

## Presentation of the criteria for verifying the predominance of fixed assets in shares as the basis for issuing Ijarah Sukuk

Mohammad tohidi \*

Meisam Hamedi\*\*

### Abstract

In recent years, the Islamic securities market has grown significantly in Iran. One of the most important types of Islamic securities is Ijarah sukuk, which has been welcomed by founders seeking financing and has been able to acquire a significant market share in Iran and the world. Ijarah Sukuk is certificates of equal value that are issued by the owner of an existing property or asset either on his own or through a financial intermediary, to lease it against a rental from the subscription proceeds. One of the assets that are the basis for the issuance of Ijarah Sukuk is shares, which according to the shariah committee of the Securities and Exchange Organization of Iran, if the majority of the company's assets, whose shares are the basis for the issuance of sukuk, are fixed assets, the issuance of Ijarah sukuk on it equal to the value of the shares in Possession is allowed. The basic question in this research is what is the criterion of dominance in shares and how is it calculated? The current research is considered descriptive and practical. In this research, firstly, the decision of the Shariah committee on the predominance criterion is examined and criticized, then the proposed criteria for determining the predominance of rentable assets are presented and analyzed, and finally, the selected predominance criterion is presented.

**Keywords:** Ijarah sukuk, Stock, Predominance criterion, Rentable property, Imamah jurisprudence.

**Classification JEL:** G23, G30.

---

\* Associate Professor, Department of Finance, Faculty of Islamic Studies and Management, Imam Sadiq University, Tehran, Iran (corresponding author), tohidi@isu.ac.ir.

\*\* Director of Financial Instruments and Markets Department, Center for Research, Development and Islamic Studies, Securities and Exchange Organization, Tehran, Iran, Hamedi.m@seo.ir

## ارائه معیار احراز غلبه دارایی‌های ثابت در سهام مبنای انتشار اوراق اجاره<sup>۱</sup>

محمد توحیدی\*

میثم حامدی\*\*

### چکیده

طی سالیان اخیر بازار اوراق بهادار اسلامی در ایران رشد قابل‌توجهی یافته است. یکی از مهم‌ترین انواع اوراق بهادار اسلامی، اوراق اجاره است که مورد استقبال بانیمان متقاضی تأمین مالی قرار گرفته و توانسته است سهم بازار قابل‌توجهی را در ایران و جهان به خود اختصاص دهد. اوراق اجاره، اوراق بهادار با نام قابل نقل و انتقالی است که نشان‌دهنده مالکیت مشاع دارنده آن در دارایی مبنای انتشار اوراق اجاره است.

یکی از دارایی‌های مبنای انتشار اوراق اجاره سهام است که طبق نظر کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار در صورتی که غالب دارایی‌های شرکتی که سهام آن مبنای انتشار اوراق قرار گرفته، دارایی‌های ثابت باشد، انتشار اوراق اجاره روی آن به اندازه میزان ارزش سهام در تملک مجاز است. سؤال اساسی در این پژوهش آن است که معیار غلبه در سهام مبنای انتشار اوراق اجاره چیست و چگونه محاسبه می‌شود.

این مقاله از منظر هدف کاربردی و از منظر ماهیت و روش گردآوری داده‌ها، توصیفی محسوب می‌شود. در این پژوهش ابتدا به روش توصیفی تحلیلی مصوبه کمیته فقهی در زمینه معیار غلبه بررسی و نقد شده و سپس سنجه‌های پیشنهادی برای تشخیص غلبه دارایی‌های قابل‌اجاره ارائه، بررسی و تحلیل و سرانجام معیار منتخب غلبه ارائه می‌شود.

واژگان کلیدی: اوراق اجاره، سهام، معیار غلبه، دارایی قابل‌اجاره، فقه امامیه.

طبقه‌بندی JEL: G30، G23.

۱. از همکاری مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار در نگارش این اثر تشکر و قدردانی می‌شود.

\*\* دانشیار گروه مالی، دانشکده معارف اسلامی و مدیریت، دانشگاه امام صادق (ع)، تهران، ایران (نویسنده مسئول)  
tohidi@isu.ac.ir

\*\* مدیر گروه بازارها و ابزارهای مالی مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار، تهران، ایران  
Hamedim@seo.ir

## ۱. مقدمه

با توجه به تبصره‌های ۳۶ و ۳۷ اصلاح قانون بودجه سال ۹۵ کشور، امکان تأمین مالی از طریق انتشار اسناد خزانه و دیگر اوراق بهادار اسلامی برای دولت فراهم شد؛ اما در عمل با محدودیت‌هایی جهت انتشار برخی اوراق بهادار اسلامی مانند اوراق اجاره مواجه شد. دولت به دلیل محدودیت‌های قانونی در مورد فروش و نقل و انتقال برخی از دارایی‌های خود، در عمل، نمی‌توانست دارایی‌های سرمایه‌ای فیزیکی خود را مبنای انتشار اوراق اجاره قرار دهد. در راستای رفع این مشکل راهکار انتشار اوراق اجاره به پشتوانه سهام ارائه شد.

در این راهکار دولت با انتشار اوراق اجاره مبتنی بر سهام، دارایی‌های خود را، که به صورت سهام هستند، به نهاد واسط می‌فروشد و سپس اجاره به شرط تملیک می‌کند و از این طریق به نقدینگی مورد نیاز دست می‌یابد. به یقین، فراهم نمودن امکان انتشار اوراق اجاره مبتنی بر سهام، راهکاری مهم در راستای تسهیل تأمین نقدینگی مورد نیاز بنگاه‌های اقتصادی بخش دولتی و خصوصی به ویژه شرکت‌های سرمایه‌گذاری و هلدینگ‌هاست که عمده دارایی‌های آنها، در قالب سهام شرکت‌های مختلف است.

کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار در سال ۱۳۹۵، طی جلسات ۱۳۳ الی ۱۳۵ راهکار ارائه شده را بحث و بررسی کرد و براساس نظر مشهور فقیهان که سهام را نشان‌دهنده مالکیت مشاع دارنده آن از دارایی شرکت می‌دانند، امکان انتشار اوراق اجاره سهام را با رعایت شرایط و ضوابطی تصویب نمود. براساس این، شرکت‌های مختلف دولتی و خصوصی می‌توانند با مبنا قراردادن سهم یا سهامی که در اختیار دارند، نسبت به فروش آن به نهاد واسط (وکیل سرمایه‌گذاران) و اجاره به شرط تملیک مجدد همان سهم یا سهام از نهاد واسط در قالب اوراق اجاره اقدام نمایند.

براساس نظر کمیته تخصصی فقهی، تنها سهم یا سهامی قابلیت اجاره دارد که غالب دارایی‌های آن را دارایی‌های فیزیکی تشکیل داده باشد. براین اساس، سهم به مثابه دارایی‌های فیزیکی بوده و قابلیت اجاره دارد و در نتیجه، سهم یا سهامی که غالب دارایی‌های آن را دارایی‌های غیرقابل اجاره تشکیل داده است، قابل اجاره نیست. بدین منظور، کمیته تخصصی فقهی، معیاری به عنوان معیار «غلبه» مطرح نمود که براساس آن قابلیت اجاره دادن یا ندادن سهام مشخص شد. سؤال مهم پژوهش این است که آیا معیار «غلبه» ارائه شده توسط کمیته فقهی معیار مناسبی است؟ آیا می‌توان معیار بهتری برای احراز «غلبه» دارایی‌های قابل اجاره در سهام مبنای انتشار اوراق اجاره ارائه نمود؟

در این پژوهش ضمن تبیین ماهیت فقهی-حقوقی سهام و معرفی اوراق اجاره مبتنی بر سهام، مصوبات کمیته فقهی پیرامون آن بررسی می‌شود. سپس معیار غلبه ارائه شده توسط کمیته فقهی برای اوراق اجاره مبتنی بر سهام و همچنین سابقه احراز غلبه در کشورهای اهل سنت در غالب غربالگری شرعی تبیین می‌شود. در مرحله بعد راهکار کمیته فقهی نقد و بررسی می‌شود و سرانجام براساس استدلال‌های صورت گرفته، معیارهای پیشنهادی برای احراز غلبه در اوراق اجاره مبتنی بر سهام ارائه می‌شود.

## ۲. پیشینه پژوهش

پیشینه پژوهش در دو بخش داخلی و خارجی ارائه می‌شود. با توجه به اهمیت تبیین ماهیت فقهی-حقوقی سهام و تأثیر آن بر صحت اجاره سهام، در بخش پژوهش‌های داخلی ابتدا به پژوهش‌هایی اشاره می‌شود که به بررسی ماهیت فقهی-حقوقی سهام پرداخته‌اند. غمامی و ابراهیمی (۱۳۹۱) در پژوهشی با عنوان «ماهیت حقوقی سهام پذیرفته شده در بورس» نتیجه می‌گیرند که سهم در مقابل شرکت یک حق ناشی از قرارداد بین سهام‌داران است؛ اما در مقابل سهام‌داران و اشخاص ثالث در زمره اعیان است. سندی که به ورقه سهم ارتباط دارد، دربردارنده یک حق با ارزش است. حقوق به سند اوراق بهادار مربوط می‌شود و با سند ادغام می‌شود و سند را یک دارایی عینی می‌سازد. از این رو، تمام آثار یک حق عینی به ورقه بهادار تعلق می‌گیرد که کامل‌ترین آن حق مالکیت است.

جعفری خسروآبادی و شهیدی (۱۳۹۴) در پژوهشی با عنوان «بازپژوهی فقهی-حقوقی ماهیت اوراق سهام و قرارداد واگذاری آن» ضمن به نقد کشیدن پژوهش‌های مختلف در حوزه ماهیت‌شناسی سهام، با محور قراردادن ماهیت مالکانه حق سهام‌داران، شرکت را به‌عنوان یک مفهوم ذهنی و اعتباری، متعلق سلطه مالکانه آنها محسوب نموده و قرارداد واگذاری سهام را «بیع عین کلی اعتباری» دانسته‌اند. نویسندگان این تحقیق به این جمع‌بندی رسیده‌اند که سهام‌داران به‌عنوان مالکان مشاع شرکت بوده و خود شرکت هم به اعتبار شخصیت حقوقی خویش، مالک اموال و دارایی‌هایش است.

امین‌زاده (۱۳۹۷) در مقاله‌ای با عنوان «تحلیل حقوقی سهام خزانه در بازار سرمایه ایران با تکیه بر ماهیت سهام» ضمن تحلیل ماهیت سهام و نسبت سهم با شرکت، از آنجایی که در سهام خزانه، شرکت (شخص حقوقی) طرف معامله با سهام‌داران قرار می‌گیرد، نتیجه گرفته است که صرفاً با عین دانستن سهم می‌توان سهام خزانه را توجیه نمود. در این مقاله دیدگاه‌های مختلف راجع به

ماهیت سهام بررسی شده و اثرات هر دیدگاه بر تحلیل سهام خزانة بررسی و ویژگی‌های سهام خزانة برشمرده شده است.

احمدزاده و همکاران (۱۳۹۹) در مقاله دیگری با عنوان «تأملی فقهی و حقوقی در عین انگاری سهام شرکت‌های تجاری» به بررسی دیدگاه مربوط به عین بودن یا حق عینی بودن سهام پرداخته و آن را در مقابل دیدگاه دین بودن یا حق دینی بودن سهام قرار داده‌اند. نگارندگان این مقاله تلاش نموده‌اند با بازبینی مفهوم مال و اقسام آن و با توجه به نحوه تشکیل شرکت سهامی، اثبات نمایند که سهام از مقوله حق است. در پژوهش‌های داخلی چندین مطالعه به صورت خاص، به بررسی اجاره سهام پرداخته‌اند.

اعتصامی و سعدی (۱۳۹۸) در پژوهشی با عنوان «امکان سنجی حقوقی-فقهی اجاره سهام و کاربردهای مالی آن»، ضمن بررسی فقهی-حقوقی ماهیت سهام، شروط عقد اجاره را با ماهیت سهام تطبیق داده‌اند و براساس نظر مشهور فقها در خصوص ماهیت سهام که آن را عین می‌دانند، اجاره سهام را بدون اشکال دانسته و نتیجه‌گیری کرده‌اند که اگر سهام را دین یا حق بدانیم، اجاره سهام با اشکال مواجه است.

امین‌زاده (۱۳۹۹) در مقاله‌ای با عنوان «اجاره سهام در بازار سرمایه و تحلیل آن بر مبنای ماهیت سهام از منظر فقه و حقوق» به تبیین فقهی-حقوقی اوراق اجاره سهام پرداخته و با توجه به تحلیل‌های گوناگون از ماهیت سهام، امکان و صحت اجاره سهام را تحلیل و بررسی کرده و سپس منافع سهام را که می‌توان در قالب عقد اجاره منتقل نمود احصا نموده است. نویسنده ضمن بررسی تحلیل‌های مختلف از ماهیت سهام، پذیرفتن اجاره سهام براساس نظر مشهور فقهاء را با چالش‌هایی مواجه دانسته؛ اما مطابق دیدگاهی که شرکت را به عنوان یک مال اعتباری تلقی کرده و سهم را جزء مشاعی از آن مال محسوب می‌کند، اجاره سهم را صحیح دانسته است.

در پژوهش‌های خارجی، پژوهشی در خصوص اوراق اجاره سهام انجام نشده است و این موضوع از نوآوری‌های مالی در بازار سرمایه ایران محسوب می‌شود. در مورد ضوابط و شرایط اجاره سهام از منظر کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار، شرط غلبه دارایی‌های ثابت (قابل اجاره دادن) ذکر شده است و برای احراز آن معیاری لازم است. مبحث غالبیت (اکثریت) در دیگر کشورهای اسلامی تحت عنوان مفهوم «غربالگری شرعی»<sup>۱</sup> در موضوعی دیگر جهت تمایز سهام شرکت‌هایی که درآمد مشروع دارند از سهام شرکت‌هایی که درآمد نامشروع دارند، استفاده شده است و در آنجا معیار غلبه درآمدهای مشروع نسبت به درآمدهای نامشروع مطرح می‌شود که در ادامه به بررسی پژوهش‌های ناظر به آن پرداخته می‌شود.

1. Shariah Screening.

حبیب و احمد<sup>۱</sup> (۲۰۱۷) در مقاله‌ای با عنوان «بازنگری در ضوابط غربالگری سهام مرتبط با استانداردهای شرعی AAOIFI» ضمن بررسی معیارهای سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی در خصوص غربالگری شرعی، معیاری سه سطحی به‌عنوان جایگزین برای معیار این سازمان پیشنهاد داده‌اند.

حنیف (۲۰۱۹) در پژوهشی با عنوان «فرایند غربالگری شرعی در بازار سرمایه: ارزیابی روش‌ها» ضمن بررسی و تحلیل انتقادی فرایند و روش‌های غربالگری شرعی هشت نهاد اصلی استانداردها، ضعف‌های این فرایند شامل تنوع در نصاب‌های حرام بودن فعالیت، تنوع در نحوه محاسبات، سازوکار تطهیر سود شرکت، و ابهام در خصوص مقررات مربوط به بیع‌الصرف و بیع‌الدین را احصا نموده است. افزون‌براین، مقاله به عدم اصلاح و بروزرسانی نصاب‌های شرعی بودن متناسب با توسعه بازار مالی اسلامی اشاره کرده است. سرانجام، این تحقیق سازوکاری برای رتبه‌بندی بازارهای سهام منطبق با شریعت، در چارچوبی مورد توافق و مبتنی بر میزان نقض معیارهای غلبه، پیشنهاد داده است.

ریضالدی و احمد<sup>۲</sup> (۲۰۱۹) در مقاله‌ای تحت عنوان «روش‌شناسی حقوق اسلامی و استانداردهای غربالگری شرعی: کاربرد در بورس اندونزی»، چارچوبی برای به‌کارگیری روش حقوقی اسلامی برای تعیین استانداردهای بهینه غربالگری شرعی در بازار سهام ارائه نموده‌اند. این پژوهش مصلحت‌مرسله را روش مناسب برای شناسایی استانداردهای مالی بهینه معرفی و بر این نتیجه تأکید کرده است که شاخصی که بیشترین منافع را برای سرمایه‌گذاران دارد، باید در غربالگری استفاده شود.

رقیبی و اُبدی<sup>۳</sup> (۲۰۲۰) در مقاله‌ای تحت عنوان «غربالگری انطباق با شریعت سهام: رویکرد مالی» روش‌های غربالگری در برخی از کشورهای اسلامی را بررسی کرده و این روش‌ها را فاقد انعطاف لازم و غیرمرتبط با موضوع برشمرده‌اند. این مقاله تلاش کرده تا روش جدیدی برای غربالگری مبتنی بر ساختار بهینه مالی هر صنعت ارائه دهد.

همان‌طورکه در پیشینه پژوهش ملاحظه می‌شود هرچند مطالعاتی در زمینه بررسی فقهی حقوقی اجاره سهام انجام شده است، اما تاکنون به‌صورت خاص پژوهشی در زمینه بررسی معیار غلبه (دارایی‌های ثابت) در سهام مبنای انتشار اوراق اجاره انجام نشده است.

1. Habib & Ahmad.

2. Rizaldy & Ahmed.

3. Raghibi & Oubdi.

### ۳. ادبیات موضوع

#### ۳-۱. ماهیت فقهی و حقوقی سهام

برخی حقوق‌دانان بر این باورند که سهام، مال یا حق مالی نیست (لنگرودی، ۱۳۶۸، ص ۴۲). برخی دیگر سهام را منطبق با حق دینی می‌دانند (تفرشی و شعاریان، ۱۳۸۱؛ اسکینی، ۱۳۸۴، ص ۱۰۷)؛ به این معنا که سهام‌دار، به میزان مبلغ مندرج در سهام، از شرکت طلبکار بوده و شرکت به این میزان بدهکار سهام‌دار است. گروهی دیگر قائل به تفکیک میان سهام با نام و بی‌نام شده‌اند و سهام بانام را در زمره دیون شرکت به شرکاء دانسته‌اند (الماسی، ۱۳۸۹، ص ۱۹۴).

برخی دیگر نیز قائل به این هستند که حقوق سهام‌داران نه کاملاً با حق عینی تطابق دارد و نه با حق دینی؛ بلکه قرارداد حقوق عینی شرکاء بر سرمایه به حق خاصی تبدیل می‌شود که موضوع آن درآمد مربوط به منافع سالانه است (کاتوزیان، ۱۳۸۴، ص ۶۰). برخی از حقوق‌دانان نیز بین سهم و ورقه سهم تفکیک قائل می‌شوند و بر این باورند حقوقی که به سهام تعلق می‌گیرد با خود سهم ادغام شده، در نتیجه حق مالکیت بر سهام دیگر حق دینی نیست و حق عینی محسوب می‌شود که به مال مشخصی یعنی سهم تعلق می‌گیرد (ستوده‌تهرانی، ۱۳۸۸، ص ۷۱).

برخی از حقوق‌دانان در تکمیل دیدگاه اخیر می‌نویسند همان‌گونه که شرکت پس از ایجاد دارای شخصیت حقوقی مستقل از سهام‌داران آن است، سهم به‌عنوان یک مفهوم حقوقی که به اعتبار شرکت ایجاد می‌شود، پس از ایجاد از قرارداد منشأ شکل‌گیری خود متمایز می‌شود؛ بنابراین سهام ورقه‌ای است که انعکاس‌دهنده حقوق مربوط به سهام است و تمام آثار یک حق عینی که مهم‌ترین آن حق مالکیت است به آن تعلق می‌گیرد (غمامی و ابراهیمی، ۱۳۹۱، ص ۱۲۹). گروهی از حقوق‌دانان نیز خود شرکت را به‌عنوان یک مفهوم ذهنی و اعتباری بررسی کرده و سهام را بیع عین کلی اعتباری دانسته‌اند. براساس این، سهام‌داران شرکت، به‌صورت مشاع مالک شرکت محسوب شده و خود شرکت نیز به اعتبار شخصیت حقوقی خود، بر اموال و دارایی‌های مالکیت دارد (جعفری خسروآبادی و شهیدی، ۱۳۹۴، ص ۳۷).

از منظر فقهی نیز چه بسا دو دیدگاه مهم و رایج را بتوان برجسته نمود. یک نظر مبتنی بر پذیرش شخصیت حقوقی شرکت‌ها به‌عنوان شخصیت مستقل است (حائری، ۱۳۷۹؛ امام‌خمینی، ۱۳۹۰، ج ۲، ص ۵۵۴). در این دیدگاه سهم نشان‌دهنده مالکیت مشاع بر بنگاه نیست؛ بلکه بیان‌کننده تعلق حق یا امتیاز خاصی به سهام‌دار است؛ حقی که خود شامل امتیازهای گوناگونی چون حق دریافت سود سالانه، حق رأی در مجمع، حق دریافت باقیمانده دارایی‌ها و سرمایه شرکت پس از انحلال و ... است. در دیدگاه مشهور فقیهان امامیه، سهام بیان‌کننده مالکیت مشاع دارندگان آن

نسبت به اموال و دارایی‌های شرکت است که کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار نیز مطابق نظر مشهور، این دیدگاه را در نظر دارد. از این منظر شرکت‌های سهامی یا فاقد شخصیت حقوقی مستقل هستند یا این شخصیت حقوقی محدود به اموری مانند اداره شرکت خواهد بود.

### ۳-۲. اوراق اجاره بر روی سهام

اوراق اجاره، اوراق بهادار بانام قابل نقل و انتقالی است که نشان‌دهنده مالکیت مشاع دارنده آن در دارایی مبنای انتشار اوراق اجاره است. با انتشار اوراق اجاره، رابطه وکیل و موکل میان ناشر و خریداران اوراق اجاره برقرار می‌شود. ناشر به وکالت از طرف خریداران ملزم به مصرف وجوه حاصل از فروش اوراق اجاره جهت خرید دارایی موضوع انتشار و اجاره آن به بانی است (دستورالعمل انتشار اوراق اجاره، ۱۳۹۰، ماده ۱ و ۱۳). اوراق اجاره را از جهات مختلف می‌توان دسته‌بندی کرد.

نظر به ماهیت قرارداد و با توجه به مصوبات کمیته فقهی، اوراق اجاره به سه نوع اجاره عادی، اجاره به شرط حق اختیار فروش و اجاره به شرط تملیک طبقه‌بندی می‌شود. براساس دستورالعمل انتشار اوراق اجاره در ایران، تنها اجاره به شرط تملیک و اجاره با اختیار فروش دارایی در سررسید اجاره با قیمت معین استفاده خواهد شد. گاه نیز اوراق اجاره براساس ماهیت فروشنده دارایی و مستأجر و با توجه به مصوبات کمیته فقهی به دو نوع اوراق با فرض تعدد فروشنده دارایی با مستأجر و اوراق با فرض اتحاد فروشنده دارایی با مستأجر تقسیم می‌شود.

طبق دستورالعمل انتشار اوراق اجاره، دارایی‌های مختلفی مانند زمین، ساختمان و تأسیسات، ماشین‌آلات و تجهیزات و وسایل حمل و نقل می‌تواند به‌عنوان دارایی مبنای انتشار اوراق اجاره قرار گیرد و یکی از دارایی‌هایی که بعدها به دستورالعمل افزوده شده است، سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و یا فرابورس ایران است (دستورالعمل انتشار اوراق اجاره، ۱۳۹۰، ماده ۱۰، بند ب). در واقع، پس از اینکه کمیته فقهی قابلیت استفاده از سهام را به‌عنوان دارایی مبنای انتشار اوراق اجاره تصویب نمود، در دستورالعمل انتشار اوراق اجاره تغییراتی حاصل شد که در جدول ۱ بدان موارد اشاره شده است:



## جدول ۱. اصلاحات و تغییرات دستورالعمل انتشار اوراق اجاره ناظر به دارایی سهام مبنای انتشار

مقررات	عنوان
تبصره ۱ ماده ۴	مشروح مقررات اضافه شده
تبصره ۵ ماده ۱۰	در صورتی که تمام یا بخشی از دارایی مبنای انتشار اوراق اجاره، سهام باشد، اتحاد شخصیت حقوقی فروشنده و بانی الزامی است.
تبصره ۶، ماده ۱۰	ارزش سهام مبنای انتشار اوراق اجاره براساس حداقل قیمت پایانی سهام در سه ماهه اخیر تعیین می‌شود. سهام یادشده نباید در سه ماهه منتهی به ارائه درخواست بیش از ده روز متوقف بوده باشد. در این حالت، سهام مبنای انتشار اوراق اجاره به کد مالکیت نهاد واسط منتقل و وجه آن به حساب بانی منظور می‌شود. همچنین پس از تسویه نهایی اوراق، سهام مزبور به کد مالکیت بانی منتقل می‌شود.
تبصره ۱۳ مکرر	سهام / سهام مبنای انتشار اوراق که به کد مالکیت نهاد واسط منتقل می‌شود، تا زمان ایفای کامل تعهدات مالی بانی، ممنوع معامله بوده و هرگونه تغییر وضعیت سهام با مجوز سازمان امکان‌پذیر است.
تبصره ۱، ماده ۱۳ مکرر	در صورتی که سهام، مبنای انتشار اوراق اجاره باشد، بانی به موجب قرارداد اجاره مبنای انتشار اوراق متعهد می‌شود به هزینه خود و به وکالت از نهاد واسط نسبت به اعمال حق تقدم در پذیره نویسی سهام جدید جهت افزایش سرمایه اقدام نماید. سهام حاصل از این طریق و نیز هرگونه سهام جدید دیگری که از ابتدای دوره قرارداد اجاره تا تسویه نهایی اوراق، به‌عنوان جایزه یا از طریق تبدیل مطالبات یا انتقال سود تقسیم نشده یا اندوخته یا عواید حاصل از اضافه ارزش سهام جدید به سرمایه شرکت، حاصل شود، متعلق به نهاد واسط بوده و در چارچوب قرارداد اجاره مبنای انتشار اوراق، بدون تغییر در مبالغ قرارداد، در اختیار بانی قرار خواهد گرفت.
تبصره ۲، ماده ۱۳ مکرر	در صورت عدم مشارکت بانی در پذیره‌نویسی سهام ناشی از افزایش سرمایه، وجوه حاصل از فروش حق تقدم استفاده نشده، متعلق به نهاد واسط بوده و پس از تسویه نهایی اوراق، مبلغی معادل وجوه یادشده به بانی پرداخت می‌شود. نهاد واسط مکلف است تا زمان تسویه نهایی اوراق، وجوه یادشده را اداره نموده و در صورت ایفای کامل تعهدات مالی بانی، عواید حاصل از آن را در سررسید اوراق به وی پرداخت نماید. در صورت عدم ایفای کامل تعهدات توسط بانی وجوه یادشده به دارندگان اوراق تعلق می‌گیرد.
تبصره ۲، ماده ۱۳ مکرر	به شرط ایفای کامل تعهدات بانی در چارچوب قرارداد اجاره تا مقطع زمانی مربوط، حق دریافت سود، عواید و مطالبات تقدی و همچنین حق حضور در مجامع و حق رأی مربوط به سهام موضوع قرارداد اجاره، به بانی تعلق خواهد گرفت.

ساختار اوراق اجاره بر روی سهام همان ساختار اوراق با فرض وحدت فروشنده و بانی است. در این اوراق بانی (شخص حقوقی غیردولتی، دولتی یا عمومی) دارایی‌های خود را که به صورت سهام هستند فروخته و سپس اجاره به شرط تملیک می‌کند، به این صورت که نهاد واسط با انتشار اوراق اجاره، وجوه سرمایه‌گذاران را جمع‌آوری و قیمت سهام را به بانی پرداخته و آنها را خریداری می‌نماید. سپس بانی با اجاره‌بهای معین دارایی‌های یادشده را اجاره به شرط تملیک می‌کند. در نتیجه، سهام بانی به مالکیت صاحبان اوراق درآمده و به نهاد واسط به‌عنوان وکیل صاحبان اوراق تحویل داده می‌شود و مبلغ اجاره‌بها از جانب بانی در اقساط معین به سرمایه‌گذاران پرداخت می‌شود و سرانجام دارایی به ملکیت بانی برمی‌گردد.

### ۳-۳. معیار کمیته فقهی برای انتشار اوراق اجاره بر روی سهام

دیدگاه کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار پیرامون ماهیت سهام، همان نظر مشهور فقیهان است که سهام را نشان‌دهنده مالکیت مشاع دارنده آن از دارایی شرکت می‌دانند و براساس این اجاره سهام را از نظر فقهی صحیح می‌دانند. احکام و روابط حقوقی بین ارکان اوراق اجاره بر روی سهام، همان ضوابط مصوب کمیته تخصصی فقهی در موضوع اوراق اجاره<sup>۱</sup> است و دارایی موضوع انتشار اوراق اجاره (شامل دارایی‌های فیزیکی و سهام) باید عرفاً و قانوناً قابلیت اجاره داشته باشند (کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۹۵، جلسات شماره ۱۳۳، ۱۳۴ و ۱۳۵).

کمیته تخصصی فقهی تأکید کرده است که شرایط اساسی قرارداد بیع و اجاره باید در متن قراردادهای یادشده به تفصیل و با صراحت بیان شود که از جمله شامل موارد زیر خواهد بود (همان):

الف) تعیین سهم مشاع دولت از سهام شرکت مورد معامله که در تاریخ معین به صاحبان اوراق منتقل و تملیک می‌شود؛

ب) پیش‌بینی شرایط فسخ در قرارداد اجاره به شرط تملیک در موارد عدم ایفای تعهدات دولت که به فسخ قرارداد اجاره منجر شده و می‌توان سهام موضوع اجاره را فروخته و وجوه آن را به صاحبان اوراق داد؛

ج) تعیین تکلیف حقوق و منافع سهام در دوره اجاره به شرط تملیک در قرارداد اجاره که می‌تواند تمام یا بخشی از آن به صورت شرط ضمن عقد، متعلق به دولت باشد.

از نظر کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار، امکان انتشار اوراق اجاره بر روی سهامی وجود دارد که دارایی‌های ثابت شرکتی که سهام آن مبنا قرار گرفته است نسبت به دیگر دارایی‌های آن شرکت غلبه داشته باشد. برای احراز غلبه معیاری که توسط کمیته فقهی ارائه شده است که طی آن ابتدا مبلغ کل بدهی‌ها از کل دارایی‌ها کسر، سپس نسبت دارایی ثابت (دارایی قابل اجاره) به این عدد محاسبه می‌شود. در صورتی که این نسبت بیشتر از ۶۰ درصد باشد، سهام می‌تواند مبنای انتشار اوراق اجاره قرار گیرد (کمیته تخصصی فقهی، ۱۳۹۷، جلسه شماره ۱۸۰ و ۱۸۴). کمیته تخصصی فقهی شرایط و ضوابطی در این زمینه ارائه نموده است که در جدول ۲ تبیین می‌شود:

۱. جلسات ۴، ۵ و ۶ کمیته تخصصی فقهی در مورخ ۱۳۸۶/۰۳/۲۳، ۱۳۸۶/۰۴/۰۶ و ۱۳۸۶/۰۴/۲۰

## جدول ۲. شرایط و ضوابط کمیته فقهی جهت انتشار اوراق اجاره روی سهام

(کمیته تخصصی فقهی، ۱۳۹۷، جلسه شماره ۱۸۰ و ۱۸۴)

۱	آخرین صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت در زمان بررسی درخواست در کمیته فقهی، مبنای عمل قرار می‌گیرد. در صورتی که ارزش روز دارایی‌های قابل اجاره شرکت (دارایی ثابت در ادبیات حسابداری) بنا به نظر کارشناسی رسمی تفاوت با اهمیتی نسبت به ارزش دفتری آنها داشته باشد، ارزش روز می‌تواند ملاک محاسبه قرار گیرد (این بند در جلسه ۱۸۴ مورخ ۱۳۹۷/۱۰/۱۹ اصلاح شد).
۲	محاسبات بر مبنای صورت‌های مالی شرکت اصلی و در مورد شرکت‌هایی که دارای صورت‌های مالی تلفیقی می‌باشند، اطلاعات صورت‌های مالی تلفیقی ملاک تصمیم‌گیری می‌باشد.
۳	مبلغ انتشار اوراق اجاره بر روی یک سهم نمی‌تواند از مبلغ دارایی‌های ثابت شرکت (مبنای انتشار) بیشتر باشد. در صورتی که در ازای بخشی از ارزش دارایی ثابت، بدهی وجود دارد (مبلغ دارایی ثابت از خالص دارایی‌ها بیشتر باشد) جهت رعایت انضباط مالی، در این صورت شرکت می‌تواند حداکثر به اندازه مبلغ ما به التفاوت دارایی ثابت و بدهی نسبت به انتشار اوراق اقدام نماید.
۴	شرکت‌هایی که بخش عمده دارایی‌های آنها (بیش از ۶۰ درصد) مطابق صورت‌های مالی تلفیقی، سرمایه‌گذاری بلندمدت در سهام شرکت‌ها باشد، می‌توانند به تناسب سهم بانی در سهام شرکت، سهم در دارایی‌های ثابت شرکت‌های زیرمجموعه را محاسبه و به تناسب نسبت به تعیین مبلغ و ارائه درخواست بررسی به کمیته فقهی اقدام نمایند.
۵	با عنایت به لزوم حفظ دارایی‌های ثابت پشتوانه انتشار اوراق اجاره سهام، بانی باید دارای سهام کنترلی در شرکت مبنای اجاره سهام بوده و متعهد به حفظ دارایی‌های ثابت به میزان اوراق منتشره باشد. در غیر این صورت، بانی می‌تواند با گرفتن موافقت دیگر سهام‌داران نسبت به ارائه مصوبه هیئت مدیره شرکت مبنای، مبنی بر عدم فروش دارایی‌های ثابت به میزان اوراق منتشره تا زمان تسویه نهایی اقدام نماید.

از این رو بر اساس معیارهای تعیین شده از سوی کمیته تخصصی فقهی، معیار غلبه از طریق معادله (۱) محاسبه می‌شود. مجموع دارایی‌های ثابت مشهود تقسیم بر خالص دارایی‌ها (مجموع دارایی‌ها - مجموع بدهی‌ها) یا حقوق مالکانه.

$$\frac{\text{دارایی های ثابت مشهود}}{\text{مجموع بدهی ها - مجموع دارایی ها}} \geq 60\% \quad \text{معادله (۱)}$$

## ۳-۴. معیار غلبه (غربالگری شرعی) در کشورهای اسلامی

موضوع اصلی در خصوص غربالگری شرعی این است که آیا می‌توان معیار یا نسبتی برای شرعی بودن یک شرکت جهت سرمایه‌گذاری مسلمانان ارائه داد (Grais, 2006). معیارهای غربالگری از آن جهت در جهان اسلام مطرح شد که اساساً اغلب شرکت‌های پذیرفته‌شده در بازارهای سرمایه بین‌المللی، ممکن است به طرقی درگیر فعالیت‌های حرام یا غیرشرعی باشند و یافتن شرکتی که فعالیت‌های آن کاملاً منطبق با شریعت باشد، بسیار دشوار است؛ بدین منظور شوراهای فقهی و نهادهای بین‌المللی مالی اسلامی، معیارهایی از پیش تعیین شده، به‌عنوان غربالگری یا به تعبیری سنجه غلبه فعالیت‌های اسلامی بر فعالیت‌ها یا درآمدهای غیر شرعی ایجاد نموده‌اند.

براساس تعاریف بین‌المللی، غربالگری شرعی عبارت است از فرایندی که طی آن، شرکت‌هایی که سطح غیرقابل قبولی از بدهی، نقدینگی، سرمایه‌گذاری و درآمدهای غیرشرعی در صورت‌های مالی خود دارند، از فهرست شرکت‌های منطبق با شریعت حذف می‌شوند (Ayedh, 2019). به منظور شناسایی شرعی بودن سرمایه‌گذاری‌ها، نهادهای مختلف، معیارهای متعددی را برگزیده‌اند. سازمان حسابرسی و حسابداری نهادهای مالی اسلامی<sup>۱</sup> (Aaiofi) معیارهای شرعی بودن سهام یک شرکت را چنین برشمرده است:

۱. مجموع تسهیلات بلندمدت یا کوتاه‌مدت شرکت که بهره برای آن پرداخت می‌کند نباید

$$\text{بیش از } ۳۰\% \text{ درصد ارزش بازار کل سهام منتشرشده شرکت باشد (} \geq \frac{\text{مجموع تسهیلات}}{\text{ارزش بازار}} \text{)؛}$$

۲. مجموع سپرده‌های سرمایه‌گذاری که بهره به آن تعلق می‌گیرد نباید از ۳۰ درصد ارزش بازار

$$\text{شرکت بیشتر باشد (} \geq \frac{\text{مجموع سپرده ها}}{\text{ارزش بازار}} \text{)؛}$$

۳. سود ناشی از فعالیت‌های غیرشرعی باید کمتر از ۵ درصد مجموع سود شرکت باشد

$$\text{(} \geq \frac{\text{سود ناشی از فعالیت های غیرشرعی}}{\text{مجموع سود}} \text{) (Aaiofi, 2017)؛}$$

در جای دیگر، شورای فقهی کمیسیون اوراق بهادار مالزی، رویکردی دومارحله‌ای مبتنی بر فعالیت شرکت و نسبت‌های مالی را به‌عنوان معیارهای غربالگری شرعی بودن سهام شرکت‌ها در نظر گرفته است. غربالگری در خصوص فعالیت شرکت با معیار قرارداد درآمد‌های گروه و سود گروه قبل از مالیات عبارت‌اند از:

۱. حداکثر ۵ درصد از درآمد گروه یا سود گروه قبل از کسر مالیات، از محل فعالیت‌های

غیرشرعی تأمین شده باشد؛

۲. حداکثر ۲۰ درصد از درآمد گروه یا سود گروه قبل از کسر مالیات از محل فعالیت‌های

مالی مانند معاملات سهام یا کارگزاری سهام یا اجاره بهای ناشی از فعالیت‌های غیرشرعی تأمین شده باشد؛

در خصوص نسبت‌های مالی، شورای فقهی کمیسیون اوراق بهادار مالزی، معیارهای زیر را

برای شرعی بودن شرکت در نظر گرفته است:

1. Accounting and Auditing for Islamic Financial Institutions.

۱. نسبت وجه نقد سپرده‌شده در حساب‌های متعارفی که بهره به آن تعلق می‌گیرد یا ابزارهای مالی شبه نقد (به استثنای حساب‌های اسلامی یا ابزارهای مالی اسلامی شبه نقد) به کل دارایی‌ها

$$\text{کمتر از } ۳۳ \text{ درصد باشد } \left( \frac{\text{وجه نقد}}{\text{مجموع دارایی‌ها}} \geq ۳۳\% \right) ;$$

۲. نسبت بدهی ناشی از دریافت تسهیلات یا انتشار اوراق قرضه (به غیر از صکوک یا تأمین

$$\text{مالی اسلامی) به مجموع دارایی‌ها کمتر از } ۳۳ \text{ درصد باشد } \left( \frac{\text{بدهی}}{\text{مجموع دارایی‌ها}} \geq ۳۳\% \right) ;$$

شورای فقهی کمیسیون اوراق بهادار مالزی، در غربالگری، ادراک عمومی نسبت به فعالیت‌های یک شرکت را نیز به غیر از معیارهای کمی یادشده مدنظر قرار می‌دهد. همچنین، هنگامی که هر دو سطح از معیارهای پیش‌گفته هم‌زمان برقرار باشد، شورای فقهی کمیسیون اوراق بهادار مالزی، سهام شرکت پذیرفته‌شده را دارای غلبه شریعت دانسته و آن را شرعی محسوب می‌کند.

#### ۴. روش پژوهش

این پژوهش از منظر هدف کاربردی و از منظر ماهیت و روش گردآوری داده‌ها، توصیفی محسوب می‌شود. در این پژوهش نخست با بررسی ادبیات موضوع و رویکرد کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار به انتشار اوراق اجاره مبتنی بر سهام، به روش توصیفی تحلیلی مصوبه کمیته فقهی در زمینه معیار غلبه بررسی و نقد شده و سپس به روش گروه‌کانونی و با کمک خبرگان مالی و فقهی، سنج‌های پیشنهادی جایگزین برای تشخیص غلبه دارایی‌های قابل اجاره ارائه می‌شود. در مرحله بعد به صورت موردکاوی، معیارهای غلبه جایگزین بر روی اوراق اجاره سهامی که تاکنون مجوز انتشار گرفته‌اند پیاده‌سازی و با معیار کمیته فقهی مقایسه شده‌اند. سرانجام پس از بررسی و تحلیل معیارهای پیشنهادی، معیار غلبه منتخب ارائه شده است.

#### ۵. یافته‌های پژوهش

##### ۵-۱. بررسی و نقد دیدگاه کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار

در بررسی ادبیات موضوع غربالگری در عرصه بین‌المللی، آستانه‌های مشخصی برای غلبه شرعی تبیین شده است که مبتنی بر ملاک‌های تعیین‌شده طیف‌هایی بین ۵ تا ۲۵٪، ۳۰ تا ۳۳٪ و ۳۳ تا ۵۰٪ را شامل می‌شود. نکته ذکرشده در این باره آن است که این اعداد مبتنی بر اجتهاد برای مواجهه با موضوعات مالی معاصر تبیین شده‌اند و ارتباط دقیقی بین آنها و قرآن یا سنت وجود

ندارد (Derigs & Marzban, 2008). گرچه معیار ۳۳٪ از حدیث نبوی در خصوص قابلیت وصیت بر یک سوم اموال احصا شده است؛ (به صورت قیاس) اما عدد ۵۰٪ برای تعیین ماهیت دارایی نقد شرکت است (نسبت نقدینگی که با تقسیم مجموع وجه نقد، دریافتی‌ها و سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت بر مجموع دارایی‌ها محاسبه می‌شود) که براساس نظر برخی از فقهای اهل تسنن، سهامی که نسبت نقدینگی آن بیش از ۵۰ درصد باشد، نمی‌تواند به ارزشی بیش از ارزش دفتری معامله شود (Mahfooz & Ahmed, 2014). در تبیین معیار برای نسبت نقدینگی، غلبه دارایی به دو بخش تقسیم شده است: ۱. غلبه ساده که بیش از ۵۰ درصد تعیین شده است و ۲. غلبه اکثر که ۶۷ درصد در نظر گرفته شده است (Usmani, 2005).

کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار، با مد نظر قرار دادن نظر مشهور فقهای امامیه، مالکیت سهام‌داران را همچون شرکت عقدی، مالکیت مشاع در دارایی‌ها مفروض دانسته است. براساس این، اجاره سهام را با این شرط که دارایی پشتوانه سهام، عرفاً و قانوناً قابلیت اجاره داشته باشد، شرعی دانسته و از این رو، سهام به مثابه یک عین کلی، صرفاً در صورتی قابل اجاره خواهد بود که دارایی‌های غیرقابل اجاره آن نسبت به دارایی‌های قابل اجاره، وضعیت تبعی داشته باشد؛ به دیگر سخن، دارایی قابل اجاره بر دارایی غیرقابل اجاره، غلبه داشته باشد تا سهام، دارایی فیزیکی شرکت را نمایندگی کند.

همان‌طور که پیش از این نیز ذکر شد، معیار غلبه از منظر کمیته فقهی، نسبت ۶۰ درصد است که از تقسیم ارزش دارایی ثابت مشهود بر ارزش حقوق مالکانه (یا خالص دارایی‌ها) محاسبه می‌شود. معیار مصوب کمیته فقهی جهت احراز غلبه دارای ابهامات و شبهاتی است: نخست اینکه بر چه اساسی معیار غلبه ۶۰ درصد تعیین شده است؟ دوم، چرا ملاک محاسبه معیار غلبه، ترازنامه شرکت در نظر گرفته شده است؟ حال آنکه اقلام مختلف صورت‌های مالی شرکت براساس ارزش دفتری ثبت شده و ارزش روز دارایی‌ها و بدهی‌ها در آن منعکس نشده است؛ سوم اینکه براساس چه منطقی در مخرج کسر فرمول محاسبه، ارزش کل بدهی‌ها از ارزش کل دارایی‌ها کسر شده است؟

در مورد شبهه اول، به نظر می‌رسد عدد ۶۰ درصد به دلیل احتیاط در غلبه دارایی‌های قابل اجاره بر دارایی‌های غیرقابل اجاره و مبتنی بر اجماع فقهای کمیته فقهی انتخاب شده است. در مثال‌های مختلفی مانند معیار کنترل یا نصاب‌های قانونی در تشکیل مجمع در شرکت‌های سهامی، عدد ۵۰ درصد معیار قرار گرفته است. گرچه در برخی موارد مانند میزان رأی در مجامع فوق‌العاده، عدد ۷۵ درصد از مجموع حاضرین در مجمع به‌عنوان معیار قرار داده شده است. از این رو باید اذعان کرد که معیار

۶۰ درصد مبتنی بر خرد جمعی و احتیاط شرعی تعیین شده است؛ به گونه‌ای که نه افراط در تعیین معیار باشد و نه معیار به صورت حداقلی تعیین شود.

در مورد شبهه دوم، از آنجایی که غالباً دارایی‌های ثابت (به‌ویژه املاک و مستغلات) به ارزش دفتری در ترازنامه شرکت ثبت شده است، برای تعیین معیار ۶۰ درصد، ارزش دفتری دارایی‌های قابل اجاره (که معمولاً تجدید ارزیابی نشده‌اند) در مقابل ارزش دفتری دارایی‌های غیرقابل اجاره (که غالباً به دلیل ماهیت کوتاه‌مدت آنها به ارزش‌های روز ثبت شده‌اند) قرار می‌گیرد و این باعث می‌شود تا شرکت در محاسبه فرمول غلبه، حد نصاب کمیته فقهی را احراز نکند.

برای رفع مشکل ثبت ارزش دارایی‌های ثابت به صورت دفتری، کمیته فقهی تجدید ارزیابی دارایی‌ها توسط کارشناسان رسمی دادگستری و ارائه گزارش تجدید ارزیابی به کمیته را تجویز نموده است (کمیته تخصصی فقهی، ۱۳۹۷، جلسه شماره ۱۸۴). این موضوع باعث می‌شود سمت دارایی‌ها در صورت وضعیت مالی (ترازنامه) شرکت بروز شده و با ارقام غیرقابل اجاره متجانس شوند که ارزش آنها غالباً بروز است. این در حالی است که تورم بخش املاک و مستغلات کاملاً مشخص بوده و همچنین، برای هر دوره انتشار اوراق اجاره سهام از سوی یک بانی، چنانچه معیار غلبه احصا نشود، بانی ملزم به صرف هزینه و ارائه گزارش تجدید ارزیابی دارایی‌هاست.

در خصوص شبهه سوم، در ابتدای تصویب اوراق اجاره سهام، فرمول دارایی ثابت بر مجموع دارایی‌ها معیار قرار گرفته بود؛ اما با این تفسیر که سهام‌داران مالک دارایی‌های شرکت هستند و بخشی از دارایی‌های شرکت متعلق به بستانکاران است (در زمان انحلال)، از مخرج کسر مجموع بدهی‌ها کسر شد. در نقد تحلیل کمیته فقهی باید گفت هر شرکتی که بدهی بیشتری داشته باشد، به این دلیل که بخش بیشتری از دارایی‌های آن متعلق به بستانکاران است، در مخرج کسر عدد بزرگ‌تری به عنوان مجموع بدهی‌ها از مجموع دارایی‌ها کسر خواهد شد که نتیجه آن بزرگ‌تر شدن درصد فرمول غلبه خواهد بود و امکان مضاعفی برای انتشار اوراق اجاره مبتنی بر سهام به وجود خواهد آمد.

همچنین، باید اذعان کرد که ترازنامه، تصویری لحظه‌ای از وضعیت مالی شرکت محسوب می‌شود که به ضرورت تناظر یک به یک بین ارقام بدهی با ارقام دارایی برقرار نیست و غالب بدهی‌ها از جنس هزینه برای شرکت هستند و از محل فعالیت‌های جاری شرکت انجام می‌شوند که برای شرکت درآمدزاست؛ از این رو انتصاب یک حالت خاص (یعنی زمان انحلال) به تحت مالکیت در آوردن دارایی‌های شرکت به طلق بستانکاران به نظر صحیح نمی‌آید.

از سوی دیگر، با فرض اینکه این تفسیر درست است، کسر بدهی‌ها از دارایی‌ها در مخرج و ثابت گذاشتن صورت درحالی که در فرض انحلال، دارایی‌های ثابت شرکت نیز به طلق بستنکاران در خواهد آمد نه سهام‌داران، موجب اشتباه محاسباتی خواهد شد.

#### ۵-۲. راهکارهای پیشنهادی تعیین معیار غلبه در اوراق اجاره بر روی سهام

با توجه به نقد نویسندگان مقاله بر معیار یا فرمول کمیته فقهی در خصوص غلبه، این معیار به‌عنوان راهکارهای پیشنهادی ذکر نشده است. روش‌هایی که امکان جایگزینی با معیار فعلی غلبه دارند در ادامه شرح داده می‌شود. گفتنی است میزان غلبه (۶۰ درصد) مبتنی بر نظر کمیته فقهی، مورد توجه در این مقاله نبوده است.

#### ۵-۲-۱. رویکرد اول: معیار غلبه دارایی محور

##### ۱. نسبت دارایی‌های قابل اجاره به کل دارایی‌ها (راهکار اول کمیته فقهی)

با توجه به اینکه براساس نظر مشهور فقها، سهام نشان‌دهنده مالکیت مشاع سهام‌داران در دارایی‌های شرکت است، در صورتی سهام به‌عنوان یک مال کلی به‌مثابه دارایی قابل اجاره خواهد بود که غالب دارایی‌های آن را دارایی‌های قابل اجاره شکل داده باشد. از این رو ابتدایی‌ترین و ساده‌ترین معیار برای غلبه، محاسبه نسبت دارایی‌های قابل اجاره (دارایی‌های ثابت مشهود) به مجموع دارایی‌هاست. این معیار از طریق معادله (۲) محاسبه می‌شود:

$$\text{معادله (۲)} \quad \frac{FA}{TA} \geq 60\%$$

$FA$ : دارایی‌های قابل اجاره (دارایی‌های ثابت مشهود) به استثنای اموال مرهون و  $TA$ : مجموع دارایی‌های شرکت (جمع دارایی‌های ثابت و دارایی‌های جاری).

پیشنهاد می‌شود در صورت استفاده از این روش، برای رعایت انضباط مالی و در نظر گرفتن سهم بستنکاران از دارایی‌های شرکت (در زمان انحلال)، شرکت بتواند حداکثر به اندازه مابه‌التفاوت کل دارایی‌ها و بدهی‌ها نسبت به انتشار اوراق اقدام نماید.

#### ۲. تعدیل ارزش دارایی‌های ثابت مبتنی بر تورم بخش املاک و مستغلات یا تورم اعلامی بانک

##### مرکزی

یکی از مشکلات اصلی در استفاده از روش دارایی محور، تاریخی بودن ارزش دارایی‌های ثابت در مقابل دیگر دارایی‌ها است (که ارزش بروز دارند) و همین تاریخی یا دفتری بودن ارزش



دارایی‌های ثابت و عدم بروزرسانی آن موجب می‌شود نسبت دارایی قابل اجاره به مجموع دارایی‌ها نسبت اندکی باشد. طبق نظر کمیته فقهی، در صورتی که ارزش روز دارایی‌های قابل اجاره شرکت (دارایی ثابت در ادبیات حسابداری) بنا به نظر کارشناسی رسمی تفاوت با اهمیتی نسبت به ارزش دفتری آنها داشته باشد، ارزش روز می‌تواند ملاک محاسبه قرار گیرد.

یکی از روش‌های بروزرسانی ارزش دارایی‌های ثابت، تعدیل ارزش دارایی‌های ثابت براساس تورم بخش املاک و مستغلات و یا شاخص قیمت مصرف‌کننده (CPI) اعلامی بانک مرکزی یا مرکز ملی آمار است. در این روش میانگین هندسی یا حسابی نرخ تورم از تاریخ خرید و ثبت ارقام مختلف دارایی‌های ثابت و یا از تاریخ آخرین تجدید ارزیابی دارایی‌های ثابت (در صورت تجدید ارزیابی در گذشته) ملاک محاسبه قرار گرفته و ارزش دارایی‌های ثابت متناسب با نرخ تورم تعدیل می‌شود. معیار غلبه در این حالت از طریق معادله (۳) محاسبه می‌شود:

$$\frac{\sum_{j=1}^n FA_j * (1+I_j)}{CA + \sum_{j=1}^n FA_j * (1+I_j)} \geq 60\% \quad \text{معادله (۳)}$$

$FA$ : ارزش دفتری دارایی‌های قابل اجاره (دارایی‌های ثابت مشهود) به استثنای اموال مرهون و  $CA$ : دارایی‌های غیرقابل اجاره؛  $I_j$ : میانگین هندسی یا حسابی نرخ تورم (تورم بخش املاک و مستغلات و یا شاخص قیمت مصرف‌کننده) برای دارایی  $J$  ام از زمان ثبت در ترازنامه (یا زمان آخرین تجدید ارزیابی) تا زمان محاسبه معیار غلبه و  $N$ : تعداد دارایی قابل اجاره.

### ۳. استفاده از ارزش جایگزینی<sup>۱</sup> دارایی‌های قابل اجاره

ارزش جایگزینی به هزینه‌ها و مخارجی اطلاق می‌شود که باید برای ساخت یا خرید یک کالای کاملاً مشابه با دارایی فعلی پرداخت کرد. به‌عنوان مثال، هزینه‌ای را که باید برای خرید یک دارایی ثابت مشابه پرداخت شود که در ترازنامه شرکت وجود دارد می‌توان به‌عنوان ارزش جایگزین دارایی ثابت مدنظر قرار داد. چنانچه دارایی قابل اجاره، املاک و مستغلات یا ماشین‌آلات است، ارزش خرید این اقلام را می‌توان به‌صورت بررسی میدانی یا با استناد به ثبت جدید این اقلام در شرکت‌های مشابه ارزیابی کرد و جایگزین ارزش دفتری ثبت شده در ترازنامه شرکت اصلی نمود. در این حالت معیار غلبه براساس معادله (۴) محاسبه خواهد شد.

$$\frac{RV}{TA} \geq 60\% \quad \text{معادله (۴)}$$

$RV$ : ارزش جایگزینی دارایی‌های قابل اجاره و  $TA$ : مجموع دارایی‌ها.

1. Replacement Value.

#### ۴. استفاده از ارزش بازار<sup>۱</sup> شرکت در محاسبه معیار غلبه

در این روش به منظور پروژرسانی ارزش دارایی‌های ثابت، از منطق ارزش بازار شرکت در محاسبه معیار غلبه استفاده شده است. در بازار سهام، ارزش بازار شرکت‌ها معادل ارزش بازار کل سهام منتشر شده آن شرکت است و با ضرب کردن تعداد سهام منتشر شده شرکت در قیمت بازار هر سهم (قیمت پایانی سهم در روز معاملاتی) به دست می‌آید. حال سؤال مطرح این است که آیا ارزش بازار شرکت نشان‌دهنده ارزش روز کل دارایی‌های شرکت است یا ارزش روز خالص دارایی‌های شرکت (ارزش روش دارایی‌ها منهای بدهی‌های شرکت). براساس این، می‌توان دو معیار غلبه ارائه کرد:

#### ۴-۱. جایگزینی ارزش بازار به عنوان ارزش روز کل دارایی‌های شرکت

با توجه به نظر مشهور فقها مبنی بر ماهیت سهام (مالکیت مشاع در دارایی‌های شرکت)، در این روش ارزش بازاری شرکت به نوعی ارزش روز دارایی‌های شرکت یا ادراک عمومی سرمایه‌گذاران از ارزش روز دارایی‌های شرکت تلقی می‌شود. در واقع، ارزش هر سهم، هم ارزش دارایی‌های قابل اجاره را شامل می‌شود و هم ارزش دارایی‌های غیرقابل اجاره؛ از این رو در تعیین معیار غلبه به نظر می‌رسد می‌توان به نوعی از ارزش بازاری شرکت نیز استفاده نمود. در ماده ۳۱ قانون بازار آمده است: «بورس مکلف است فهرست، تعداد و قیمت اوراق بهادار معامله شده در روزهای معامله را طبق ضوابط مصوب سازمان تهیه و به اطلاع عموم برساند. این فهرست در حکم سند رسمی است و در سوابق بورس نگهداری خواهد شد»، بنابراین، قیمت سهام در حکم سند رسمی است و می‌تواند معیار محاسبات قرار گیرد. در ادامه، نحوه استفاده از ارزش بازار، به دو صورت شرح داده شده است. به منظور بروز کردن ارزش در نسبت دارایی ثابت به مجموع دارایی‌ها، در مخرج کسر ارزش بازار شرکت جایگزین ارزش مجموع دارایی‌ها می‌شود و در صورت کسر از تفاضل ارزش بازار شرکت و ارزش دارایی‌های غیرقابل اجاره برای محاسبه ارزش روز دارایی‌های قابل اجاره استفاده می‌شود. فرمول غلبه در این حالت به صورت معادله (۵) محاسبه می‌شود:

$$\frac{MC - CA}{MC} \geq 60\% \quad \text{معادله (۵)}$$

$MC$ : ارزش بازار و  $CA$ : دارایی‌های غیرقابل اجاره است. در همین فرمول، قابلیت تعدیل ارزش بازار جهت حذف اثرات نوسانات غیرمتعارف قیمت سهام نیز وجود دارد؛ به طوری که می‌توان میانگین دوازده ماهه یا شش ماهه ارزش بازار را (مبتنی بر صورت مالی حسابرسی شده که

1. Market Capitalization.

مورد استفاده واقع می‌شود) در صورت و مخرج کسر قرار داد. در این صورت فرمول بالا به صورت معادله (۶) در خواهد آمد:

$$\frac{Adjusted\ MC\_CA}{Adjusted\ MC} \geq 60\% \quad \text{معادله (۶)}$$

در این فرمول، ارزش بازار تعدیل شده معادل میانگین حسابی شش ماه گذشته ارزش بازاری در زمان درخواست انتشار اوراق اجاره سهام خواهد بود. همچنین، به جای احراز غلبه از طریق تقسیم تفاضل ارزش بازار شرکت و ارزش دارایی‌های غیرقابل اجاره بر ارزش بازار شرکت می‌توان نسبت ارزش دارایی‌های غیرقابل اجاره (که ارزش این اقلام بروز هستند) به ارزش بازار شرکت را محاسبه نمود که اگر این نسبت کمتر از ۴۰ درصد باشد، نشان‌دهنده غلبه دارایی‌های قابل اجاره در سهام مورد نظر است. فرمول غلبه در این حالت به صورت معادله (۷) خواهد بود:

$$\frac{CA}{MC} \leq 40\% \quad \text{معادله (۷)}$$

$CA$ : معادل دارایی‌های غیرقابل اجاره و  $MC$ : معادل ارزش بازار است.

#### ۴-۲. جایگزینی ارزش بازار به عنوان ارزش روز خالص دارایی‌های شرکت

در این روش ارزش بازار شرکت معادل ارزش روز خالص دارایی‌های شرکت (ارزش روز دارایی‌ها منهای بدهی‌ها) در نظر گرفته می‌شود. در این حال به منظور بروز کردن ارزش در نسبت دارایی ثابت به مجموع دارایی‌ها، از معادله (۸) استفاده می‌شود.

$$\frac{MC+TD\_CA}{MC+TD} \geq 60\% \quad \text{معادله (۸)}$$

درواقع، با توجه به اینکه ارزش بازار شرکت نشان‌دهنده ارزش روز خالص دارایی‌های شرکت است پس لازم است در صورت کسر برای محاسبه ارزش روز دارایی‌های ثابت، ابتدا ارزش مجموع بدهی‌ها (که ارزش روز و دفتری آن یکی است) به ارزش بازار شرکت اضافه شده تا ارزش روز کل دارایی‌ها به دست آید و سپس ارزش دارایی‌های جاری از آن کم شود تا در نهایت ارزش روز دارایی‌های ثابت شرکت محاسبه شود. در مخرج کسر نیز ارزش مجموع بدهی‌ها به ارزش روز شرکت اضافه شده تا ارزش روز کل دارایی‌های شرکت به دست آید.

#### ۵-۲-۲. رویکرد دوم: معیار غلبه دارایی-بدهی محور

برخلاف رویه کمیته فقهی، در این روش، مقدار بدهی ترازنامه صرفاً در مخرج کسر از مجموع دارایی‌ها کسر نمی‌شود؛ بلکه همان‌طور که در مخرج کسر، از مجموع دارایی‌ها سهم بستانکاران

کسر می‌شود، در صورت کسر نیز سهم بستانکاران از دارایی‌های قابل‌اجاره کسر می‌شود. اما در مورد اینکه سهم بستانکاران در صورت کسر چگونه لحاظ شود دو حالت متصور است:

### ۱. حالت اول: فرض تقدم دارایی‌های جاری در پوشش بدهی‌های شرکت

در این حالت ابتدا مبلغ کل بدهی را از دارایی‌های جاری شرکت کسر نموده، اگر باقیمانده مثبت باشد، بدین معناست که دارایی‌های جاری برای تسویه طلب بستانکاران کفایت نمی‌کند. بنابراین، به همان میزان باقیمانده از مبلغ دارایی‌های ثابت کسر می‌شود؛ ولی اگر باقیمانده منفی یا صفر باشد، هیچ مبلغی از دارایی‌های ثابت کسر نمی‌شود؛ یعنی دارایی‌های جاری شرکت برای تسویه مطالبات بستانکاران در زمان انحلال کفایت می‌کند (معادله ۹).

$$\text{حالت اول} \begin{cases} \text{If } R = (TD - CA) > 0 & \implies \frac{FA-R}{(TA-TD)} \geq 60\% \\ \text{If } R = (TD - CA) \leq 0 & \implies \frac{FA}{(TA-TD)} \geq 60\% \end{cases} \quad \text{معادله (۹)}$$

همچنین، می‌توان در این حالت ارزش بازار شرکت را معادل ارزش روز کل دارایی‌های شرکت یا ارزش روز خالص دارایی‌های شرکت (دارایی‌ها منهای بدهی‌ها) در نظر گرفت که در این صورت معادله (۱۰) و **(ERROR! REFERENCE SOURCE NOT FOUND.)** به‌دست می‌آید.

$$\text{MC معادل ارزش روز کل دارایی‌های شرکت} \begin{cases} \text{If } R = (TD - CA) > 0 & \implies \frac{MC-CA-R}{(MC-TD)} \geq 60\% \\ 0 & \\ \text{If } R = (TD - CA) \leq 0 & \implies \frac{MC-CA}{(MC-TD)} \geq 60\% \end{cases} \quad \text{معادله (۱۰)}$$

### ۲. حالت دوم: فرض عدم تقدم دارایی‌های جاری در پوشش بدهی شرکت

در حالت دوم فرض می‌شود بستانکاران به نسبت بدهی خود هم در دارایی‌های جاری و هم در دارایی‌های ثابت مدعی هستند؛ بنابراین در صورت کسر، به نسبت سهم بستانکاران از کل دارایی‌های شرکت (در زمان انحلال) از صورت کسر می‌شود (معادله ۱۱). البته گفتنی است با دقت در معادله (۱۱) و ساده‌سازی صورت و مخرج کسر، همان معادله (۲) یعنی  $\frac{FA}{TA}$  به‌دست خواهد آمد.

$$\text{معادله (۱۱)} \quad \left[ \frac{(TA-TD)*FA}{(TA-TD)} \right] \geq 60\% \quad \text{یا} \quad \left[ \frac{FA - \left(\frac{TD}{TA}\right)*FA}{(TA-TD)} \right] \geq 60\% \quad \text{حالت دوم}$$

$FA$ : دارایی‌های قابل اجاره (دارایی‌های ثابت) پس از کسر اموال مرهون؛  $CA$ : دارایی‌های غیرقابل اجاره؛  $TD$ : مجموع بدهی‌ها (بدهی‌های جاری و بلندمدت)؛  $TA$ : کل دارایی‌های شرکت (دارایی‌های ثابت و دارایی‌های جاری) است. همچنین، می‌توان این حالت را براساس منطق ارزش بازار شرکت نیز محاسبه نمود که در این صورت براساس اینکه ارزش بازاری شرکت معادل ارزش کل دارایی‌ها یا ارزش خالص دارایی‌ها دانسته شود، دو حالت معادله زیر به دست می‌آید:

$$\text{معادله (۱۲)} \quad \left[ \frac{(MC-CA) - \left(\frac{TD}{TA}\right)*(MC-CA)}{(MC-TD)} \right] \geq 60\% \quad \text{با فرض MC معادل ارزش بازاری کل دارایی‌ها}$$

$$\text{معادله (۱۳)} \quad \left[ \frac{(MC+TD-CA) - \left(\frac{TD}{TA}\right)*(MC+TD-CA)}{(MC+TD-TD)} \right] \geq 60\% \quad \text{با فرض MC معادل ارزش بازاری خالص دارایی‌ها}$$

در صورتی که در معادله (۱۲) به جای نسبت  $\left(\frac{TD}{TA}\right)$  از  $\left(\frac{TD}{MC}\right)$  و در معادله (۱۳) از  $\left(\frac{TD}{MC+TD}\right)$  استفاده شود، آنگاه پس از ساده‌سازی، معادله‌های (۱۳) و (۱۴) به ترتیب همان معادله‌های (۵) و (۸) خواهند شد که از ذکر آنها پرهیز می‌شود.

### ۳-۵. محاسبه راهکارهای پیشنهادی معیار غلبه برای شرکت‌های مختلف

به منظور ارزیابی روش‌های پیشنهادی، هر یک از معادله‌های یادشده در بخش ۵-۲، برای ۱۶ مورد از دارایی‌های پایه مبنای انتشار اوراق اجاره مبتنی بر سهام محاسبه شد که از سال ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۰ استفاده شده‌اند. سهام شرکت‌های ۱. صنایع پتروشیمی خلیج فارس؛ ۲. گروه دارویی برکت؛ ۳. ملی مس ایران؛ ۴. معدنی و صنعتی گل‌گهر؛ ۵. سرمایه‌گذاری غدیر؛ ۶. کشتیرانی جمهوری اسلامی؛ ۷. مخابرات ایران؛ ۸. سرمایه‌گذاری نفت و گاز پتروشیمی تأمین؛ ۹. ارتباطات سیار ایران؛ ۱۰. پتروشیمی جم؛ ۱۱. فیبر ایران؛ ۱۲. لابراتوار سینا دارو؛ ۱۳. گسترش نفت و گاز پارسیان؛ ۱۴. فولاد آلیاژی ایران؛ ۱۵. پتروشیمی شیراز و ۱۶. صنایع پتروشیمی کرمانشاه قالب سهامی هستند که مبنای انتشار اوراق اجاره سهام قرار گرفته‌اند.

گفتنی است از آنجایی که تعیین زمان خرید (ثبت) هر یک از اقلام دارایی‌های ثابت و محاسبه تورم متناظر با آن کاری دشوار محسوب می‌شود و در صورت‌های مالی و یادداشت‌های توضیحی، تاریخ خرید (ثبت) تک تک دارایی‌های ثابت ذکر نشده است و همچنین، به این دلیل که ارزش

جایگزینی مشخصی برای این شرکت‌ها قابل احصا نیست، از ارزیابی معادله ۳ و ۴ در این بخش صرف نظر شده است. در خصوص معادله ۶ نیز به دلیل زمان بر بودن محاسبه ارزش بازار شش ماهه یا دوازده ماهه هریک از سهام مبنای انتشار، از ارزیابی آن صرف نظر شده است.

به ترتیب، استفاده از تعدیل شده ارزش بازار، تورش نسبت به یک عدد خاص در یک زمان مشخص را از بین خواهد برد. گفتنی است ارزیابی موارد یادشده از طریق صورت‌های مالی حسابرسی شده شش ماهه انجام شده است. نتایج اجرای هریک از معادله‌های پیشنهادی در جدول ۳ نشان داده شده است.

جدول ۳. محاسبه معیارهای غلبه پیشنهادی برای سهام شرکت‌های منتخب

ردیف	معادله ۱	معادله ۲	معادله ۵	معادله ۷	معادله ۸	معادله ۹	معادله ۱۰	معادله ۱۱	معادله ۱۲
۱	۱۹۵٪	۴۹,۶۴٪	۵۳,۹۲٪	۴۶,۰۸٪	۷۲,۶۱٪	۱۰۰,۰۰٪	۱۰۰,۰۰٪	۱۰۰,۰۰٪	۴۹,۶۴٪
۲	۱۱۵٪	۲۷,۱۵٪	۱۶,۴۹٪	۸۳,۵۱٪	۵۵,۵۰٪	۱۰۰,۰۰٪	۱۰۰,۰۰٪	۱۰۰,۰۰٪	۲۷,۱۵٪
۳	۲۸٪	۲۰,۸۰٪	۷۶,۲۴٪	۲۳,۷۶٪	۷۷,۹۳٪	۲۷,۹۴٪	۸۲,۵۷٪	۸۳,۹۱٪	۲۰,۸۰٪
۴	۸۱٪	۴۱,۳۲٪	۸۱,۷۲٪	۱۸,۲۸٪	۸۴,۱۵٪	۸۱,۴۳٪	۹۶,۵۳٪	۹۷,۰۶٪	۴۱,۳۲٪
۵	۷۷٪	۳۷,۸۶٪	-۴,۸۹٪	۱۰۴,۸۹٪	۴۳,۶۷٪	۷۷,۳۸٪	-۳۵,۴۷٪	۸۱,۳۲٪	۳۷,۸۶٪
۶	۲۳۰٪	۶۶,۹۷٪	۵۴,۸۱٪	۴۵,۱۹٪	۷۷,۰۵٪	۱۰۰,۰۰٪	۱۰۰,۰۰٪	۱۰۰,۰۰٪	۶۶,۹۷٪
۷	۲۴۷٪	۶۳,۲۰٪	۳۷,۶۴٪	۶۲,۳۶٪	۷۲,۴۲٪	۱۰۰,۰۰٪	۱۰۰,۰۰٪	۱۰۰,۰۰٪	۶۳,۲۰٪
۸	۲۱٪	۹,۴۶٪	۵۲,۱۵٪	۴۷,۸۵٪	۶۲,۸۵٪	۲۰,۷۹٪	۷۳,۲۴٪	۸۰,۹۵٪	۹,۴۶٪
۹	۲۵۱٪	۶۸,۰۴٪	۶۴,۲۳٪	۳۵,۷۷٪	۸۰,۳۰٪	۱۰۰,۰۰٪	۱۰۰,۰۰٪	۱۰۰,۰۰٪	۶۸,۰۴٪
۱۰	۴۰٪	۱۹,۱۹٪	۷۳,۸۲٪	۲۶,۱۸٪	۷۷,۶۳٪	۴۰,۴۴٪	۸۸,۹۷٪	۹۰,۸۴٪	۱۹,۱۹٪
۱۱	۶۶٪	۵۶,۷۳٪	۹۰,۶۸٪	۹,۳۲٪	۹۰,۹۵٪	۶۵,۶۸٪	۹۳,۴۲٪	۹۳,۶۲٪	۵۶,۷۳٪
۱۲	۱۰۸٪	۴۴,۱۳٪	۷۴,۲۰٪	۲۵,۸۰٪	۷۹,۷۴٪	۱۰۰,۰۰٪	۱۰۰,۰۰٪	۱۰۰,۰۰٪	۴۴,۱۳٪
۱۳	۳۵٪	۲۲,۰۵٪	۴۹,۵۵٪	۵۰,۴۵٪	۵۹,۳۷٪	۳۵,۱۹٪	۶۵,۳۴٪	۷۳,۷۲٪	۲۲,۰۵٪
۱۴	۷۵٪	۳۸,۷۵٪	۷۴,۸۴٪	۲۵,۱۶٪	۷۹,۰۰٪	۷۴,۷۸٪	۹۳,۳۱٪	۹۴,۶۳٪	۳۸,۷۵٪
۱۵	۷۲٪	۳۳,۸۰٪	۷۷,۶۷٪	۲۲,۳۳٪	۸۱,۰۶٪	۷۱,۸۶٪	۹۴,۵۶٪	۹۵,۵۴٪	۳۳,۸۰٪
۱۶	۶۴٪	۴۴,۸۲٪	۸۷,۷۰٪	۱۲,۳۰٪	۸۸,۴۸٪	۶۴,۳۴٪	۹۴,۰۶٪	۹۴,۴۶٪	۴۴,۸۲٪

۱. ارزش بازار در تاریخ ۱۴۰۱/۰۳/۲۱ و مبتنی بر سایت tsetmc.com محاسبه شده است.

۲. ارزش دارایی‌ها و بدهی‌ها از آخرین صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت بارگذاری شده بر روی سایت کدال (۱۴۰۰/۹/۳۰) گرفته شده است.

۳. معادله‌های ذکر نشده در جدول به دلیل دشواری در محاسبه و نبود اطلاعات یا مشابهت با دیگر معادله‌ها در جدول ۳ ذکر نشده است.

## ۶. بحث، نتیجه‌گیری و پیشنهادها

همان‌طور که اشاره شد به دلیل محدودیت‌های قانونی که دولت جهت تأمین مالی از طریق اوراق اجاره با پشتوانه دارایی‌های سرمایه‌ای داشت، پیشنهاد انتشار اوراق اجاره روی سهام ارائه و استقبال شد که برای تأمین نقدینگی مورد نیاز بنگاه‌های اقتصادی بخش دولتی و خصوصی می‌تواند بسیار مفید باشد. سؤال مهم این بود که آیا بر روی سهام هر شرکتی می‌توان اوراق اجاره منتشر نمود. کمیته فقهی با توجه به تعریف و تفسیر خود از ماهیت سهام (حصه مشاع از دارایی‌های شرکت) تنها اجازه انتشار اوراق اجاره بر روی سهامی داد که غالب دارایی‌های آن را دارایی‌های فیزیکی تشکیل داده باشد و معیاری به‌عنوان معیار «غلبه» مطرح نمود. طبق این معیار، اگر حاصل تقسیم کل دارایی‌های ثابت (قابل اجاره) بر خالص دارایی‌ها (کل دارایی‌ها منهای کل بدهی‌ها) بیشتر از ۶۰ درصد باشد، سهام می‌تواند مبنای انتشار اوراق اجاره قرار گیرد. در این پژوهش چند اشکال به معیار کمیته فقهی وارد شد که عبارت بودند از:

۱. دلیل انتخاب عدد ۶۰ درصد به‌عنوان معیار غلبه؛

۲. مشکل ثبت دارایی‌های ثابت به ارزش دفتری؛

۳. دلیل کسر بدهی‌ها در مخرج معیار غلبه؛

در مورد اشکال نخست بیان شد که عدد ۶۰ درصد چه‌بسا به‌گونه‌ای انتخاب شده است که نه افراط در تعیین معیار باشد و نه معیار به‌صورت حداقلی تعیین شود. در مورد شبهه دوم بیان شد که بروزرسانی حساب‌ها صورت پذیرد که به طرق مختلفی این مهم انجام‌شدنی است و در مورد شبهه سوم مطرح شد دلیل قانع‌کننده‌ای برای کسر بدهی‌ها از مخرج کسر وجود ندارد و با فرض پذیرش این منطق باید صورت کسر نیز با لحاظ بدهی تعدیل شود که فرمول آن ارائه شد. پس از نقد معیار کمیته فقهی، معیارهایی جهت محاسبه غلبه به‌عنوان جایگزین معیار کمیته فقهی پیشنهاد شد.

با ارزیابی راهکارهای ارائه‌شده، به نظر می‌رسد بهترین معیار غلبه از تقسیم دارایی‌های ثابت بر کل دارایی‌ها با لحاظ بروزرسانی حساب‌ها به‌دست خواهد آمد. راهکارهای مختلفی جهت بروزرسانی پیشنهاد شد که عبارت بودند از: ۱. لحاظ نمودن تورم بخش املاک و مستغلات یا تورم اعلامی بانک مرکزی؛ ۲. محاسبه ارزش جایگزینی و ۳. محاسبه ارزش بازار. با توجه به اینکه تعیین زمان خرید (ثبت) هر یک از اقلام دارایی‌های ثابت و محاسبه تورم متناظر با آن و همچنین، محاسبه ارزش جایگزینی کاری دشوار و زمان‌بر محسوب می‌شود؛ بنابراین راهکار سوم یعنی محاسبه ارزش بازار به‌دلیل در دسترس بودن داده‌ها و سهولت محاسبه از اولویت برخوردار است.

پیشنهاد می‌شود برای حذف اثرات نوسانات غیرمتعارف قیمت سهام میانگین ارزش بازار طی یک بازه زمانی مشخص (مثلاً شش ماه یا دوازده ماه) ملاک تعدیل قرار گیرد. ارزش بازار را می‌توان یا معادل ارزش روز کل دارایی‌های شرکت یا معادل ارزش روز خالص دارایی‌های شرکت (دارایی‌ها منهای بدهی‌ها) در نظر گرفت که با توجه به مدل‌های ارزش‌گذاری سهام، درست این است که ارزش بازار را معادل ارزش روز خالص دارایی‌های شرکت در نظر گرفت. معادله‌های (۵) و (۸) به ترتیب براساس ارزش روز کل دارایی‌ها و ارزش روز خالص دارایی‌ها محاسبه شده است. براساس معیار (۵)، از ۱۶ شرکت مورد بررسی، تنها سهام نه شرکت حائز شرایط انتشار اوراق اجاره قرار می‌گیرد و براساس معیار (۸)، ۱۳ شرکت حائز شرایط لازم خواهد بود که نشان‌دهنده شمولیت بیشتر معیار (۸) است (جدول ۳).

همچنین، در صورت اصرار کمیته فقهی بر کسر بدهی در مخرج کسر، لازم است مقدار بدهی صرفاً در مخرج کسر از مجموع دارایی‌ها کسر نشود، بلکه در صورت کسر نیز سهم بستانکاران از دارایی‌های قابل اجاره کسر می‌شود. با فرض تقدم دارایی‌های جاری در پوشش بدهی‌های شرکت،<sup>۱</sup> برای محاسبه صورت کسر لازم است ابتدا مبلغ کل بدهی را از دارایی‌های جاری شرکت کسر نمود و اگر باقیمانده مثبت بود، بدین معناست که دارایی‌های جاری برای تسویه طلب بستانکاران کفایت نمی‌کند.

بنابراین، به همان میزان باقیمانده از مبلغ دارایی‌های ثابت کسر می‌شود؛ ولی اگر باقیمانده منفی یا صفر باشد، هیچ مبلغی از دارایی‌های ثابت در صورت معادله کسر نمی‌شود؛ بدین معناکه دارایی‌های جاری شرکت برای تسویه مطالبات بستانکاران در زمان انحلال کفایت می‌کند. براساس این منطق دو معیار (۱۰) و (۱۱) پیشنهاد شده است که به ترتیب در آنها ارزش بازار، معادل ارزش روز کل دارایی‌ها و ارزش روز خالص دارایی‌ها در نظر گرفته شده است. براساس معیار (۱۰)، ۱۵ شرکت و براساس معیار (۱۱)، تمام ۱۶ شرکت حائز شرایط غلبه هستند (جدول ۳)؛ بنابراین شمولیت این دو معیار نیز در مقایسه با معیار کمیته فقهی (معادله ۱)<sup>۲</sup> در سطح مناسبی ارزیابی می‌شود. در پایان پیشنهاد می‌شود معیارهای پیشنهادی و منتخب این پژوهش در دستور جلسه کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار قرار گرفته و یکبار دیگر مبحث غلبه در اوراق اجاره مبتنی بر سهام بررسی شود.

۱. بدین معناکه در صورت انحلال شرکت، ابتدا سهام بستانکاران از دارایی‌های جاری تسویه شده و در صورت کافی نبودن نوبت به دارایی‌های ثابت می‌رسد.  
 ۲. براساس معیار پیشنهادی کمیته فقهی (معادله ۱) که در جدول ۳ محاسبه شده است، ۱۲ شرکت از ۱۶ شرکت مورد بررسی حائز شرایط غلبه بوده‌اند.



## منابع

۱. احمدزاده بزاز، سیدعبدالمطلب؛ مرتضی محمدی و محمدرضا مروارید (۱۳۹۹)، «تأملی فقهی و حقوقی در عین‌انگاری سهام شرکت‌های تجاری»، آموزه‌های فقه مدنی، ۱۲(۲۲)، ص ۳۱-۶۰.
۲. اسکینی، ربیعا (۱۳۸۴)، حقوق تجارت، شرکت‌های تجاری، ج ۲، تهران: سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی دانشگاه‌ها (سمت).
۳. اعتصامی، امیرحسین و حسینعلی سعدی (۱۳۹۹)، «امکان‌سنجی حقوقی-فقهی اجاره سهام و کاربردهای مالی آن»، دو فصلنامه علمی مطالعات اقتصاد اسلامی، ۱۲(۲)، ص ۹۵-۱۳۵.
۴. امام خمینی (۱۳۹۰)، تحریر الوسیله. نجف: دارالکتب الاسلامیه.
۵. امین‌زاده، سیدمحمد (۱۳۹۷)، «تحلیل حقوقی سهام خزانه در بازار سرمایه ایران با تکیه بر ماهیت سهام». تحقیقات مالی اسلامی، ۸(۱)، ص ۱۷۵-۱۹۶.
۶. امین‌زاده، سیدمحمد (۱۳۹۹)، «اجاره سهام در بازار سرمایه و تحلیل آن بر مبنای ماهیت سهام از منظر فقه و حقوق». آموزه‌های فقه مدنی، انتشار آنلاین.
۷. الماسی، نجادعلی (۱۳۸۹). تعارض قوانین، چاپ نوزدهم، تهران: مرکز نشر دانشگاهی.
۸. تفرشی، محمدعیسی و ابراهیم شعاریان‌ستاری (۱۳۸۱)، «سهام و حقوق ناشی از آن در شرکت‌های سهامی». پژوهش حقوق عمومی. ۴(۷)، ص ۲۱-۴۹.
۹. جعفری خسروآبادی، نصراله و سیدمرتضی شهیدی (۱۳۹۴)، «بازپژوهی فقهی-حقوقی ماهیت اوراق سهام و قرارداد واگذاری آن»، تحقیقات مالی اسلامی، ۵(۱)، ص ۳۷-۶۴.
۱۰. جعفری لنگرودی، محمدجعفر (۱۳۶۸)، حقوق اموال، تهران: گنج دانش.
۱۱. حائری، سیدکاظم (۱۳۷۹)، «شخصیت‌های حقوقی در فقه اسلامی»، فقه اهل بیت، ش ۲۱.
۱۲. حائری، سیدکاظم (۱۳۷۹)، مالکیت شخصیت‌های حقوقی، فقه اهل بیت، ش ۲۱، ص ۱۷-۴۰.
۱۳. ستوده‌تهرانی، حسن (۱۳۸۸)، حقوق تجارت، جلد دوم، چاپ سیزدهم، تهران: نشر دادگستر.
۱۴. غمامی، مجید و مریم ابراهیمی (۱۳۹۱)، «ماهیت حقوقی سهام پذیرفته‌شده در بورس»، مطالعات حقوق تطبیقی، ۳(۲)، ص ۱۲۷-۱۴۵.
۱۵. کاتوزیان، ناصر (۱۳۸۴)، عقود معین، جلد اول، چاپ نهم، تهران: شرکت سهامی انتشار.
۱۶. کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار (۱۳۸۶)، «بررسی ابعاد فقهی انواع اوراق اجاره»، جلسات ش ۴، ۵ و ۶.

۱۷. کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار (۱۳۹۵)، انتشار اوراق اجاره و منفعت مبتنی بر سهام، جلسات ش ۱۳۳، ۱۳۴ و ۱۳۵.
۱۸. کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار (۱۳۹۷ و ۱۴۰۰)، «بررسی اولیه سهام مبنای انتشار اوراق اجاره و ارزیابی فقهی سهام درخواستی جهت انتشار اوراق اجاره»، جلسات ش ۱۸۰، ۱۸۴ و ۲۴۴.
۱۹. هیئت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار (۱۳۹۰)، دستورالعمل انتشار اوراق اجاره.
20. Aaiofi. (2017), *Shariah standards, accounting and auditing for islamic financial institutions*.
21. Ayedh, A. M. (2019), "Shariah screening methodology: does it 'really' shariah compliance?" *iqtishadia*, 12(2), 144–172.
22. Derigs, U., & Marzban, S. (2008), Review and analysis of current shariah-compliant equity screening practices. *International journal of islamic and middle eastern finance and management*, 1(4), 285–303.
23. Graiss, W. &. (2006), *Corporate governance and shariah compliance in institutions offering islamic financial services*, policy research working papers, the world bank.
24. Habib, F., & Ahmad, A. U. (2017), "Revisiting the aaoifi shariah standards' stock screening criteria", *international journal of business and society*, 151–166.
25. Hanif, M. (2019), "Sharī'ah screening process of capital markets: an evaluation of methodologies", *islamic economics*, 23–42.
26. Mahfouz, S. B., & Ahmed, H. (2014), Shariah investment screening criteria: a critical review. *journal of king abdulaziz university: islamic economics*, 27(1), 111–145.
27. Raghibi, A., & Oubdi, L. (2020), "Shari'ah-compliant stock screening: a financial perspective", *munich personal repec archive*.
28. Rizaldy, M. R., & Ahmed, H. (2019), "Islamic legal methodologies and shariah screening standards: application in the indonesian stock market", *thunderbird international business review*, 793–805.
29. Usmani, Muhammad Taqi (2005), *An introduction to islamic finance*. the netherlands, kluwer law international.