

اوراق اجاره روی دارایی طلبکاران؛

راهکار جدید برای تسویه دیون دولت از طریق بازار سرمایه در ایران

رضا میرزاخانی*

سیدعباس موسویان**

مجتبی کاوند***

چکیده

یکی از چالش‌های اصلی دولت جمهوری اسلامی در سال‌های اخیر بدهی دولت به پیمانکاران و نظام بانکی است. اعمال تحریم‌های مالی و اقتصادی ضد جمهوری اسلامی ایران، افزایش نرخ ارز و تورم بالا طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۲ و کاهش شدید قیمت نفت طی چند سال گذشته موجب شد درآمدهای دولت کاهش یافته و برای تسویه بدهی خود با مشکل جدی مواجه شود. از این رو، دولت تلاش کرد تا با کمک راهکارهای جدید منابع مالی به دست آورد. یکی از راه‌های تأمین مالی دولت از طریق بازار سرمایه و انتشار اوراق بهادار از جمله اوراق اجاره دولتی است. انتشار این اوراق با مدل‌های متعارف اوراق اجاره که از سوی شرکت‌ها انجام می‌شود، برای دولت مقدور نیست؛ زیرا مستلزم فروش دارایی دولت به نهاد واسط است که با موانع قانونی مواجه است. بنابراین، باید در پی طراحی مدل‌های جدیدی برای اوراق اجاره بود. این مقاله با کاربرد روش توصیفی-تحلیلی در پی پاسخ به این پرسش‌هاست: ۱. آیا امکان انتشار اوراق اجاره دولتی بدون استفاده از دارایی‌های دولت و مبتنی بر دارایی طلبکاران وجود دارد؟ ۲. مدل‌های مالی اوراق اجاره دولتی مبتنی بر دارایی طلبکاران کدامند؟ نتایج مقاله نشان می‌دهد که می‌توان با استفاده از دارایی طلبکاران از دولت، دو نوع اوراق اجاره طراحی و منتشر کرد. مدل اول مبتنی بر فروش دارایی و اجاره آن و مدل دوم مبتنی بر اجاره موازی است.

واژگان کلیدی: بدهی دولت، تأمین مالی، تأمین مالی اسلامی، اوراق بهادار اسلامی، اوراق اجاره دولتی.

طبقه‌بندی JEL: G10, G19, H63

sadoogh.m@gmail.com
samosavian@yahoo.com
mojtaba.isu@gmail.com

* دکتری فقه الاقتصاد دانشگاه امام صادق (علیه السلام) (نویسنده مسئول)
** استاد اقتصاد پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی
*** دکتری مدیریت مالی دانشگاه امام صادق (علیه السلام)
تاریخ دریافت: ۱۳۹۶/۲/۱۵ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۶/۸/۲۲

مقدمه

امروزه دولت‌ها با انتشار اوراق بدهی دولتی و تعیین نرخ سود در این اوراق به دیگر ناشران اوراق بهادار معیار می‌دهند و در نتیجه، نقش محوری در بازار اوراق قرضه داخلی ایفا می‌کنند (گزارش مدیریت بدهی،^۱ ۲۰۱۱، ص ۲). در بیشتر اقتصادهای نوظهور، دولت‌ها و بانک‌های مرکزی در بازار اوراق قرضه دولتی فعال هستند. دولت‌ها برای تأمین کسری بودجه، اوراق بدهی با سرسیدهای مختلف منتشر می‌کنند. در نتیجه، دولت به‌طور مستقیم روی ترکیب اوراق بهادار بلندمدت و کوتاه‌مدتی که توسط مردم نگهداری می‌شود، اثرگذار است. استقراض دولت به‌عنوان جایگزین مالیات، به دولت اجازه می‌دهد تا هزینه‌های خود را در بودجه بدون تأثیر فوری روی نرخ مالیات افزایش دهد (بانک بین‌المللی نوسازی و صندوق بین‌المللی پول،^۲ ۲۰۰۱، ص ۵).

با توجه به حجم زیاد بدهی‌های دولت و انباشته شدن آن طی سال‌های گذشته دولت باید برنامه دقیقی برای پرداخت آن تدوین کند. زمانی ضرورت تسویه بدهی‌های دولت بیشتر احساس می‌شود که دولت قصد دارد با اجرای بسته‌های ضد رکود، اقتصاد ایران را از رکود نجات دهد. براساس آمارها نسبت بدهی دولت به تولید ناخالص داخلی پایین است؛ ولی موضوع مهم شناسایی و به جریان انداختن این میزان بدهی، براساس یک ابزار مالی است. در سال‌های گذشته به دلیل نبود بازار متشکل برای تسویه بدهی‌های دولت، بیشتر بدهی‌های دولت به‌صورت زنجیره‌ای به نظام بانکی و در ادامه به بانک مرکزی منتقل می‌شد. این روند دو پدیده در اقتصاد به همراه داشت: قفل شدن منابع بانکی به دلیل انجام‌نشدن تعهدات دولت، و رشد پایه پولی به دلیل استقراض دولت از بانک مرکزی که این دو پیامد زمینه‌ساز رکود تورمی در کشور شده است. بنابراین به اعتقاد کارشناسان، تشکیل بازار بدهی در ایران می‌تواند زمینه خروج غیرتورمی از رکود را فراهم کند.

با توجه به حرمت ربا در اسلام، امکان انتشار اوراق قرضه در ایران وجود ندارد؛ از این‌رو اندیشوران اسلامی راهکارهای جایگزین ارائه کرده‌اند. یکی از ابزارهای مالی جایگزین اوراق قرضه در مالی اسلامی، اوراق اجاره است که برای تأمین مالی دولت‌ها و شرکت‌ها از آن استفاده می‌شود. دولت‌ها نیز برای تأمین کسری بودجه و یا تسویه دیون خود می‌توانند با انتشار اوراق اجاره و کسب نقدینگی، کسری بودجه خود را تأمین و دیون خود را تسویه کنند. در این مقاله، با توجه به محدودیت‌های دولت در انتقال دارایی‌های خود جهت انتشار اوراق اجاره و نیز آمادگی طلبکاران دولت برای در اختیار نهادن دارایی خود به دولت جهت انتشار اوراق اجاره، دو مدل جدید جهت انتشار اوراق اجاره دولتی ارائه می‌شود.

1. Debt Management Report

2. International Bank for Reconstruction & IMF

پیشینه پژوهش

صندوق بین‌المللی پول و بانک جهانی (۲۰۰۱) در کتاب توسعه بازار اوراق قرضه دولتی وضعیت بازار اوراق قرضه دولتی را در کشورهای مختلف بررسی و راهکارهای توسعه آن را ارائه کرده‌اند.

مؤسسه بازار مالی اسلامی بین‌المللی^۱ (۲۰۱۶) در گزارشی جامع با عنوان «مطالعه جامع بازار صکوک جهانی»، وضعیت انتشار صکوک را در سطح ملی و جهانی در کشورهای مختلف بررسی و در بخشی از گزارش به مدل‌های انتشار اوراق اجاره دولتی در کشور سنگال برای تأمین مالی دولت اشاره کرده است.

موسویان و دیگران (۱۳۹۴) امکان انتشار اوراق مصون از تورم با نرخ شناور در قالب اوراق اجاره را بررسی و برای شناور کردن نرخ اجاره‌بها راهکارهای گوناگونی مانند شرط تعدیل قرارداد براساس یک فرمول نرخ‌گذاری، تصویب قانون تغییر اجاره‌بها به میزان کاهش ارزش پول، و تبدیل اوراق اجاره با نرخ شناور به اجاره‌های متعدد با اجاره‌بهای متعدد مستند به فرمول تورم به اضافه درصدی مشخص را ارائه کرده‌اند.

توحیدی (۱۳۹۳) نخست، سازوکار اوراق بهادار چند طبقه را تبیین و در مرحله بعد کاربرد این سازوکار در انتشار اوراق اجاره و اوراق مرابحه را بررسی کرده است. سپس با روش توصیفی-تحلیلی به بررسی و تحلیل فقهی انتشار اوراق اجاره و مرابحه چند طبقه پرداخته و سازگاری آن با موازین فقه امامیه را بررسی کرده است. در این مقاله، سازگاری سازوکار چند طبقه کردن اوراق اجاره و مرابحه با فقه امامیه براساس قراردادهای ضمان، بیمه، صلح و شرط ضمن عقد مورد بررسی و تأیید قرار گرفته است.

حسینی و دیگران (۱۳۹۲) با ارائه و تحلیل آمار و ارقام موجود، به بررسی و مقایسه تطبیقی این دو نوع اوراق به‌لحاظ سازوکار پذیرش و سهم هر یک در تأمین مالی شرکت‌ها پرداخته است. ذوالفقاری و دیگران (۱۳۹۱) با شناسایی چالش‌ها و محدودیت‌های پیش روی، راهکار پیشنهادی برای به‌کارگیری مؤثر این ابزار اسلامی در اقتصاد را ارائه داده است.

کیقبادی (۱۳۸۱) مدل اوراق اجاره به شرط تملیک دولتی را به‌عنوان راهکار جایگزین اوراق قرضه معرفی و راهکار عملیاتی کردن آن را ارائه کرده است.

بازار اوراق بدهی

بازارهای اوراق قرضه، ناشرانی را که نیاز به تأمین مالی بلندمدت دارند به سرمایه‌گذارانی که قصد دارند وجوه خود را در اوراق با درآمد ثابت و دارای سررسید بلندمدت سرمایه‌گذاری کنند، مرتبط

1. International Islamic Financial Market

می‌کنند. یک بازار اوراق قرضه داخلی بلوغ یافته معمولاً با ایجاد فرصت‌هایی برای دیگر ناشران، طیف وسیعی از فرصت‌ها را برای تأمین مالی دولت و بخش خصوصی ارائه می‌کند. تعریف بازار اوراق قرضه دولتی عبارت است از: بازاری برای اوراق بهادار قابل معامله که از سوی دولت مرکزی منتشر شده است. تمرکز اصلی این بازار روی اوراق قرضه دارای بازار ثانوی و با سررسید بلندمدت (معمولاً یک سال یا بیشتر) است. این اوراق قرضه‌ها معمولاً دارای کوپن هستند و در دوره‌های مشخصی (معمولاً سه ماهه تا سررسید) بهره پرداخت می‌کنند (کاسیو-پاسکال، ۲۰۱۲، ص ۵).

راهکارهای پرداخت بدهی دولت

۱. استقراض از بانک مرکزی

یکی از راه‌های تأمین مالی و تسویه بدهی‌های دولت استقراض از بانک مرکزی است. این راهکار افزون بر قفل شدن منابع بانکی به دلیل انجام نشدن تعهدات دولت، منجر به رشد پایه پولی نیز می‌شود که این دو مسئله موجب رکود تورمی در کشور طی سالیان اخیر شده است.

۲. اوراق تسویه خزانه

به دولت اجازه داده می‌شود بدهی‌های قطعی خود به اشخاص حقیقی و حقوقی تعاونی و خصوصی را که در چهارچوب مقررات مربوط تا پایان سال ۱۳۹۲ ایجاد شده، با مطالبات قطعی دولت (وزارتخانه‌ها و مؤسسه‌های دولتی) از اشخاص مزبور تسویه کند. بدین منظور وزارت امور اقتصادی و دارایی، اسناد تعهدی خاصی را با عنوان «اوراق تسویه خزانه» صادر می‌کند و در اختیار اشخاص حقیقی و حقوقی خصوصی و تعاونی طلبکار و متقابلاً بدهکار قرار می‌دهد. این اسناد تنها برای تسویه بدهی اشخاص یادشده به دستگاه‌های اجرایی و شرکت‌ها و مؤسسه‌های دولتی استفاده می‌شود.

۳. تأمین مالی از طریق بازار سرمایه

۳-۱. اسناد خزانه اسلامی

اسناد خزانه اسلامی، ابزاری است که مبتنی بر بدهی دولت به نظام بانکی، ذی‌نفعان و تأمین‌کنندگان منابع بوده و به وسیله خزانه‌داری کل وزارت امور اقتصادی و دارایی منتشر می‌شود. انتشار اسناد خزانه اسلامی براساس استاندارد کردن بدهی دولت است.

براساس بند «ط» تبصره ۶ قانون بودجه ۱۳۹۴، بدهی مسجل دولت تا سقف ۵۰ هزار میلیارد

ریال با انتشار اسناد خزانه اسلامی قابل تسویه است. از این رو، دولت برای تسویه دیون خود انتشار خزانه را به عنوان یکی از راهکارها در نظر گرفته است. براین اساس دولت در سال ۱۳۹۴، انتشار ۵۰ هزار میلیارد ریال اوراق خزانه اسلامی را عملیاتی کرده است که بخشی از آن در بازار ثانوی فرابورس عرضه شده است.

۳-۲. اوراق مشارکت

براساس قانون، اوراق مشارکت، اوراق بهادار با نام یا بی نامی هستند که به قیمت اسمی مشخص برای مدت معین منتشر می شود و به سرمایه گذارانی که قصد مشارکت در اجرای طرح های موضوع انتشار اوراق را دارند، واگذار می گردد (قانون اوراق مشارکت، ۱۳۷۶).

براساس بندهای «الف»، «ب» و «ج» تبصره ۶ قانون بودجه ۱۳۹۴ این اوراق قابل واگذاری به پیمانکاران، مشاوران و تأمین کنندگان تجهیزات همان طرح ها در سقف مطالبات معوق طرح با تأیید رئیس دستگاه اجرایی، ذی حساب ذی ربط و سازمان مدیریت و برنامه ریزی کشور است. براین اساس دولت در سال ۱۳۹۴، اجازه انتشار ۱۵۰ هزار میلیارد تومان اوراق مشارکت را داشته است.

۳-۳. اوراق اجاره

اوراق بهادار با نام قابل نقل و انتقالی است که نشان دهنده مالکیت مشاع دارنده آن در دارایی مبنای انتشار اوراق اجاره است. انواع قراردادهای اجاره مورد قبول در انتشار اوراق اجاره عبارت است از: اجاره به شرط تملیک، و اجاره با حق اختیار فروش دارایی در سررسید قرارداد اجاره با قیمت معین. با انتشار اوراق اجاره، رابطه وکیل و موکل میان ناشر و خریداران اوراق اجاره برقرار می شود. ناشر به وکالت از سوی خریداران ملزم به مصرف وجوه حاصل از فروش اوراق اجاره جهت خرید دارایی موضوع انتشار و اجاره آن به بانی می باشد. تملیک اوراق اجاره به منزله پذیرش وکالت ناشر بوده و وکالت ناشر تا سررسید و تسویه نهایی اوراق اجاره غیرقابل عزل، نافذ و معتبر است.

پرداخت های مرتبط با اوراق اجاره به دو صورت است: پرداخت کامل مبلغ اجاره بها در مواعد پرداخت تا سررسید نهایی، و یا پرداخت بخشی از اجاره بها در مواعد پرداخت تا سررسید نهایی و تصفیه بقیه منافع اوراق اجاره در سررسید نهایی. البته منافع نهایی ناشی از مدیریت وجوه اجاره بها تا سررسید نهایی، در سررسید اوراق اجاره محاسبه و به دارندگان اوراق اجاره پرداخت خواهد شد. براساس بند «ب» ماده (۲) قانون رفع موانع تولید رقابت پذیر و ارتقای نظام مالی کشور، به دولت اجازه داده شده جهت تسویه مطالبات قطعی اشخاص حقیقی و حقوقی خصوصی و تعاونی از دولت

و شرکت‌های دولتی «اوراق اجاره» منتشر نماید. از این رو، طبق قانون بودجه سال ۱۳۹۴، به دولت اجازه انتشار ۱۰ هزار میلیارد تومان اوراق اجاره داده شده است. در همین راستا بازار سرمایه با تبدیل بدهی‌های دولت به اوراق بهادار می‌تواند نقش کلیدی در تسویه بدهی‌های دولت داشته باشد.

حجم انتشار و سررسید اوراق بدهی دولت در کشورهای مختلف

جدول یک حجم انتشار اوراق بدهی دولتی در دست مردم (سررسید نشده) برحسب تولید ناخالص داخلی و میانگین سررسید این اوراق عوامل مهم در مورد اوراق قرضه دولتی را نشان می‌دهد. همان‌گونه که آمارها نشان می‌دهند حجم انتشار و سررسید این اوراق در حال افزایش است، در طول دهه گذشته، اوراق بدهی داخلی منتشره و در دست مردم که توسط دولت‌ها در بازارهای نوظهور منتشر شده است، برحسب درصدی از تولید ناخالص داخلی در همه مناطق افزایش یافته است.

جدول ۱: اوراق بدهی دولتی و سررسید آن

میانگین سررسید، برحسب سال			اوراق بدهی دولتی در دست عموم برحسب درصدی از تولید ناخالص داخلی (GDP)			
۲۰۱۰	۲۰۰۵	۲۰۰۰	۲۰۱۰	۲۰۰۵	۲۰۰۰	
۵/۷	۴/۷	۴/۳	۲۹/۴	۲۵/۸	۱۹	آسیا
۸/۱	۶/۶	۸	۱۷/۱	۱۴/۹	۹/۲	چین
			۱۳/۷	۹/۹	۹	هنگ کنگ
			۳۷/۳	۲۳/۱	۲۳/۴	هند
			۱۰/۳	۱۴/۲	۲۵/۱	اندونزی
۶/۲	۳	۳/۳	۳۰/۹	۳۸	۲۵/۵	فیلیپین
۵	۳/۹	۲/۶	۳۲/۹	۲۶/۲		کره جنوبی
			۴۸/۶	۳۴/۹		مالزی
۳/۳	۳/۶	۲/۷	۴۶/۱	۳۷/۴	۲۶/۵	سنگاپور
۵/۷	۶/۴	۴/۹	۲۷/۷	۲۲/۳	۱۳/۹	تایلند
۹/۶	۷/۹	۲/۱	۲۶/۲	۲۶/۵	۱۱/۶	آمریکای لاتین
۱۱/۱	۱۳/۴	۲/۱	۸/۴	۲۶/۱	۱۱/۶	آرژانتین
۳/۴	۲/۳	۲/۷	۶۵/۲	۵۸		برزیل
۱۴	۱۷					شیلی
۵/۱	۳/۸	۲/۵	۲۴/۳	۲۷/۲	۱۶/۷	کلمبیا
۶	۳	۱	۲۳/۹	۱۳/۶	۱۱/۲	مکزیک
۱۸			۹/۱	۷/۶	۶/۸	پرو
۴/۹	۴/۲	۲/۵	۲۶/۵	۲۳/۶	۲۱/۸	اروپای شرقی و مرکزی
۴/۹	۴/۲	۱/۵	۲۷	۲۰/۹	۱۳/۸	جمهوری چک
			۳۵/۹	۳۱/۵	۱۸/۷	لهستان
۴	۳/۶	۳/۵	۳۸/۴	۳۸/۹	۳۲/۷	مجارستان
			۴/۶	۳/۳		روسیه
۶/۷	۵/۳	۵/۴	۳۸/۸	۳۴/۹	۳۳	سایر کشورها
۶/۷	۵/۳	۵/۴	۳۸/۸	۴۲/۴	۳۱/۲	رژیم اشغال‌گر قدس
۱۰/۳	۷/۸	۸/۷	۳۴/۵	۳۰/۲	۳۴/۸	آفریقای جنوبی
۳/۶	۲/۱	۱/۲	۳۰/۶	۳۲/۱		ترکیه
۷/۲	۵/۸	۳/۶	۲۹/۴	۲۶/۸	۱۹/۴	میانگین کل

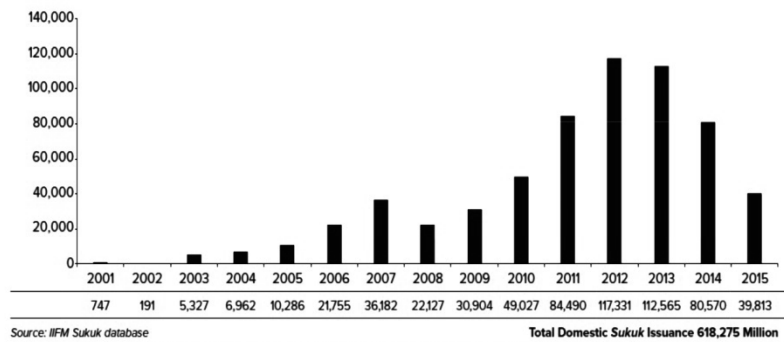
افزون بر این، افزایش زیادی در میانگین سررسید اوراق بدهی دولتی منتشره وجود دارد؛ به طوری که از سال ۲۰۰۰ از ۳/۶ سال به ۷/۲ در سال ۲۰۱۰ رسیده است. این افزایش در آمریکای لاتین با شیب بیشتر و در آسیا، اروپای مرکزی و شرقی کمتر است. در سال ۲۰۱۰، میانگین سررسید اوراق بدهی دولتی در آرژانتین، شیلی، پرو و آفریقای جنوبی بالای ۱۰ سال بود؛ ولی در برزیل، مجارستان، کره، سنگاپور و ترکیه کمتر و بین سه تا پنج سال است. در کل بازارهای نوظهور، سهم اوراق بدهی دولتی با سررسید زیر یک سال از ۲۸ درصد در سال ۲۰۰۰ به حدود ۱۸ درصد در سال ۲۰۱۰ کاهش یافته است (فیلاردو و دیگران، ۲۰۱۱^۱، ص ۵۲-۵۳).

وضعیت انتشار صکوک دولتی در بازارهای داخلی کشورها

نمودار زیر نشان می‌دهد که حجم انتشار صکوک در بازارهای داخلی کشورها، در سال ۲۰۱۵ نسبت به سال ۲۰۱۴ کاهش داشته است. البته بیشترین سهم انتشار مربوط به مالزی بوده است.

نمودار ۱: کل انتشار صکوک در بازار داخلی کشورها (ژانویه ۲۰۰۱ تا دسامبر ۲۰۱۵) - همه سررسیده‌ها، همه ارزها، به

میلیون دلار آمریکا



جدول ۲: انتشار صکوک با نرخ ثابت (به میلیون دلار آمریکا، سررسید بیشتر از یک سال)

سال	ناشر	نوع صکوک	نوع ارز انتشار	بین‌المللی یا داخلی	ساختار صکوک	میلیون دلار یا معادل آن	نرخ بازدهی	میانگین سررسید به سال
۲۰۱۵	دولت عمان	کشوری	ریال عمان	داخلی	اوراق اجاره	۶۴۷	۳/۵	۵
۲۰۱۵	دولت بحرین	کشوری	دینار بحرین	داخلی	اوراق اجاره	۵۳۰	۵	۵
۲۰۱۴	دولت سنگال	کشوری	فرانک سنگال	داخلی	اوراق اجاره	۲۰۰	۶/۲۵	۴
۲۰۱۴	دولت پاکستان	کشوری	ریال پاکستان	داخلی	اوراق اجاره	۴۷۱	۷/۹۷	۳

Source: IIFM Sukuk database

انتشار صکوک دولتی ملی در قلمروهای قانونی جدید

آفریقا یکی از بازیگران جدید در بازار صکوک است. در سال‌های ۲۰۱۴ یا ۲۰۱۵، صکوک دولتی در دو کشور آفریقایی سنگال و ساحل عاج منتشر شده که نشان‌دهنده تنوع جغرافیایی بازار صکوک است. جدول ۳ دارای اطلاعاتی در این زمینه است.

جدول ۳. انتشار صکوک در قلمروهای قانونی جدید

ناشر حاکمیتی	تاریخ انتشار	مبلغ به میلیون دلار	مدت اوراق	نوع ارز اوراق	ساختار
ساحل عاج	ژانویه ۲۰۱۵	۲۱۵	۵ سال	فرانک سی اف ای	اجاره
سنگال	جولای ۲۰۱۴	۱۶۸	۴ سال	فرانک سی اف ای	اجاره

هدف اولیه سنگال و ساحل عاج از انتشار صکوک، تأمین مالی زیرساخت‌ها و پروژه‌های توسعه‌ای بوده است. اولین صکوک مهم منتشره توسط کشورهای غرب آفریقا در سال ۲۰۱۴ با ۱۰۰ میلیارد فرانک سی اف ای مربوط به دولت سنگال است. این اوراق که از نوع اجاره و بر مبنای اجاره دارایی‌های دولت بوده است، دارای سررسید چهار ساله و نرخ سود آن ۶/۲۵ درصد بوده است. همچنین ۱۵۰ میلیارد فرانک سی اف ای منتشره توسط دولت ساحل عاج، بخشی از برنامه ۳۰۰ میلیارد فرانکی شرکت اسلامی توسعه بخش خصوصی است تا در دو مرحله مساوی منتشر شود. نخستین مرحله این برنامه سررسید پنج ساله و نرخ سود ۵/۷ درصد داشت. ۵۶ درصد صکوک ساحل عاج به سرمایه‌گذاران غرب آفریقا، ۳۸ درصد آن به سرمایه‌گذاران خاورمیانه و ۶ درصد آن به سرمایه‌گذاران شمال آفریقا اختصاص داشت.

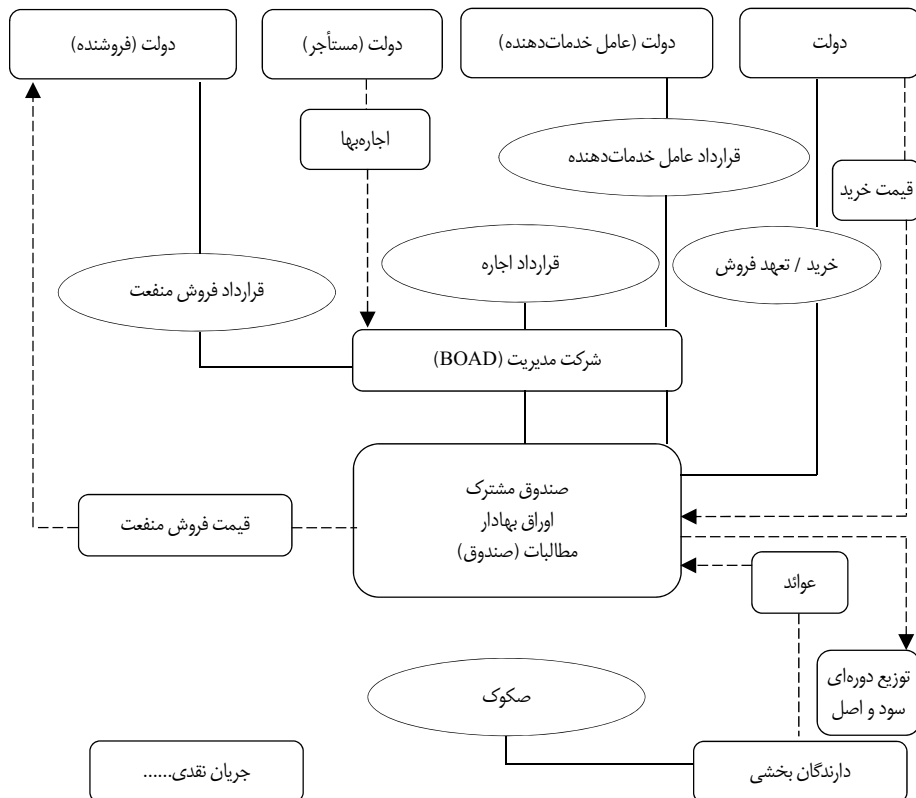
جدول ۴: اطلاعات مربوط به صکوک اجاره دولت سنگال

خلاصه صکوک	
واسط ناشر	دولت سنگال صکوک FCTC
نوع ساختار اوراق	اجاره
اندازه انتشار	۱۰۰ میلیارد فرانک سی اف ای (تقریباً معادل ۱۶۸ میلیون دلار آمریکا)
تاریخ انتشار	۱۸ جولای ۲۰۱۴
تاریخ سررسید	۱۸ جولای ۲۰۱۸
نرخ سود	۶/۲۵٪
نوع اوراق برحسب ثابت یا متغیر بودن سود	ثابت
دوره پرداخت سود	هر سه ماه یکبار (فصلانه)
تنظیم‌کننده	شرکت اسلامی توسعه بخش خصوصی و Citi

ساختار صکوک و جریان های نقدی

صکوک اجاره نوعی اوراق اسلامی است که براساس آن سرمایه گذاران اوراق دارایی هایی را خریداری و به ناشر اجاره می دهند. در این صکوک منافع تقسیم نشده/ مالکیت/ مزیت دارایی از سوی امین به نمایندگی از سوی سرمایه گذاران حفظ می شود. در مورد انتشار صکوک سنگال، دارایی های اختصاص یافته برای انتشار صکوک سه مجموعه ساختمانی متعلق دولت است که در امیدنامه به آنها اشاره شده است. نمودار زیر به طور خلاصه ساختار و جریان های نقدی اصلی اوراق اجاره دولت سنگال را نشان می دهد:

نمودار ۲: ارکان اوراق اجاره دولت سنگال و روابط میان آنها



توضیح مدل

ارکان

۱. ناشر یا واسط یعنی دولت سنگال صکوک FCTC، که همچنین براساس قرارداد اجاره مستأجر نیز می باشد؛
۲. شرکت مدیریت (BOAD TITRISATION) که جریان های نقدی مربوط به قرارداد اجاره را مدیریت می کند؛
۳. دولت سنگال به عنوان فروشنده یا مستأجر و نیز بدهکار.

جریان مبادلات

۱. دولت سنگال از طریق وزارت مالی به عنوان فروشنده منفعت، دارایی های صکوک را برای ۹۹ سال می فروشد. این دارایی های مشخص به طور روشن و دقیق در امیدنامه با واسط (FCTC) طبق قرارداد فروش ذکر می شوند؛
۲. براساس قرارداد اجاره، شرکت مدیریت دارایی های صکوک را به دولت اجاره می دهد. مستأجر اجاره بهای دوره ای معادل پرداخت های دوره ای ذکر شده در امیدنامه را پرداخت می کند؛
۳. براساس تعهد خرید، دولت متعهد است دارایی صکوک را براساس قیمت اعمال قرارداد اختیار فروش شرکت مدیریت از وی خریداری نماید؛
۴. براساس تعهد فروش نیز شرکت مدیریت دارایی به دولت تعهد می دهد که کلیه حقوق، اصل دارایی و منافع دارایی های مبنای انتشار صکوک را در سررسید براساس قیمت مشخصی به دولت بفروشد و انتقال دهد؛
۵. براساس قرارداد ضمانت، دولت تضمین می دهد که پرداخت های قرارداد اجاره و تعهد خرید را انجام دهد.

مسائل مربوط به معاملات اصلی

معاملات اصلی عبارت اند از:

۱. قرارداد خرید دارایی پایه مورد توافق بین واسط (FCTC) به عنوان خریدار و وزارت مالی به نمایندگی دولت سنگال به عنوان فروشنده؛
۲. قرارداد اجاره میان واسط و به عنوان موجر و دولت به عنوان مستأجر؛
۳. تعهد خرید و تعهد فروش که پرداخت قیمت اعمال را در زمان سررسید اوراق تسهیل می کند.

اوراق اجاره دولتی در ایران

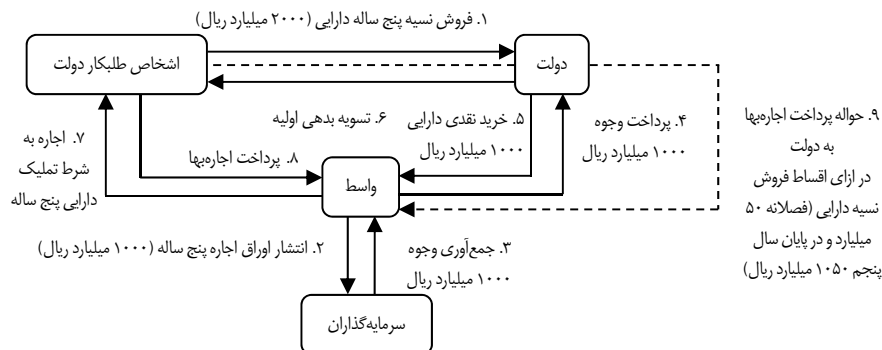
براساس بند «ب» ماده (۲) قانون رفع موانع تولید رقابت پذیر و ارتقای نظام مالی کشور، به دولت اجازه داده شده برای تسویه مطالبات قطعی اشخاص حقیقی و حقوقی خصوصی و تعاونی از دولت و شرکت های دولتی «اوراق اجاره» منتشر نماید.

تأمین مالی از طریق انتشار اوراق اجاره مستلزم فروش دارایی از سوی بانی (دولت) می باشد که این امر برای دولت مقدور نیست؛ بنابراین استفاده از مدل رایج انتشار اوراق اجاره برای تأمین مالی دولت ممکن نیست و باید مدل جدیدی را طراحی کرد. در این مدل اشخاص طلبکار از دولت می توانند برای گرفتن طلب خود، دارایی هایشان را جهت انتشار اوراق اجاره به دولت واگذار کنند تا براساس این دارایی ها اوراق اجاره منتشر و طلب این اشخاص از دولت، تسویه شود.

مدل های عملیاتی اوراق

اوراق اجاره روی دارایی طلبکاران را در قالب دو مدل می توان منتشر کرد:

نمودار ۳. الگوی اول، مدل اوراق اجاره مبتنی بر فروش نسبی اقساطی دارایی اشخاص طلبکار به دولت



روابط میان ارکان در این مدل به صورت ذیل است:

۱. شخص طلبکار از دولت دارایی خود را به صورت نسبی اقساطی مدت دار مثلاً پنج ساله به مبلغ ۲۰۰۰ میلیارد ریال به دولت می فروشد؛
۲. دولت مالک دارایی شده و می تواند براساس آن، اوراق اجاره منتشر کند. بدین منظور واسط را انتخاب و وی مبلغ ۱۰۰۰ میلیارد ریال اوراق اجاره منتشر می کند؛
۳. پس از عرضه اوراق اجاره، واسط وجوه آن را (۱۰۰۰ میلیارد ریال) گردآوری می کند؛

۴ و ۵. واسط با پرداخت بهای دارایی (۱۰۰۰ میلیارد ریال) آن را به وکالت از سرمایه‌گذاران به صورت نقدی از دولت خریداری می‌کند؛

۶. دولت با وجوه حاصل از فروش دارایی (۱۰۰۰ میلیارد ریال)، بدهی قبلی خود به شخص طلبکار را تسویه می‌کند؛

۷ و ۸. واسط به وکالت از سرمایه‌گذاران، دارایی را به شخص طلبکار اجاره به شرط تملیک مثلاً پنج ساله می‌دهد و در ازای آن اجاره‌بها (۲۰ درصد سالانه و ۵ درصد فصلانه معادل ۵۰ میلیارد ریال) دریافت و به سرمایه‌گذاران پرداخت می‌کند؛

۹. شخص طلبکار از دولت بابت فروش اقساطی نسبه دارایی ۲۰۰۰ میلیارد ریال طلب دارد؛ بنابراین واسط را به دولت حواله می‌دهد تا معادل اجاره‌بها (فصلانه معادل ۵۰ میلیارد ریال و در پایان سال پنجم ۱۰۵۰ میلیارد ریال) را به جای طلبکار از دولت دریافت کند.

نظر کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار در مورد مدل اول^۱

۱. فروش نسبه دارایی شخص طلبکار به دولت از باب بیع نسبه بوده و با رعایت شرایط عقد بیع بدون اشکال است.

بیع نسبه، معامله کالا در برابر بهای مدت‌دار است. به بیان دیگر، بیع نسبه عبارت است از معامله‌ای که کالا، نقد ولی بهای آن مدت‌دار است. بیع نسبه از اقسام بیع است. شرط تأخیر در تمامی یا بعض بهای کالا در معامله تا زمانی معین که از آن به بیع نسبه تعبیر می‌شود درست است (نجفی، ۱۴۰۴ق، ج ۲۳، ص ۹۹). تعیین مدت به گونه‌ای که افزایش و کاهش در آن راه نیابد، شرط صحت معامله نسبه است (بحرانی، ۱۴۰۵ق، ج ۱۹، ص ۱۲۰).

کالای خریداری شده به نسبه را می‌توان پیش از موعد پرداخت بهای آن فروخت؛ چه به فروشنده اول و چه به غیر او (یزدی، ۱۴۲۱ق، ج ۲، ص ۱۷۵). برخی پیشینان قائل به بطلان چنین معامله‌ای شده‌اند. البته اگر فروشنده هنگام معامله شرط کند که خریدار، کالا را به وی بفروشد معامله به قول مشهور باطل خواهد بود (نجفی، ۱۴۰۴ق، ج ۲۳، ص ۹۹-۱۰۰)؛

۲. انتشار اوراق اجاره بر روی دارایی‌ای که دولت از طلبکار خود به صورت نسبه خریده بدون اشکال است.

با توجه به اینکه تصرف و بیع کالای خریداری شده به نسبه پیش از موعد پرداخت بهای آن

۱. ایده اصلی طراحی این روش از سوی سیدعباس موسویان به‌عنوان عضو کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار مطرح شده و در آن جلسه به تصویب رسیده است. همچنین در مقاله، آرای این کمیته به‌لحاظ فقهی و با ارجاع به منابع دست اول مستند شده است. برای رعایت حقوق مالکیت معنوی سازمان بورس نیز به مصوبه آن ارجاع داده شده است.

جایز است؛ از این رو لذا دولت می‌تواند بر روی دارایی که از شخص طلبکار به نسیه خریده است، اوراق اجاره منتشر کند.

با توجه به اینکه عقد اجاره قالب قراردادی این اوراق است، دارایی‌ای که دولت بر روی آن، اوراق اجاره منتشر می‌کند، باید شرایط عین مستأجره را، که در عقد اجاره لحاظ شود، دارا باشد. عین مستأجره باید دارای شرایط ذیل باشد:

الف) عین مستأجره باید از چیزهایی باشد که با استفاده از منافع آن، اصلش از بین نرود. بنابراین اجاره‌ان و امثال آن برای خوردن صحیح نیست (یزدی، ۱۴۲۸ق، ج ۵، ص ۱۰). مقوم اجاره و بقیه شرایط، شرایط خارج از ماهیت اجاره‌اند (سبزواری، ۱۴۱۳ق، ج ۱۹، ص ۱۴). امر مزبور شرط صحت برای تمام عقود است که منفعت از عین تفکیک شده و مستقلاً مورد عقد قرار می‌گیرد؛ مانند حق انتفاع و وقف و عاریه؛ ولی ممکن است بعضی اشیا که با انتفاع از آن عین مال معدوم می‌شود، دارای منفعت نادری باشد که انتفاع از آن منفعت موجب انعدام عین مال نشود در این صورت اجاره آن منفعت صحیح خواهد بود؛

ب) عین مستأجره باید معلوم و معین باشد. پس شیء مجهول یا مردد بین چند چیز نمی‌تواند عین مستأجره باشد (یزدی، ۱۴۲۸ق، ج ۵، ص ۱۴)؛

ج) عین مستأجره قابل تسلیم به مستأجر باشد. هدف اصلی از عقد اجاره این است که مورد اجاره به مستأجر داده شود تا از منافع آن بهره‌مند گردد. بنابراین در عقد اجاره نیز همانند عقد بیع قدرت بر تسلیم مورد اجاره از جمله شرایط صحت عقد اجاره خواهد بود. افزون بر این موجد باید عین مستأجره را در حالتی تسلیم نماید که مستأجر بتواند استفاده مطلوب را از آن بکند (محقق حلّی، ۱۴۰۸ق، ج ۲، ص ۱۸۶)؛

د) منفعتی که به اجاره داده می‌شود باید ملک موجد باشد و لازم نیست موجد حتماً مالک عین مستأجره هم باشد؛ بنابراین مستأجر می‌تواند به‌عنوان موجد دوم، عین مستأجره را به دیگری اجاره دهد مگر اینکه در عقد اجاره عدم واگذاری به غیر شرط شده باشد (نجفی، ۱۴۰۴ق، ج ۲۷، ص ۲۵۷)؛

ه) منفعتی که اجاره داده می‌شود باید معلوم و معین باشد، به‌خصوص وقتی که عین مستأجره دارای منافع متعددی باشد و در اجاره، یک یا چند تا از آن منافع منظور باشد (یزدی، ۱۴۲۸ق، ج ۵، ص ۱۰). مقصود از معین بودن عین مستأجره این است که یکی از چند مال مردّد نباشد. معلوم بودن مورد اجاره به وسیله مشاهده یا بیان اوصاف کمی و کیفی آن به عمل می‌آید؛

و) منفعتی که اجاره داده می‌شود باید مشروع و قانونی باشد. پس اجاره دادن مغازه برای مشروب‌فروشی باطل است (محقق حلّی، ۱۴۰۸ق، ج ۲، ص ۱۸۶).

۳. اجاره دارایی از سوی واسطه به وکالت از سرمایه‌گذاران به شخص طلبکار دولت از باب عقد اجاره به شرط تملیک با رعایت شرایط عقد اجاره صحیح است.

اجاره به شرط تملیک: به استناد ماده یک آیین‌نامه اجرایی اجاره به شرط تملیک مورخ ۱۳۶۱/۸/۲۶، عقد اجاره به شرط تملیک عقد اجاره‌ای است که ضمن آن شرط گردیده است که مستأجر در پایان مدت اجاره عین مستأجره را در صورت عمل به شرایط مندرج در قرارداد مالک گردد و بانک‌ها نیز موظفند که در قرارداد شرط نمایند که در پایان مدت اجاره و پس از پرداخت آخرین قسط مال‌الاجاره و یا تسویه کامل مال‌الاجاره، در صورتی که کلیه تعهدات مستأجر طبق قرارداد، کاملاً انجام شده باشد، عین مستأجره به مالکیت مستأجر درآید. لذا براساس این تعریف، اجاره به شرط تملیک عقدی است تملیکی که با انعقاد آن مالکیت منافع به مستأجر انتقال می‌یابد و تنها وجه افتراق آن با عقد اجاره، شرط تملیکی است که در آن به نفع مستأجر درج گردیده است و عقد مزبور مانند سایر عقود که در قانون عملیات بانکی بدون ربا عنوان شده است (نظیر عقد مضاربه، رهن، جعاله و...) یکی از عقود معین مندرج در قانون مدنی می‌باشد و از جمله عقود معوض بوده و در قبال دریافت مال‌الاجاره، منافع به مستأجر تملیک می‌گردد. با وجود این عنوان شده است که اجاره به شرط تملیک، اجاره مطلق نیست، بلکه مقید به شرط تملیک است که براساس آن هرگاه مستأجر به تعهدات خود عمل نماید، بانک متعهد به انتقال مالکیت عین به مستأجر خواهد بود (خاوری، ۱۳۶۹ ش، ص ۱۹۳). شرط تملیک نیز از شروط صحیحی است که طرفین ضمن عقد آن را شرط نموده‌اند و از آنجا که شروط در ضمن عقد لازم نیز لازم است (انصاری، ۱۴۲۱ ق، ص ۷۸)، طرفین ملزم به وفای به آن می‌باشند. شایان ذکر است که صحت شرط ضمن عقد، منوط به مقدور بودن، مشروع بودن، دارای غرض عقلایی درخور اعتنا بودن، مخالف کتاب و سنت نبودن، منافی مقتضای عقد نبودن و معلوم بودن (نه مجهول و مبهم) می‌باشد (انصاری، ۱۴۱۵ ق، ج ۶، ص ۱۵ الی ۵۸).

تأسیس حقوقی «اجاره به شرط تملیک» را می‌توان از مصادیق شرط فعل حقوقی محسوب کرد. در همین باره ماده ۱۲ قانون عملیات بانکی بدون ربا، مصوب ۱۳۶۲/۶/۸ مقرر می‌کند: «بانک‌ها می‌توانند به منظور ایجاد تسهیلات لازم جهت گسترش امور خدماتی، کشاورزی، صنعتی و معدنی، اموال منقول و غیر منقول را بنا به درخواست مشتری و تعهد او مبنی بر انجام اجاره به شرط تملیک و استفاده خود، خریداری و به صورت اجاره به شرط تملیک به مشتری واگذار نمایند».

شرط فعل، آن است که در ضمن عقد، انجام دادن و یا ترک یک فعل مادی یا حقوقی بر یکی از متعاملین و یا بر شخص خارجی شرط شود؛ مثل آنکه در ضمن عقد شرط شود که مشتری آن را وقف کند یا برای درک ثمن، ضامن یا رهن بدهد (محقق داماد، ۱۴۰۶ ق، ص ۴۱).

۴. حواله پرداخت اجاره‌بها به سرمایه‌گذاران از سوی شخص طلبکار به دولت به این صورت که حواله‌دهنده (شخص طلبکار)، سرمایه‌گذاران را برای دریافت معادل اجاره‌بها به حواله‌شونده (دولت) حواله دهد، با رعایت شرایط عقد حواله صحیح است.

حواله: حواله عقدی خاص جهت انتقال دین (بدهی) از ذمه‌ای^۱ به ذمه‌ای دیگر است. تعریف یاد شده براساس نظر مشهور فقها^۲ است که حواله به غیر بدهکار را نیز صحیح می‌دانند (نجفی، ۱۴۰۴ق، ج ۲۶، ص ۱۶۵)؛ اما بنابر نظر برخی فقها که حواله به غیر بدهکار را مصداق (نوعی) ضمان^۳ می‌دانند، حواله عبارت است از انتقال دین از ذمه مدیون به ذمه فردی دیگر که ذمه‌اش به مثل آن دین مشغول است (محقق حلی، ۱۴۰۸ق، ج ۲، ص ۹۳).

حواله دارای سه رکن است: مُحیل،^۴ مُحْتال^۵ و مُحال علیه^۶ که فقها رضایت هر سه را برای حواله شرط می‌دانند (نجفی، ۱۴۰۴ق، ج ۲۶، ص ۱۶۰). موضوع عقد حواله می‌تواند عین، منفعت یا عملی باشد که مباشرت در آن شرط نباشد.^۷ موضوع عقد حواله باید معلوم و معین بوده و دینی باشد که در ذمه مُحیل ثابت باشد؛ بنابراین حواله کردن دینی که در آینده پدید خواهد آمد، صحیح نیست (همان، ص ۱۶۸-۱۶۹).

شایان ذکر است که عقد حواله بنابر نظر مشهور فقها، از عقود لازم است و با ایجاب از طرف مُحیل و قبول از طرف مُحْتال محقق می‌شود. قبول مُحال علیه شرط نیست، هر چند رضایت او شرط است (یزدی، ۱۴۰۹ق، ج ۲، ص ۷۸۴).

مطلب مهم دیگری که در مورد عقد حواله وجود دارد آن است که ترامی تسلسل، امتداد داشتن و پی در پی آمدن در حواله صحیح است؛ هم با تعدد مُحال علیه و هم وحدت مُحْتال (علامه حلی، ۱۴۲۰ق، ج ۲، ص ۵۷۹) در این صورت در هر مرحله، ذمه مُحال علیه قبلی به سبب حواله به مُحال علیه جدید بری می‌شود.^۸

۵. اگر تمام یا بخشی از اوراق در عرضه اولیه فروش نرفت، دولت می‌تواند آن مقدار را در

۱. منظور تعهدی است که یک نفر در قبال طرف دیگر بر عهده دارد.

۲. منظور اکثریت دانشمندان دینی متخصص در زمینه فقه هستند که در مورد خاصی دیدگاه واحدی دارند.

۳. ضمان یا عقد ضمان در فقه و حقوق ایران به معنای بر عهده گرفتن مالی است که بر ذمه دیگری است. به تعبیر دیگر ضمان، التزام به پرداخت دین ثابت دیگری از طرف شخص غیر مدیون به آن شخص است. متعهد را ضامن، مال را مضمون له، و مدیون اصلی را مضمون عنه می‌گویند. در فقه امامیه ضمان را نقل ذمه‌ای به ذمه دیگر تعریف کرده‌اند، قانون مدنی ایران نیز به پیروی از نظریه امامیه نقل ذمه را پذیرفته و در ماده ۶۹۸ به این امر تأکید کرده است.

۴. بدهکار. ۵. طلبکار.

۶. شخص ثالث.

۷. منظور از مباشرت، به‌طور مستقیم و بدون واسطه انجام دادن کار است.

۸. منظور از بری شدن ذمه عبارت است از: برداشته شدن تعهد از عهده شخص نسبت به شخص دیگر.

اختیار طلبکار بگذارد تا به تدریج به وکالت از طرف دولت به مردم بفروشد و به همان میزان بدهی دولت تهاتر می‌شود.

تهاتر: در قانون مدنی ایران تهاتر یکی از اسباب سقوط تعهد به حساب آمده و ماده‌های «۲۹۴-۲۹۹» به آن اختصاص داده شده است و در کتاب‌های حقوقی، تهاتر را به اقسام سه‌گانه، قهری، قراردادی و قضایی تقسیم کرده‌اند؛ هرچند که اصل بر تهاتر قهری است، قراردادی و قضایی به نوعی به همان تهاتر قهری برمی‌گردند؛ از این رو در قانون مدنی نامی از تهاتر قراردادی و قضایی به میان نیامده است.

تهاتر در فقه امامیه عنوان مستقلی ندارد و بحث جداگانه‌ای از آن به عمل نیامده است؛ بلکه در ابواب مختلف در هر مورد به تناسبی از آن نامی برده شده و حتی در بعضی از موارد به تهاتر قراردادی نیز اشاره شده است. برای نمونه، شهید ثانی در شرح لمعه در ضمن بحث از بیع سلف می‌گوید: اگر شخصی از دیگری به صورت سلف جنسی را خریده باشد (مثلاً ده تن گندم خریده است به مبلغ پنجاه هزار تومان) و در مقام پرداخت ثمن، به جای اینکه وجه نقد به او بپردازد با توافق یکدیگر طلبی که در ذمه بایع داشته از بابت ثمن حساب کند، صحیح است و می‌گوید: این مسئله در صورتی است که طلب آن شخص از بایع با ثمنی که می‌بایست در معامله سلف به او بپردازد، از لحاظ جنس و وصف مخالف هم باشند و الا تهاتر قهری خواهد بود (شهید ثانی، ۱۴۱۰ق، ج ۳، ص ۴۰۹)؛ بدین ترتیب هم به تهاتر قراردادی اشاره کرد و هم به تهاتر قهری.

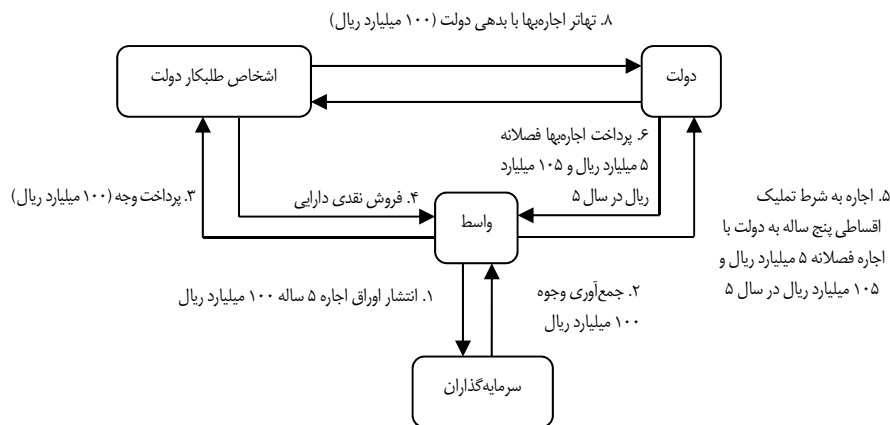
شهید اول در متن «لمعه» در کتاب رهن، آنجا که عین مرهونه هزینه داشته باشد، می‌گوید: هزینه به عهده رهن است، ولی منافع عین مرهونه هم مال رهن است و مرتهن حقی در آن ندارد، اما اگر هزینه نگهداری عین مرهونه را مرتهن پرداخته و از طرفی هم از منافع آن استفاده کرده است در اینجا به نسبت هزینه و منافع «تقاص» حاصل می‌شود و ما زاد باید به صاحب حق برگردد (شهید اول، ۱۴۱۰ق، ص ۱۳۱). بنابراین، تهاتر، در فقه گاه تحت عنوان «تقاص» و گاه تحت عنوان «تحاسب» و محاسبه دین به دین (تهاتر قراردادی) و گاه به لفظ «تهاتر قهری» مورد بحث فقهای بزرگ قرار گرفته است، هرچند که بحث مستقل و جدایی در اطراف آن به عمل نیآورده‌اند.

سقوط بدهی‌های متقابل دو فرد به یکدیگر را تهاتر گویند (جعفری‌لنگرودی، ۱۳۷۸ش، ج ۲، ص ۱۴۷۲). به سخن دیگر تهاتر عبارت است از: سقوط دیون دو بدهکار به یکدیگر و برائت ذمه هر یک به سبب تقابل دو مال متحد در جنس و وصف و در واقع، تهاتر ایفای دو دین به سبب تقابل آن دو است. از تهاتر به تقاص قهری نیز تعبیر شده است.

تهاتر دیون با تحقق شرط آن، در شریعت مقدس امری ثابت است (حکیم، ۱۴۱۶ق، ج ۱۳، ص ۳۰۲). شرط صحت تهاتر این است که آنچه در ذمه‌هاست در جنس و وصف متحد باشند و با

اختلاف در هر دو یا یکی حتی در حد مدت دار بودن یکی و نقد بودن دیگری یا کم بودن مدت یکی و زیاد بودن مدت دیگری، تهاتر صورت نمی‌گیرد؛ از این رو می‌گوید: تهاتر در پول و مثلیات جریان دارد نه در قیمتیات (نجفی، ۱۴۰۴ق، ج ۲۴، ص ۵۳).

نمودار ۴. الگوی دوم، مدل اوراق اجاره مبتنی بر اجاره به شرط تملیک دارایی اشخاص طلبکار دولت



روابط میان ارکان در این مدل به صورت ذیل است:

- ۱ و ۲. واسط مبلغ ۱۰۰ میلیارد ریال اوراق اجاره پنج ساله منتشر کرده و وجوه آن را گردآوری می‌کند؛
- ۳ و ۴. واسط به وکالت از سرمایه‌گذاران دارایی اشخاص طلبکار دولت را به مبلغ ۱۰۰ میلیارد ریال می‌خرد و وجه آن را می‌پردازد؛
- ۵ و ۶. واسط به وکالت از سرمایه‌گذاران، دارایی را به صورت اجاره به شرط تملیک مثلاً پنج ساله با اجاره‌بهای فصلی ۵ میلیارد ریال و ۱۰۵ میلیارد ریال در پایان سال پنجم (اصل مبلغ و سود فصل آخر) به دولت اجاره می‌دهد؛
۷. دولت دارایی را که خود اجاره کرده مجدداً به صورت اجاره به شرط تملیک مثلاً پنج ساله با شرط دریافت کل اجاره‌ها (۱۰۰ میلیارد ریال) به صورت نقد به اشخاص طلبکار اجاره می‌دهد؛
۸. مبلغ اجاره‌بهای نقدی (۱۰۰ میلیارد ریال) که اشخاص طلبکار باید به دولت بابت اجاره بپردازد با طلب این شخص از دولت (۱۰۰ میلیارد ریال) تهاتر می‌شود.

نظر کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار در مورد مدل دوم

۱. انتشار اوراق اجاره بر روی دارایی شخص طلبکار دولت بنا به درخواست وی براساس مدل‌های پیش‌گفته صحیح است؛

۲. اجاره به شرط تملیک دارایی از طرف واسط به دولت به صورت پرداخت اقساطی صحیح است؛

۳. اجاره مجدد دارایی از طرف دولت به طلبکار در قالب اجاره به شرط تملیک با پرداخت کل اجاره‌بها به صورت یک جا در ابتدای قرارداد صحیح است.

گرفتن اجاره‌بها از مستأجر از نظر شرعی هیچ اشکالی ندارد و همان‌طور که اجاره‌بها را با تأجیل و در زمان‌های معین می‌توان گرفت، اخذ کل اجاره‌بها به یکباره نیز از نظر شرعی امکان‌پذیر است؛ زیرا اجاره عقدی است تملیکی و همچنان که در اثر عقد مزبور، معوض یک جا داخل در ملکیت مستأجر می‌گردد، عوض نیز هرگاه عین خارجی باشد یکباره به موجر منتقل می‌شود و هرگاه کلی باشد به موجب نفس عقد، مستأجر مدیون و موجر دائن می‌گردد، و می‌تواند آن را مطالبه کند. مالکیت موجر نسبت به مال الاجاره متزلزل است و با استیفاء منافع و یا آنچه در حکم آن است مانند گذشتن مدتی که مستأجر بتواند استیفاء منافع نماید اگرچه استیفاء نکند، مالکیت مستقر می‌شود (امامی، بی تا، ج ۲، ص ۳۳).

فقه‌های امامیه معتقدند که مال الاجاره پس از تسلیم عین مستأجره تأدیه می‌شود و در اجاره اشخاص اجرت پس از انجام عمل، مگر آنکه خلاف آن شرط شود و یا عرف و عادت خلاف آن را اقتضاء نماید. بنابراین هرگاه موجر، وصی یا وکیل باشد نمی‌تواند اجرت را قبل از عمل اجیر بپردازد، مگر به اجازه صریح موصی یا موکل و الا ضامن آن خواهد بود (نجفی، ۱۴۰۴ق، ج ۲۷، ص ۲۲۰-۲۲۱) و با توجه به اینکه در چنین مواردی کمتر از اجاره‌بهایی قبلی است، نیازی به انجام کار روی موضوع اجاره ندارد.

به اعتقاد مشهور فقهای شیعه و اهل سنت، انتقال مورد اجاره در قرارداد ثانوی و پس از آن، تنها در صورتی صحیح است که یا قیمت اجاره مساوی یا کمتر از قیمت اولیه باشد و یا مستأجر کار با ارزشی روی مورد اجاره انجام داده باشد (سبزواری، ۱۴۱۳ق، ج ۱۹، ص ۱۲۸) و در کتب برخی فقها، نقل اجماع نیز بر این مطلب شده است (عاملی، ۱۴۱۹ق، ج ۱۹، ص ۴۰۸). برای مثال کسی که منزلی را به مبلغ معینی برای یک ماه معین اجاره می‌کند در صورتی می‌تواند آن منزل را به مبلغ بالاتر اجاره دهد که کار با ارزشی مثل تعمیر، نقاشی و نظافت روی آن منزل انجام داده باشد.

پرسشی که در اینجا مطرح می‌شود آن است که در این حکم به جواز اجاره به قیمت بالاتر، آیا صرف تغییر کفایت می‌کند و یا اینکه باید تغییر به گونه‌ای باشد که دارای مالیت و ارزش بوده و به منفعت و قیمت عین مستأجره اضافه نموده و مبلغ اضافی در مقابل آن قرار گیرد؟

در پاسخ به این پرسش باید گفت که آنچه از شیخ طوسی و محقق ثانی نقل شده است این می‌باشد که صرف تغییر کفایت نمی‌کند؛ بلکه تغییر مورد نظر باید به گونه‌ای باشد که دارای ارزش و مالیت بوده و برای عین مستأجره ارزش افزوده ایجاد کند. البته برخی از فقها نیز بر این نظراند که براساس مفاد روایاتی که در این موضوع وجود دارد، مطلق تغییر کفایت می‌نماید و دلیلی بر اشتراط ارزش افزوده ایجاد کردن تغییر و قرار گرفتن تغییر در مقابل قیمت بالاتر، وجود ندارد (جمععی از پژوهشگران، ۱۴۲۳ق، ج ۴، ص ۱۵۲).

در مدل اخیر اوراق اجاره دولتی، با توجه به اینکه دارای به قیمت کمتر به اجاره ثانوی به شرط تملیک طلبکار قرار می‌گیرد، اشکال فقهی مذکور منتفی است؛

۴. تهاوت بین بدهی اولیه دولت به شخص طلبکار با طلب دولت از محل قرارداد اجاره به شرط تملیک صحیح است؛

۵. اگر بخشی از اوراق در عرضه اولیه به فروش نرسد، واسط نمی‌تواند آن را به طلبکار بفروشد؛

۶. در سررسید اوراق بعد از تملیک دارایی از طرف واسط به دولت، تملیک آن توسط دولت به شخص طلبکار صحیح است.

تجربه انتشار اوراق اجاره روی دارایی طلبکاران در ایران

از اسفند ماه ۱۳۹۴ تاکنون، سه مورد اوراق اجاره دولتی منتشر شده است که تنها یک مورد آن با استفاده از دارایی طلبکاران بوده که اطلاعات آن به صورت خلاصه در جدول‌های زیر ارائه شده است (تارنمای شرکت فرابورس ایران):

جدول ۵. اطلاعات اوراق

نام اوراق	اجاره دولت مرحله یک ۱۳۹۴-۹۸/۱۲/۲۶
مبلغ اسمی هر ورقه (ریال)	۱.۰۰۰.۰۰۰
مبلغ کل اوراق (میلیون ریال)	۵.۰۰۰.۰۰۰
مبلغ پذیرش شده (میلیون ریال)	۵.۰۰۰.۰۰۰
تاریخ انتشار	۱۳۹۴/۱۲/۲۶
مدت اوراق (ماه)	۴۸
موضوع انتشار	نسوبه مطالبات صندوق حمایت و بازنشستگی آینده‌ساز و شرکت هواپیمایی ماهان

نوع اوراق	اجاره
نرخ سود اسمی	۱۸ درصد
تعداد کل اوراق	۵.۰۰۰.۰۰۰
تعداد اوراق پذیرش شده	۵.۰۰۰.۰۰۰
تاریخ سررسید	۱۳۹۸/۱۲/۲۶
تاریخ پرداخت اولین سود	۱۳۹۵/۱۲/۲۶
مواعد پرداخت سود	۶ ماه

جدول ۶. ارکان اوراق

ناشر	شرکت واسط مالی آذر دوم (با مسئولیت محدود)
ضامن	سازمان مدیریت و برنامه ریزی کشور
عامل پرداخت سود	شرکت سپرده گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه
بانی	وزارت امور اقتصادی و دارایی
عامل فروش	شرکت کارگزاری تأمین سرمایه نوین

جدول ۷. سررسید پرداخت سودها

زمان	مبلغ سود هر ورقه
۱۳۹۸/۱۲/۲۶	۱'۰۰۰'۰۰۰
۱۳۹۸/۱۲/۲۶	۸۹'۲۶۰'۲۷
۱۳۹۸/۰۶/۲۶	۹۰'۷۳۹'۷۳
۱۳۹۷/۱۲/۲۶	۸۹'۲۶۰'۲۷
۱۳۹۷/۰۶/۲۶	۹۰'۷۳۹'۷۳
۱۳۹۶/۱۲/۲۶	۸۹'۰۱۶۳۹
۱۳۹۶/۰۶/۲۶	۹۰'۹۸۳'۶۱
۱۳۹۵/۱۲/۲۶	۸۹'۲۶۰'۲۷
۱۳۹۵/۰۶/۲۶	۹۰'۷۳۹'۷۳

چالش‌های اوراق بهادار دولتی

وجود پراکندگی در انتشار اوراق دولتی

در عمده کشورهای انتشاردهنده اوراق بهادار دولتی صرفاً یک وزارتخانه به عنوان بانی، مسئولیت انتشار، مدیریت و تسویه اوراق را بر عهده دارد. این امر به دلیل مدیریت و انسجام بهتر تأمین نیازهای دولت، برآورد درآمدهای حاصل از انتشار اوراق و تخصیص آن به سرمایه‌گذاران، همچنین مدیریت نرخ‌های بازدهی شکل گرفته در بازار با توجه به اهمیت دولت در اقتصاد یک کشور است. متأسفانه در سال ۱۳۹۵ اجازه انتشار توسط دولت به وزارتخانه‌های مختلف

سبب شده است تا تشتت در نرخ بازدهی اوراق بهادار بازار و حتی نرخ‌های شکل گرفته در بخش‌های مختلف اقتصاد به وجود آورد. این در حالی است که مسئول تسویه کلیه این اوراق، وزارت امور اقتصاد و دارایی و یا سازمان برنامه و بودجه است؛ از این رو، این مسئله احتمال کج‌منشی و کژگزینی در فرایند انتشار و به‌کارگیری منابع حاصل را در دستگاه بانای افزایش می‌دهد. همین امر می‌تواند ریسک سیستماتیک و ریسک سیستمی را در کشور افزایش دهد؛ زیرا این وزارتخانه‌ها هیچ تعهدی نسبت به تسویه اوراق منتشر شده ندارند (کریمی و سلمانی، ۱۳۹۶، ص ۵).

تفکیک‌ناپذیری دقیق و شفاف طرح‌های انتفاعی و غیرانتفاعی عمرانی دولت

اوراق بهادار دولتی را می‌توان برحسب اینکه پروژه مورد نظر انتفاعی است و یا غیرانتفاعی، تقسیم‌بندی کرد. در اوراق انتفاعی لزوماً فعالیتی وجود دارد که از نظر اقتصادی ایجاد عایدی مستقیم برای سرمایه‌گذاران می‌کند؛ درحالی‌که پروژه‌های غیرانتفاعی با منطق اقتصادی دست‌کم در کوتاه‌مدت منطبق نیست؛ ولی دولت‌گریزی از انجام این پروژه‌ها بنا به مسئولیت خود ندارد. آسیبی که در این گونه فعالیت‌ها برای انتشار اوراق بهادار متصور می‌باشد، آن است که باید برای این‌سرخ از پروژه‌ها، اوراق انتفاعی منتشر و به وسیله آن تأمین مالی شود. با این ساختار، دولت خود را متعهد به پرداخت به سرمایه‌گذاران می‌کند؛ درحالی‌که محلی برای این پرداخت‌ها وجود ندارد. ضمن آنکه در قانون نیز استفاده از اوراق بهادار مبتنی بر بازدهی برای فعالیت‌های غیرانتفاعی منع شده است (همان).

ضرورت اسلامی بودن اوراق بهادار منتشره توسط دولت و منع استفاده از مزایای بازار بدهی

انتشار اوراق بدهی از جمله عواملی است که می‌تواند به کشف نرخ سود حقیقی در اقتصاد کمک کند و به تعیین نرخ سود در بازار منجر شود و جایگزین سیاست‌های توصیه‌ای و دستوری تعیین نرخ سود گردد؛ از این رو انتشار اوراق بدهی به تقویت ابزارهای سیاست پولی منجر خواهد شد. همچنین، افزایش قدرت بهینه‌یابی ترازنامه واسطه‌های مالی با تنوع‌بخشی ابزارها و ارائه ابزارهای کم‌ریسک از دیگر مزایای بازار بدهی خواهد بود؛ ولی اقتصاد ایران طی سنوات گذشته به دلیل حرمت شرعی اوراق قرضه (اصلی‌ترین اوراق بدهی در اقتصاد دنیا)، ابزار بدهی قابل توجهی نداشته است؛ بنابراین جایگزین مناسب برای این اوراق با توجه به محدودیت‌های شرعی ضروری است (همان).

شناسایی نشدن دارایی‌های دولت برای پشتوانه‌سازی آنها

متأسفانه نبود یک سیستم جامع اطلاعات مالی در ارتباط با دارایی‌های دولت، مانع از این امر شده است که بتوان دارایی‌های دولت را در امر انتشار اوراق بهادار دولتی به‌کار گرفت. ضمن آنکه بسیاری از

دارایی‌های دولت از نظر حقوقی دارای مشکل هستند و برای قرار گرفتن در زمره دارایی پشتوانه اوراق، هزینه‌های هنگفتی از جهت حقوقی باید پرداخت شود که همین امر انگیزه دولت برای استفاده از این دارایی‌ها را به عنوان پشتوانه محدود می‌کند. ضمن آنکه برخی از دارایی‌های دولت مربوط به موقوفات هستند که منع قانونی و شرعی برای استفاده از آنها در امر پشتوانه اوراق وجود دارد (همان، ص ۶).

احتمال انحراف ارزش اوراق مصوب از ارزش مورد نیاز برای موضوع اوراق و امکان وقفه در تخصیص ارقام

در ایران برای انتشار اوراق بهادار دولتی نخست باید نیاز شناسایی شود. در گام دوم این نیاز در لایحه برنامه بودجه دولت قرار می‌گیرد و برای بررسی به مجلس شورای اسلامی ارائه می‌شود. به دلیل ساختار تصمیم‌گیری حاکم بر مجلس شورای اسلامی، احتمال تغییر ارقام اوراق در لایحه وجود دارد. این امر به عنوان یک چالش جدی برای دولت در امر تأمین مالی و تسویه اوراق منتشره مطرح است. ضمن آنکه در صورت تصویب مجلس و جذب وجوه با انتشار اوراق بهادار، سازمان برنامه و بودجه باید اجازه تخصیص وجوه به موضوع اوراق منتشره را صادر کند. در نتیجه، در این مرحله نیز دست‌کم فاصله زمانی بین جذب و تخصیص منابع به وجود خواهد آمد. این موضوع نیز در امر تسهیل فعالیت‌هایی که در ارتباط با آنها اوراق منتشر شده است، یک معضل اساسی محسوب می‌شود (همان).

نبود سازوکار قابل اطمینان برای تسویه حساب اوراق بهادار دولتی

بخشی از مشکل نبود سازوکار قابل اطمینان برای تسویه حساب اوراق بهادار دولتی، ناشی از مسائل پیش‌گفته است و بخش دیگری نیز به این دلیل است که حتی اگر سازمان برنامه و بودجه دستور تسویه داشته باشد، ولی خزانه‌داری وجوه لازم برای تسویه را نداشته باشد، در چنین شرایطی ریسک سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار دولتی کشور برای خریداران آن به‌ویژه سرمایه‌گذاران خارجی به شدت بالا خواهد بود. در نتیجه، سرمایه‌گذاران مسلماً نه تنها تمایلی به سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار دولتی نخواهد داشت، بلکه با توجه به این امر که وضعیت مالی دولت شاخص اطمینان در سرمایه‌گذاری یک کشور است، تمایلی به سرمایه‌گذاری در بخش خصوصی کشور نیز نخواهد داشت (همان).

ناهماهنگی و ناسازگاری بین نرخ بازدهی اوراق بهادار دولتی با گزینه‌های سرمایه‌گذاری بخش خصوصی اوراق بهاداری که توسط دولت‌ها منتشر می‌شوند، معمولاً کم‌ریسک‌ترین اوراق هستند و براین اساس بازدهی پایین‌تری نسبت به اوراق بهادار بخش خصوصی خواهند داشت و همین، نرخ شاخص سرمایه‌گذاری‌های خارجی را نیز مشخص می‌کند. حال اگر نرخ این اوراق بالا تعیین شود و این امر

از سازوکار بازار تبعیت نکند، بلکه دستوری و فروش به هر قیمتی باشد، باعث فرار سرمایه از بخش خصوصی به این بخش‌ها خواهد شد؛ زیرا این نرخ بالاتر از نرخ‌های اقتصاد است و به دلیل اسم دولت اعتماد بیشتری را به خود جلب می‌نماید. ادامه این وضعیت با توجه به نبود منبع درآمد کافی برای پرداخت، آغاز یک بحران جدی و رکودی عمیق در اقتصاد خواهد بود (همان، ص ۷).

لزوم توجه به عمق و ظرفیت بازار سرمایه در تأمین مالی دولت

توسعه و عمق بازارهای مالی از الزامات مهم توسعه و پیشرفت اقتصادی است؛ ولی اگر بازار ظرفیت جذب اوراق مختلف را نداشته باشد، نتیجه برعکس خواهد بود و خود این امر می‌تواند آغازی بر یک افول و نکول اقتصادی باشد. حال اگر این اوراق، دولتی باشد آسیب را بیشتر می‌کند (همان).

رتبه‌بندی نشدن اوراق بهادار دولتی در کشور

از اصول اولی در سرمایه‌گذاری تناسب ریسک و بازدهی در گزینه‌های مختلف سرمایه‌گذاری است. سرمایه‌گذاران مختلف براساس میزان تحمل ریسک و انتظار از بازدهی اقدام به سرمایه‌گذاری مطلوب خود می‌کنند. در این رابطه نیاز است تا ریسک‌ها و بازدهی مورد انتظار را ملاحظه و اقدام کنند. این تولید اطلاعات که به شفافیت در انتشار اوراق بهادار منجر می‌شود، از طریق مؤسسات رتبه‌بندی بین‌المللی صورت می‌گیرد و نمره اعتبار، دلیلی بر سرمایه‌گذاری است. متأسفانه این ضعف ساختاری در همه نظام مالی کشور وجود دارد (همان).

پوشش ندادن ریسک نوسانات نرخ ارز برای خریداران خارجی اوراق بهادار دولتی

یکی از مهم‌ترین فرصت‌های پیش روی دولت‌ها برای جذب منابع مالی مورد نیاز، جذب سرمایه‌گذاران خارجی است. در ایران مهم‌ترین مسئله‌ای که مانع از ورود سرمایه‌گذاران خارجی برای خرید اوراق منتشر شده ریالی می‌شود، ریسک نوسانات نرخ ارز است. متأسفانه ابزار مناسبی برای پوشش این ریسک وجود ندارد. از این‌رو، اگر نااطمینانی حاصل از نرخ ارز برای سرمایه‌گذاران خارجی کاهش یابد، می‌توان از ظرفیت منابع مالی آنها نیز برای تأمین نیازهای مالی دولت استفاده کرد (همان).

ناسازگاری بازدهی مشخص شده برای اوراق بهادار دولتی در افق‌های زمانی مختلف

یکی از چالش‌های انتشار اوراق بهادار دولتی در ایران جدا از عدم تناسب نرخ بازدهی این اوراق با بازدهی فعالیت‌های دولت و غیرمنطقی بودن این نرخ‌ها در قیاس با بازدهی فعالیت‌های

بخش خصوصی، ناسازگاری زمانی نرخ‌های بازدهی تعیین شده برای اوراق بهادار دولتی است؛ به طوری که بازدهی اوراق بهادار کوتاه مدت دولت سنخیت چندانی با نرخ بازدهی اوراق بهادار بلندمدت دولتی ندارد (همان).

پیش‌بینی نکردن منابع احتیاطی برای تسویه اوراق بهادار دولتی در صورت عدم توفیق موضوع اصلی قرارداد

یکی از مسائلی که در ارتباط با دولت وجود دارد این است که اوراق بهادار دولتی به هیچ وجه نباید نکول شوند؛ زیرا نکول دولت منجر به ناطمینانی در کل اقتصاد می‌شود و این امر می‌تواند به کاهش سرمایه‌گذاری و حتی ریسک سیستمی در اقتصاد منجر شود. بر همین اساس لازم است منابع احتیاطی برای تسویه اوراق بهادار اسلامی در صورت عدم توفیق موضوع اصلی قرارداد آن در نظر گرفته شود. برای مثال، در سال‌های گذشته به دولت اجازه داده شده بود که از منابع سرجمع برای تسویه اوراق سررسید شده استفاده کند. این امر منجر می‌شود حتی اگر خزانه‌داری با مشکل نقدینگی مواجه باشد، تسویه اوراق توسط دولت صورت گیرد. در واقع، استفاده از اوراق بهادار دولتی بیش از توجه به انتشار، نیازمند تمرکز جدی در مقوله تسویه آن است (همان، ص ۸).

ضعف در دانش و نیروی متخصص مالی اسلامی و به کار نگرفتن روشمند خبرگان این حوزه

یکی از مشکلات اساسی در تأمین مالی دولت جمهوری اسلامی ایران از طریق انتشار اوراق بهادار دولتی، ضعف در دانش و نیروی متخصص مالی اسلامی است؛ به طوری که این ضعف، نوآوری و تنوع در طراحی ابزارهای اسلامی متناسب با نیازهای مالی دولت را محدود می‌کند. ضمن آنکه معدود افراد متخصصی نیز که در این زمینه وجود دارند به صورت صحیح و روشمند در نهادهای مربوطه به کار گرفته نمی‌شوند. به نظر می‌رسد در این راستا استفاده از تجربه های دیگر کشورها و تربیت نیروی انسانی متخصص کارگشا باشد. البته در این راستا لازم است متخصصان هم از نظر تکنیکی و محاسباتی و هم از نظر اصول اسلامی در طراحی اوراق بهادار مهارت داشته باشند (همان).

نبود قانون دائمی در ارتباط با انتشار اوراق بهادار دولتی

به طور عمده در کشورهایی که دولت‌ها جهت رفع نیازهای مالی خود اقدام به انتشار اوراق بهادار متعارف و یا اسلامی می‌کنند، قوانین دائمی در این ارتباط وجود دارد. دولت‌ها نیز در چهارچوب این قوانین به صورت مرتب و قاعده‌مند اقدام به انتشار اوراق بهادار می‌کنند. متأسفانه در ایران چنین قوانینی وجود ندارد و انتشار اوراق بهادار توسط دولت هر ساله در قانون بودجه تعیین می‌شود.

از آنجاکه قانون برنامه بودجه به صورت سالانه است، بنابراین انتشار اوراق بهادار از نظر کمیت و کیفیت به صورت مصلحتی صورت می‌گیرد و این موضوع خود منشأ برخی از چالش‌های کوتاه‌مدت و بلندمدت در ارتباط با انتشار اوراق بهادار دولتی و تسویه آنها در کشور است (همان).

نتیجه‌گیری

انباشت بدهی دولت به پیمانکاران، شرکت‌های دولتی، نهادهای عمومی غیردولتی و بانک مرکزی یکی از چالش‌های اصلی دولت در شرایط فعلی است. راهکارهای متداول برای تسویه بدهی‌ها مانند استقراض از بانک مرکزی افزون بر اینکه اشکالاتی دارد، پاسخگوی حجم انبوه بدهی‌های دولت نیست؛ بنابراین باید به دنبال راهکارهای جدید بود؛ از جمله این راهکارها می‌توان به تأمین مالی دولت از طریق بازار سرمایه اشاره کرد. ابزارهای مختلفی برای تأمین مالی دولت از طریق بازار سرمایه وجود دارد که یکی از این ابزارها اوراق اجاره دولتی است. مدل متداول اوراق اجاره به دلیل آنکه مستلزم انتقال دارایی از بانی (دولت) به واسطه است و انتقال اموال دولت به لحاظ قانونی مقدور نیست، برای تأمین مالی دولت مناسب نیست؛ بنابراین باید این مدل اصلاح و تعدیل شود.

در این مقاله با استفاده از ترکیب عقد فروش اقساطی، اجاره و حواله، مدل‌های جدیدی برای تأمین مالی دولت از طریق بازار سرمایه ارائه شده است. در مدل اول، طلبکار دولت دارایی خود را به صورت فروش اقساطی به دولت واگذار می‌کند. سپس دولت براساس مدل متداول اوراق اجاره تأمین مالی انجام می‌دهد. سپس نهاد واسطه دارایی را برای استفاده به طلبکار اجاره می‌دهد. طلبکار باید اجاره‌بها پرداخت کند؛ ولی چون از دولت بابت فروش اقساطی دارایی طلب دارد، پرداخت اجاره‌بهای استفاده از دارایی را به دولت حواله می‌دهد. در صورتی که بخشی از اوراق نیز فروش نرود، می‌توان اوراق را به طلبکار دولت داد و وی می‌تواند با مذاکره و فروش مرحله‌ای آن، به هر میزان که اوراق فروش رفت، از بدهی دولت کسر کند.

منابع

۱. امامی، سیدحسن (بی تا)، حقوق مدنی، ج ۲، تهران: اسلامیه.
۲. انصاری، مرتضی بن محمد امین (۱۴۲۱)، صیغ العقود و الإیقات، ج ۱، قم: مجمع اندیشه اسلامی.
۳. انصاری، مرتضی بن محمد امین (۱۴۱۵)، کتاب المكاسب، کنگره جهانی بزرگداشت شیخ اعظم انصاری، ج ۱، ج ۶، قم.
۴. بحرانی، آل عصفور، یوسف بن احمد بن ابراهیم (۱۴۰۵)، الحدائق الناضرة فی أحكام العترة الطاهرة، ج ۱، ج ۱۹، قم: دفتر انتشارات اسلامی.
۵. توحیدی، محمد (۱۳۹۳)، «بررسی فقهی انتشار اوراق اجاره و مراتبه چند طبقه اعتباری»، تحقیقات مالی اسلامی، ش ۷، پاییز و زمستان، ص ۱۳۵-۱۶۸.
۶. جعفری لنگرودی، محمدجعفر (۱۳۷۸)، مبسوط در ترمینولوژی حقوق، ج ۵، ج ۲، تهران: گنج دانش.
۷. جمعی از پژوهشگران زیر نظر شاهرودی، سید محمود هاشمی (۱۴۲۳)، موسوعة الفقه الإسلامی طبقاً لمذهب أهل البيت (علیهم السلام)، ج ۱، ج ۴، قم: مؤسسه دائرة المعارف فقه اسلامی بر مذهب اهل بیت (علیهم السلام).
۸. حکیم، سید محسن طباطبایی (۱۴۱۶)، مستمسک العروة الوثقی، ج ۱، ج ۱۳، قم: مؤسسه دارالتفسیر.
۹. حسینی، سیدعلی؛ هانیه حکمت و معصومه کاشف (۱۳۹۲)، «نقش صکوک اجاره و اوراق مشارکت در تأمین مالی شرکت‌ها»، مجله پژوهش حسابداری، س ۲، ش ۸، بهار، ص ۱-۲۶.
۱۰. خاوری، محمودرضا (۱۳۶۹)، حقوق بانکی، ج ۱، تهران: انتشارات مرکز آموزش بانکداری.
۱۱. ذوالفقاری، مهدی؛ آتوسا گودرزی و بهرام سحابی (۱۳۹۱)، «آسیب شناسی پیاده سازی اوراق اجاره در بازارهای پول و سرمایه کشور»، اقتصاد اسلامی، ش ۴۵، بهار، ص ۱۳۱-۱۵۸.
۱۲. سبزواری، سید عبدالاعلی (۱۴۱۳)، مهذب الأحكام، ج ۴، ج ۳۰، ج ۱۹، قم: مؤسسه المنار.
۱۳. شهید اول، محمد بن مکی (۱۴۱۰)، اللمعة الدمشقية فی فقه الإمامیة، در یک جلد، ج ۱، بیروت: دار التراث - الدارالاسلامیة.
۱۴. شهید ثانی، زین الدین بن علی (۱۴۱۰)، الروضة البهیة فی شرح اللمعة الدمشقية، ج ۱، ج ۳، قم: کتابفروشی داوری.

۱۵. عاملی، سیدجواد بن محمد حسینی (۱۴۱۹)، مفتاح الكرامة فی شرح قواعد العلامة، ج ۱، ج ۱۹، قم: دفتر انتشارات اسلامی.
۱۶. علامه حلی، حسن بن یوسف بن مطهر اسدی (۱۴۲۰)، تحریر الأحكام الشرعية علی مذهب، ج ۱، ج ۲، قم: مؤسسه امام صادق (علیه السلام).
۱۷. قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید، مجلس شورای اسلامی، ۱۳۸۸.
۱۸. قانون مدنی جمهوری اسلامی ایران.
۱۹. قانون بودجه سال ۱۳۹۴.
۲۰. قانون اوراق مشارکت، ۱۳۷۶.
۲۱. کریمی ریزی، مجید و یونس سلمانی (۱۳۹۶)، موانع و ملاحظات مربوط به انتشار اوراق بهادار اسلامی دولتی، گزارش پژوهشی مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار.
۲۲. کیقبادی، سعید (۱۳۸۱)، «اوراق اجاره به شرط تملیک دولتی جایگزینی برای اوراق قرضه»، پژوهشنامه حقوق اسلامی، ش ۷، بهار و تابستان، ص ۱۴۰.
۲۳. محقق حلی، ابوالقاسم (۱۴۰۸)، شرایع الاسلام فی مسائل الحلال والحرام، ج ۲، بیروت: دارالاضواء.
۲۴. محقق داماد، سیدمصطفی (۱۴۰۶)، قواعد فقه، ج ۱۲، تهران: مرکز نشر علوم اسلامی.
۲۵. موسویان، سیدعباس؛ رضا میرزاخانی و سیدامیرحسین اعتصامی (۱۳۹۴)، «بررسی فقهی-مالی اوراق اجاره مصون از تورم»، اقتصاد اسلامی، ش ۵۸، تابستان، ص ۶۳-۸۹.
۲۶. نجفی، محمدحسن (صاحب الجواهر) (۱۴۰۴)، جواهر الکلام فی شرح شرائع الإسلام، ج ۷، ج ۴۳، ج ۲۴، ۲۶ و ۲۷، بیروت: دار إحياء التراث العربی.
۲۷. یزدی، سیدمحمدکاظم طباطبایی (۱۴۰۹)، العروة الوثقی، ج ۲، ج ۲، بیروت: مؤسسه الأعلمی للمطبوعات.
۲۸. _____ (۱۴۲۱)، حاشیة المكاسب، ج ۲، ج ۲، قم: مؤسسه اسماعیلیان.
۲۹. _____ (۱۴۲۸)، العروة الوثقی، ج ۸، ج ۵، قم: منشورات دارالتفسیر.
30. Cosio-Pascal, Enrique, (2012), *Public Debt Management*, New York, April.
31. Filardo, Andrew, Madhusudan Mohanty and Ramon, Moreno (2012), "Central Bank and Government Debt Management: Issues for Monetary Policy", *BIS Papers*, No 67, pp.51-71.

32. International Islamic Financial Market (2014), *SUKUK REPORT: A comprehensive study of the Global Sukuk Market*, NOVEMBER, 4TH EDITION.
33. International Islamic Financial Market (2016), *SUKUK REPORT: A Comprehensive Study of The Global Sukuk Market*, September 2016, 5TH EDITION.
34. International Monetary Fund, World Bank (2001), *Developing Government Bond Markets: A Handbook*, September 21.
35. International Shariah Research Academy for Islamic Finance (ISRA) (2015), *Islamic Capital Markets*.
36. National Treasury Department (2011), *Debt Management Report*, Republic of South Africa, Desember.
37. The International Bank For Reconstruction & International Monetary Fund (2001), *Developing Government Bond Markets: A Handbook*, September 21.