه تأمین تجهیزات صورت گرفته است که به دلیل غیرجاری بودن هزینه های مربوط و عدم ارائه صورت های مالی مربوط به آن، پنهان مانده اند. در صورت اجرای این پیشنهاد، شهرداری ها موظف می گردند هزینه های مربوط را در بودجه سالیانه خود پیش بینی نمایند. محاسبه نمودن هزینه استفاده از منافع جاری ساختمان ها در قیمت تمام شده خدمات ارائه شده، ضمن واقعی شدن قیمت تمام شده و امکان بودجه ریزی دقیق تر، فضای مناسبی برای رقابت مدیران شهرداری ها با مدیران بخش خصوصی فراهم می کند. از سوی دیگر، وقتی هزینه سالیانه و ماهیانه و حتی روزانه اجاره محل، مشخص و ملموس شود، تلاش برای صرفه جویی آغاز می گردد و رقابت منفی موجود برای توسعه فضای اداری، جای خود را به صرفه جویی خواهد داد (سلیمی فر و دیگران، 1390). دارایی های قابل قبول جهت انتشار اوراق اجاره شامل زمین، ساختمان و تأسیسات، ماشین آلات و تجهیزات و وسایل حمل و نقل می باشد. ارزش دارایی و عمر اقتصادی آن باید توسط کارشناس یا کارشناسان منتخب کانون کارشناسان رسمی دادگستری تعیین شود و ارزش تقریبی دارایی نباید کمتر از پنجاه میلیارد ریال باشد. قراردادهای اجاره مورد قبول در انتشار، اجاره به شرط تملیک و اجاره با اختیار فروش دارایی در سر رسید اجاره با قیمت معین می باشد. با انتشار اوراق اجاره، رابطه وکیل و موکل میان ناشر و خریداران اوراق اجاره برقرار می گردد. ناشر به وکالت از طرف خریداران ملزم به مصرف وجوه حاصل از فروش اوراق اجاره جهت خرید دارایی موضوع انتشار و

در تعیین قیمت تمام شده لحاظ نمی شود. از آن جا که پس از عرضه اوراق اجاره ساختمان ها، شهرداری ها مالک ساختمان ها نیستند، ناچارند هزینه اجاره یا معادل اجاره بهای استفاده از ساختمان های مورد بهره برداری خود را در بودجه سالانه خود پیش بینی و درج نمایند. صکوک، نقدینگی بانی را افزایش می دهد. از طرف دیگر دارایی هایی که نقدینگی پایینی دارند و یا غیر نقد هستند از ترازنامه خارج شده و وجوه نقد جایگزین آن می شود. همچنین با این که قسمتی از دارایی ها از شرکت بانی جدا می شود، اما با این حال باز هم بانی می تواند از دارایی ها استفاده کند. از آن جا که صکوک با پشتوانه دارایی منتشر می شود، لذا دارای ریسک کمتر است و هزینه تأمین مالی را نیز کاهش می دهد. تبدیل دارایی های مشهود و نامشهود به اوراق بهادار و تأمین مالی مجدد از طریق فروش اوراق مزبور و اجاره مجدد برای مقاصد مورد نظر شهرداری ها که دارایی های ثابت مختلفی اعم از ماشین آلات و تجهیزات، فرهنگسراها، پارکینگ های طبقاتی و اراضی و سایر ساختمان ها با کاربردهای متفاوت در اختیار دارند، می تواند منابع مالی قابل توجهی را برای اجرای پروژه های عمرانی و ارائه خدمات رفاهی شهرداری ایجاد نماید. لذا به پشتوانه هریک از این دارایی ها می توان اوراق اجاره شهرداری ها را منتشر و به فروش رساند و بسیاری از مشکلات تأمین منابع مالی شهرداری ها را برطرف نمود.

#### منابع

1. آئینی، محمد(1388)، تأمین مالی مجدد، راهکاری نو برای توانمندسازی مالی شهرداری ها، دومین همایش مالیه شهری، تهران.
2. پهلوان، حمید و روح الله رضوی(1386)، اوراق صکوک؛ تعریف، انواع و ساختار، گزارش پژوهشی مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی وابسته به بورس اوراق بهادار تهران.
3. حسینی، سید محسن(1391)، تاریخچه طراحی و توسعه صکوک اجاره بها در جهان و ایران، فصلنامه تازه های اقتصاد، شماره 136، صص 108-103.

4. حسینی، سید علی و حکمت، هانیه و کاشف، معصومه(1392)، نقش صکوک اجاره و اوراق مشارکت در تأمین مالی، فصلنامه پژوهش حسابداری، سال دوم، شماره 8، صص 26-1.
5. حقیقی، جعفر(1392)، نکاتی پیرامون تأمین مالی شهرداری ها از طریق صکوک اجاره، بازار سرمایه، شماره 40، صص 51-50.
6. دادرس، عباس و موسوی، سیدمحسن(1391)، تأمین مالی شهرداری با حضور موثر بخش خصوصی از طریق بازار سرمایه، توسعه منابع درآمدی شهرداری ها برای پاسخگویی به نیاز های روز افزون، روزنامه دنیای اقتصاد، شماره 2716، ص 28.
7. سروش، ابوزر(1390)، مروری بر ابزارهای مالی اسلامی با تأکید بر اوراق اجاره (صکوک اجاره) و اوراق سفارش ساخت (صکوک استصناع) در ایران، مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی.
8. سلیمی فر، مصطفی، خزاعی، منصوره، سلیمی فر، محمد(1390)، صکوک اجاره؛ ابزاری کارآمد جهت تأمین مالی پروژه های شهری، اولین کنفرانس اقتصاد شهری ایران، مشهد.
9. سوری، مجتبی(1388)، ابزار نوین بانکداری اسلامی (صکوک)، توسعه صادرات، سال چهاردهم، شماره 80، صص 20-16.
10. علی عصار، نرگس(1392)، بررسی انواع اوراق صکوک در بانکداری اسلامی، مجله اقتصادی، شماره های 3 و 4، صص 32-21.
11. فدائی واحد، میثم و صفائی، محمد(1390)، صکوک ترکیبی استصناع- اجاره به شرط تملیک، ابزاری برای تأمین مالی پروژه های شهرداری ها، مجموعه مقالات چهارمین همایش مالیه شهرداری، مشکلات و راهکارها، صص 105-83.
12. فطرس، محمدحسن و محمودی، حسین(1387)، صکوک ابزاری مناسب برای جانشینی اوراق قرضه، همایش اقتصاد اسلامی و توسعه.

13. گودرزی، حجت ... و احمدی، سعید (1390)،  
اوراق صکوک مضاربه موازی، الگویی نوین در  
تأمین مالی شهرداری ها، مجموعه مقالات  
چهارمین همایش مالیه شهرداری، مشکلات و  
راهکارها، صص 45-64.
14. نجفی، مهدی (1385)، بررسی فرآیند تأمین  
مالی از طریق انتشار اوراق صکوک، پایان نامه  
کارشناسی ارشد دانشکده معارف اسلامی و  
مدیریت دانشگاه امام صادق (ع).
15. وزارت نیرو (1391)، صکوک اجاره، معاونت  
برنامه ریزی و توسعه شبکه دفتر بودجه و  
بررسی های اقتصادی

1. Ahmad Manjoo Faizal (2005), Securitization: An Important Recipe for Islamic Banks-A Survey, Review of Islamic Economics: Journal of the International Association for Islamic Economics and the Islamic Foundation, Vol. 9, No. 1, pp. 53-74.

2. Nisar, shariq (2007), "Islamic bonds (sukuk): its introduction and application", available in the [www.financeinislam.com](http://www.financeinislam.com)

3. Sukuk Report,(2012), "A Comprehensive Study of the Global Sukuk Market", IIFM Sukuk Report, available at [www.IIFM.net](http://www.IIFM.net)

منابع اینترنتی:

باشگاه خبرنگاران

<http://www.yjc.ir/fa/news>

پایگاه اطلاع رسانی بازار سرمایه ایران

<http://www.sena.ir>

شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه

<http://sukuk.zagros.co.ir>