

اوراق سلف موازی در تأمین مالی صنعت خودرو

سید عباس موسویان^۱ / حسین شیرمردی احمدآباد^۲

چکیده

صنعت خودرو با توجه به چرخه عظیم اقتصادی در کشور، سهم پنج درصدی در تولید ناخالص ملی، دارا بودن بالاترین میزان اشتغالزایی در بین مجموع حوزه‌های صنعتی و وابستگی اقتصادی پنج میلیون نفر از افراد جامعه به این صنعت؛ یکی از صنایع راهبردی و پیشران بسیاری از صنایع بزرگ و کوچک کشور است و تقویت مالی این بخش، رونق سایر حوزه‌ها مرتبط را به دنبال دارد و هرگونه ایجاد اختلال در آن، دستیابی به اهداف ۲۰ ساله کشور در افق سال ۱۴۰۴ را ناممکن خواهد نمود. به همین دلیل تأمین مالی صنعت خودرو همواره و مخصوصاً در شرایط موجود اقتصادی و تنگناهای اعتباری داخلی و بین‌المللی، یکی از دغدغه‌های اصلی نهادهای سیاست‌گذار و اجرایی کشور و شرکت‌های خودروسازی بوده است.

این پژوهش با استفاده از مطالعات کتابخانه‌ای و با روش توصیفی-تحلیلی به دنبال اثبات این فرضیه است که طبق معیارهای مالی و اقتصادی، اوراق سلف موازی استاندارد خودرو می‌تواند به عنوان ابزاری مناسب در جهت تأمین مالی صنعت خودرو کشور بکار گرفته شود. یافته‌های تحقیق نشان می‌دهد با توجه به ترکیب قراردادهای سلف موازی استاندارد و حواله، اوراق سلف خودرو طبق معیارهای اقتصاد خرد شامل تطابق با اهداف و انگیزه‌های مشتریان، تناسب با روحیات و سلاقی سرمایه‌گذاران، میزان نقدشوندگی اوراق و درجه کارایی می‌تواند به عنوان ابزار مالی مناسب در بازار سرمایه کشور، جهت تأمین مالی صنعت خودرو کشور بکار گرفته شود و از جهت معیارهای اقتصاد کلان شامل اثرگذاری بر روی رشد و توسعه اقتصادی، عدالت توزیعی و قابلیت برای اجرای سیاست‌های پولی و مالی، به مصلحت جامعه بوده و با سیاست‌گذاری مناسب، می‌تواند در خدمت ارتقای تولید ملی به کار گرفته شود.

واژگان کلیدی: صنعت خودروسازی، تأمین مالی، سلف موازی استاندارد، اوراق سلف خودرو.

طبقه‌بندی موضوعی: D53, E44, G1, G23

۱. دانشیار پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی و دانشگاه امام صادق (ع)

۲. کارشناسی ارشد دانشگاه امام صادق (ع)

مقدمه

صنعت خودرو با توجه به چرخه عظیم اقتصادی در کشور، سهم پنج درصدی در تولید ناخالص ملی، دارا بودن بالاترین میزان اشتغال‌زایی در بین مجموع حوزه‌های صنعتی کشور و وابستگی اقتصادی پنج میلیون نفر از افراد جامعه به این صنعت؛ یکی از صنایع ملی و استراتژیک کشور و پیشران بسیاری از صنایع بزرگ و کوچک کشور است و تقویت مالی این بخش، توسعه و رونق سایر حوزه‌های مرتبط را به دنبال دارد و هرگونه ایجاد اختلال در آن، دیگر صنایع را نیز تحت الشعاع قرار خواهد داد که لطمات و تأثیرات جبران‌ناپذیری را به همراه خواهد داشت و دستیابی به اهداف ۲۰ ساله کشور در افق سال ۱۴۰۴ را ناممکن خواهد نمود.

بنابر گزارش انجمن جهانی خودروسازان، کشور ایران در سال‌های ۲۰۱۰ و ۲۰۱۱ رتبه سیزدهم را در بین بزرگترین خودروسازان جهان داشته، لکن در سال ۲۰۱۲ با پنج رتبه نزول نسبت به سال ۲۰۱۱ در جایگاه هجدهم دنیا قرار گرفته است. بر این اساس تولید خودروی ایران در سال ۲۰۱۲ با کاهش ۴۰ درصدی نسبت به سال ۲۰۱۱ بالاترین نرخ کاهش تولید خودرو را در بین کشورهای جهان داشته و کشور ترکیه توانسته جایگاه اول در منطقه را از ایران تصاحب نماید. در سال ۲۰۱۳ نیز با کاهش ۲۵.۶ درصدی در تولید، رتبه ایران به رده بیستم نزول پیدا کرد، هر چند در سال ۲۰۱۴ دوباره به جایگاه هجدهم بازگشت (www.oica.net). این امر نشان دهنده این است که صنعت خودروسازی گاه‌آ در طی این سال‌ها با حدود ۵۰ درصد ظرفیت کار می‌کند که البته این مورد را نباید فقط ناشی از وضع تحریم‌ها، بلکه به دلیل عدم مدیریت جریان پولی و ارزی در صنعت خودرو و وضعیت نامناسب منابع مالی و سرمایه در گردش خودروسازان دانست.

این در حالی است که کاهش تولید خودرو بر روی مؤلفه‌های بسیاری در سطح کلان ملی و در سطح صنعت از قبیل نرخ رشد بخش صنعت و نرخ رشد اقتصادی کشور، کاهش نیروی انسانی و میزان اشتغال‌زایی، میزان صادرات خودرو و قیمت خودرو آثار نامطلوب خواهد داشت.

از سوی دیگر، عوامل مختلفی بر میزان منابع مالی مورد نیاز صنعت خودروسازی و در پی آن میزان تولید و عرضه محصولات آن در طی سال‌های قبل تأثیر گذاشته که این عوامل طی این سال‌ها به نوعی جهت توجیه افزایش قیمت خودرو از طرف خودروسازان مطرح می‌شود. برخی از این عوامل عبارتند از: افزایش تحریم‌های بانکی و غیر بانکی، افزایش قیمت حامل‌های انرژی، افزایش طبیعی حقوق و دستمزدها، افزایش نرخ تورم، نوسانات شدید ارزی، نوسانات بازارهای قطعات و مواد اولیه خودرو، افزایش هزینه تمام شده قطعات وارداتی به دلایل مختلف از قبیل تأثیر نوسانات نرخ ارز بر قیمت تمام

شده خودروهای تولیدی، نیاز به منابع مالی چند صد میلیارد تومانی جهت تطبیق با الزامات قانونی و زیست محیطی از قبیل تولید محصولات با استاندارد یورو ۴ و ارتقای ایمنی خودروها، ممنوعیت و ایجاد محدودیت شدید در گشایش اعتبارات اسنادی داخلی از سال ۱۳۹۱ در پی کشف فساد کلان بانکی، ارائه تسهیلات اعتباری به مشتریان از منابع مستقیم شرکت‌های خودروسازی به جای منابع بانک‌ها و مؤسسات اعتباری، قوانین دست و پاگیر موجود در امور گمرکی و حقوق و عوارض تعیین شده جهت ورود این مواد و قطعات به داخل کشور و مکلف بودن خودروسازان به پرداخت نزدیک به ۴۰ تا ۷۰ درصد حقوق و عوارض گمرکی جهت ترخیص قطعات خودروهای تولیدی خود، هزینه گشایش اعتبار حمل و بیمه خارجی و تعرفه گمرکی حمل و بیمه داخلی.

البته میزان تأثیر هر یک از علل ذکر شده، خود تحقیق جداگانه‌ای را می‌طلبد، به عنوان نمونه در بحث تحریم و نوسانات ارزی؛ شرکت‌های خودروسازی تا قبل از سال ۱۳۹۰ بین ۱۰ تا ۳۰ درصد ارزش ال‌سی (اعتبار اسنادی) با نرخ ارز مرجع ۱۲۲۶ تومانی را بابت گشایش اعتبار به بانک‌ها پرداخت می‌کردند و با احتساب دوره ۳ ماهه سفارش‌گذاری و دوره ۲ ماهه ساخت قطعه، برای مدت ۵ ماه سرمایه در گردش را در اعتبارات ری‌فاینانس و یوزانس استفاده می‌کردند، اما با اعمال تحریم‌ها و از طرفی نوسانات ارزی، این شرکت‌ها باید با پرداخت ۱۳۰-۱۲۰ درصد مبلغ اعتبار اسنادی بر مبنای نرخ ارز مبادلاتی، بخش زیادی از نقدینگی خود را بابت گشایش اعتبار اختصاص دهند (امیری، ۱۳۹۱ و شافعی، ۱۳۹۱).

طی سالهای پیش، برای رفع موانع ذکر شده در بالا، راهکارهای مختلفی جهت تأمین مالی صنعت خودرو بکار گرفته شده یا پیشنهاد شده که عبارتند از: تسهیلات کلان بانکی با نرخ سود پائین، افزایش سرمایه شرکت‌ها، انتشار اوراق مشارکت، تقبل درصدی از نرخ سود بانکی منابع مورد استفاده صنعت خودرو توسط دولت، واگذاری سهام و اموال شرکت‌های غیرضروری از طرف خودروسازان و پیش فروش خودرو. لکن صنعت خودروسازی در طی سال‌های گذشته به منابع بانکی وابسته بوده و توانسته در سال‌های مختلف از تسهیلات سیستم بانکی برای توسعه خود استفاده کند ولی با گسترش صنعت خودروسازی، سرمایه بانک‌ها افزایش متناسبی نداشته و سیستم بانکی نتوانسته متناسب با فضای اقتصادی کشور، سرمایه مورد نیاز بخش تولید را تأمین کند. لذا با توجه به حجم بدهی‌های کلان خودروسازان و کاهش ظرفیت استقراض این شرکت‌ها و با توجه به مجموعه شرایط کلان ملی و بخش صنعت؛ بانک‌ها معمولاً تسهیلات بلندمدت به صنعت خودروسازی نمی‌دهند و این صنعت مجبور است که از طریق افزایش سرمایه و یا وام کوتاه‌مدت، نیاز خود را تأمین کنند، از سوی دیگر در

طول سال‌های گذشته همواره سودهای زیادی در مجامع شرکت‌های خودروساز توزیع می‌شد و به این ترتیب شرکت‌ها برای اجرای طرح‌های بزرگ خود هیچ منبع بلندمدتی در اختیار ندارند و این خلاء موجود در تأمین نقدینگی صنعت خودرو باعث شده تا خودروسازان برای سرمایه‌گذاری بلندمدت از منابع کوتاه‌مدت استفاده کنند (امیری، ۱۳۹۱). با توجه به مجموع مشکلات فوق، به نظر می‌رسد راهکار جدیدی که بتواند منابع مالی مورد نیاز صنعت خودرو را فراهم کند و در عین حال مسائل تأمین مالی دولتی و مبتنی بر بانک و دیگر روش‌ها را نداشته باشد امری ضروری به نظر می‌رسد. از طرفی با توجه به پیش نیاز تطابق معیارهای فقهی و اقتصادی جهت موفقیت ابزارهای مالی در کشور، روش‌های تأمین مالی پیشنهادی باید از نظر معیارهای فقهی و اقتصادی قابلیت کاربرد داشته باشند؛ لذا این پژوهش به دنبال اثبات این فرضیه است که طبق معیارهای خرد و کلان اقتصادی، اوراق سلف موازی استاندارد خودرو می‌تواند به عنوان ابزاری مناسب در جهت تأمین مالی صنعت خودرو کشور بکار گرفته شود.

از آنجایی که این پژوهش به طراحی یکی از روش‌های تأمین مالی برای صنعت خودرو می‌پردازد کاربردی است. در این تحقیق از روش مطالعات کتابخانه‌ای در گردآوری اطلاعات مقدماتی و از روش توصیفی-تحلیلی در طراحی و ارائه مدل‌های عملیاتی، استفاده می‌شود.

۱- پیشینه تحقیق

تاکنون در زمینه تأمین مالی صنعت خودرو از طریق ابزارهای مالی اسلامی تحقیق مدونی انجام نشده است اما در زمینه بررسی فقهی و طراحی مالی اوراق سلف و همچنین اوراق بهادار اسلامی پژوهش‌هایی صورت گرفته، که در ذیل به پژوهش‌های مرتبط اشاره می‌شود:

۱- پیره و زه‌تابیان (۱۳۸۷) در مقاله ابزارهای مالی اسلامی (قرارداد سلف موازی) بعد از شرح فقهی عقد سلف و قرارداد سلف موازی، مصوبه کمیته فقهی سازمان بورس در مورد این قرارداد را ذکر می‌نمایند.

۲- فراهانی فرد (۱۳۸۸) در مقاله "صکوک سلف؛ ابزاری مناسب برای تأمین مالی و پوشش ریسک" نخستین بار مدل عملیاتی اوراق سلف منطبق با فقه امامیه و قوانین بازار سرمایه کشور را ارائه می‌دهد. طبق این تحقیق معامله اوراق سلف در بازار اولیه از نظر شرعی اشکالی ندارد و برای رفع مشکل شرعی بازار ثانویه راهکارهایی را ارائه می‌دهد.

۳- موسویان (۱۳۹۰) در مقاله "اوراق سلف؛ ابزاری مناسب برای تأمین مالی پروژه‌های بالادستی صنعت نفت" با بررسی و نقد راهکارهای رفع مشکل شرعی بازار ثانویه اوراق، برای اولین بار مدل

عملیاتی قرارداد ترکیبی سلف موازی استاندارد و حواله را تحت عنوان مدل اوراق سلف؛ جهت تأمین مالی پروژه‌های بالادستی صنعت نفت پیشنهاد می‌کند.

۴- موسویان (۱۳۸۶) در کتاب ابزارهای مالی اسلامی به بررسی فقهی و اقتصادی انواع ابزارهای مالی اسلامی و متعارف پرداخته است.

۵- محمدالبشیر و محمد الامین (۲۰۰۷) در مقاله "بازار صکوک، نوآوری‌ها و چالش‌ها" به بررسی تطابق انواع اوراق بهادار اسلامی با شریعت اسلام پرداخته و مدل‌هایی را برای انتشار این اوراق پیشنهاد داده‌اند.

۶- ویلسون (۲۰۱۰) در کتاب «اوراق بهادار اسلامی، راهنمای انتشار، ساختار بندی و سرمایه‌گذاری» پس از ذکر مفاهیم و ادبیات صکوک، به تشریح انواع صکوک پرداخته است. در پایان نیز به تجربیات انتشار صکوک در کشورهای مختلف اسلامی از جمله مالزی، بحرین و... پرداخته است.

۷- حیدر و ازهار (۲۰۱۰) در اثر "بازار سرمایه اسلامی" با معرفی بازار سرمایه اسلامی و رایج‌ترین انواع صکوک، روش‌های پوشش ریسک‌های صکوک را با تأکید بر ابزارهای مشتقه بررسی می‌نمایند.

۸- شوساک (۲۰۱۲) در رساله دکتری با عنوان "بازارهای مالی اسلامی؛ عملکرد گذشته و چشم‌انداز آینده" ضمن برشمردن اصول حاکم بر مالی اسلامی و معرفی بازارها و ابزارهای مالی اسلامی در کشورهای مختلف، به تحلیل ساختار انواع مختلف صکوک پرداخته است.

۹- طغیانی (۱۳۸۲) در پایان نامه "طراحی مدل ریاضی چند دوره‌ای برنامه‌ریزی آرمانی جهت تأمین مالی بهینه شرکت ایران خودرو"، مدل ریاضی چند دوره‌ای برنامه‌ریزی آرمانی به منظور تصمیم‌گیریهای تأمین مالی شرکت ایران خودرو را پیشنهاد می‌نماید.

۱۰- نظری پور و همکاران (۱۳۹۱) در مقاله "مطالعه رفتار تأمین مالی شرکت‌های خودروسازی فعال در بورس اوراق بهادار تهران در طی دوره زمانی ۱۳۸۸-۱۳۸۴ را مورد مطالعه قرار داده‌اند.

پژوهش‌های پیشین عمدتاً به بررسی‌های فقهی اوراق سلف و آن هم در صنعت نفت متمرکز بوده و کمتر به بررسی تخصصی و اقتصادی این اوراق و کاربردی کردن آن در سایر حوزه‌ها پرداخته‌اند. در طراحی هر ابزار مالی اسلامی باید به ابعاد؛ فقهی، حقوقی، اقتصادی، طراحی مدل مالی، مدیریت ریسک، حسابداری و امور مالیاتی توجه کرد و یکی از مباحثی که امروزه در بحث صکوک به ویژه در اوراق سلف مطرح است تطبیق کاربردهای قابل اجرای آن در بخش‌های مختلف طبق اصول شریعت و معیارهای اقتصادی و مالی است. در حال حاضر از یک طرف با توجه به ماهیت خاص

قرارداد سلف در عقود مبادله‌ای و ویژگی‌های فقهی، اقتصادی و مالی خاص آن، این اوراق با محدودیت‌های جدی مواجه است و از طرف دیگر یکی از زمینه‌های جدی اساسی تأمین مالی کشور، صنعت خودروسازی است که متأسفانه با خلأ پژوهش کاربردی در این زمینه، این مشکلات افزون شده است. مهمترین نوآوری مقاله در این است که با مطالعه موضوع شناسی بخش خودروسازی و پیدا کردن مناسب‌ترین صکوک، با بهره‌گیری از بررسی‌های فقهی، پژوهش‌های پیشین و مصوبات کمیته فقهی سازمان بورس، نشان می‌دهد که اوراق سلف در تطابق با معیارهای تخصصی می‌تواند به بهترین شکل نیازهای کوتاه‌مدت و میان‌مدت این بخش را تأمین مالی کند.

۲- ادبیات پژوهش

۱-۲- تجربه اوراق بهادار اسلامی

امروزه با توجه به جمعیت کشورهای مسلمان و از طرفی جذب سرمایه‌گذاران مسلمان در کشورهای غیرمسلمان، صنعت خدمات مالی اسلامی گسترش چشمگیری داشته است، به طوری که انواع مختلف صکوک داخلی و بین‌المللی شرکتی، دولتی و شبه دولتی نه فقط در کشورهای مسلمان بلکه در کشورهای از قبیل آمریکا، آلمان، انگلیس و ژاپن منتشر می‌شود تا جایی که حجم انتشار صکوک از ۱،۱۷۲ میلیون دلار در سال ۲۰۰۱ با رشد حدود ۶۳۰ برابری در کمتر از ۱۵ سال؛ به مبلغ ۱۴۲،۷۳۷ میلیون دلار تا ماه مارس سال ۲۰۱۵ رسیده است (Ijlal Ahmed Alvi, 2015). اما با وجود این حجم انتشار و تنوع اوراق بهادار اسلامی در بازارهای جهانی، تا کنون در بازار سرمایه ایران از بین انواع مختلف ابزارهای مالی اسلامی تنها چند مورد محدود از این ابزارها در حجم بسیار ناچیز نسبت به میزان تأمین مالی در کل کشور اجرایی شده است.

۲-۲- قرارداد سلف

سلف به نوعی از فروش اطلاق می‌شود که در آن فروشنده بهای کالا را پیشاپیش به صورت نقد دریافت می‌کند و در مقابل، تعهد می‌کند که کالای مشخص شده را در تاریخ معینی در آینده به خریدار تحویل دهد (بنی‌هاشمی، ۱۳۸۴، ص ۲۰۵) سلف را بیع در ذمه، بیع سلم، پیش فروش و پیش خرید نیز می‌گویند. معاملات سلف در دو دسته ساده یا موازی صورت می‌گیرد که در معاملات ساده، تا زمان تحویل کالا، امکان فروش گواهی از سوی خریداران وجود ندارد و خریداران نمی‌توانند در

بازارهای ثانوی حضور یابند؛ اما شرکت کنندگان در معاملات سلف موازی، مجازند گواهی خریداری شده را حتی قبل از تحویل کالا در بازار ثانوی به فروش برسانند.

۲-۳- وجه تمایز سلف با قراردادهای آتی

قرارداد آتی، توافقنامه‌ای مبتنی بر خرید و فروش یک دارایی به قیمت معین در زمان معین در آینده است. یعنی طرفین متعهد می‌شوند در سررسید مقرر اقدام به خرید و فروش کنند اما در قرارداد سلف بیع و خرید و فروش هم اکنون انجام می‌گیرد و در آینده کالا تحویل داده می‌شود، وجه تفاوت دوم در این است که در معاملات آتی وجه خرید، به طور کامل در هنگام قرارداد پرداخت نمی‌شود و فقط جهت اطمینان از عدم نکول طرفین، سازوکارهایی از قبیل حساب ودیعه وجود دارد اما بنا به نظر مشهور فقها در معاملات سلف وجه سلف به طور کامل در لحظه انعقاد قرارداد پرداخت می‌شود. (بنی‌هاشمی، همان) بنابراین به نوعی در سلف امکان تأمین مالی نیز برای فروشنده دارایی وجود دارد در حالی که این امکان در معاملات آتی وجود ندارد.

۲-۴- اوراق سلف

اوراق سلف، اوراق بهاداری است که براساس قرارداد سلف منتشر می‌شود. ناشر اوراق سلف با واگذاری اوراق، وجوه متقاضیان اوراق را جمع‌آوری کرده و دارایی مربوطه را به قیمت معین در زمان آتی به وکالت از طرف صاحبان اوراق پیش خرید می‌کند. اوراق سلف را می‌توان با کاربری‌های مختلف طراحی کرد.

سازمان بورس و اوراق بهادار بعد از تأیید کمیته فقهی بورس بر مبنای ترکیب عقد سلف و حواله دستورالعمل اجرایی اوراق سلف موازی استاندارد نفتی را تصویب نموده است. طبق این دستورالعمل قرارداد سلف موازی استاندارد، قراردادی است که براساس آن، مقدار معینی از دارایی پایه براساس مشخصات قرارداد سلف موازی استاندارد به فروش می‌رسد. وجه قرارداد مذکور باید نقدی در مهلت تسویه و طبق مشخصات قرارداد پرداخت و دارایی پایه در سررسید تحویل شود. در طول دوره‌ی معاملاتی قرارداد، خریداران می‌توانند به فروش قرارداد سلف موازی استاندارد به میزان خریداری شده به شخص دیگری اقدام نمایند. این دو قرارداد از هم مستقل هستند و فروشنده به استناد گواهی سلف موازی استاندارد، خریدار را به فروشنده اولیه جهت تحویل فیزیکی حواله می‌دهد. در این حالت پذیرنده‌ی حواله مسئولیت مراجعه به فروشنده اولیه را پذیرفته و حق رجوع به فروشنده در معامله ثانویه را ندارد (دستورالعمل انتشار اوراق سلف موازی استاندارد نفتی، ۱۳۸۹).

۲-۵- تجربه‌ی اوراق سلف کشورهای اسلامی

مؤسسه پولی بحرین برای نخستین مرتبه در حوزه کشورهای خلیج فارس در سال ۲۰۰۱ میلادی، اسناد دولتی مطابق با قوانین اسلامی منتشر کرد. ارزش این اسناد ۲۵ میلیون دلار امریکا، به شکل اوراق ۳ ماهه و با عنوان اوراق بهادار «صکوک سلم» بود. اوراق پیش گفته نرخ بازدهی ثابت ۳/۹۵ درصدی داشت که مبتنی بر نرخ بهره نبود (فراهانی فرد، ۱۳۸۸). کشور دیگری که به استفاده از این ابزار اقدام کرده است، سودان است. بانک مرکزی سودان، قراردادی به مبلغ ۶۵ میلیون یورو با شرکت سرمایه‌گذاری سودان از راه اوراق سلف نفت به مدت سه سال منتشر کرد، در این قرارداد ۸ بانک خارجی و دو بانک محلی مشارکت داشتند (موسویان، ۱۳۹۰). از آنجا که کشورهای معدودی به انتشار اوراق سلف اقدام نموده‌اند، بنابه گزارش سازمان بازارهای بین‌المللی مالی اسلامی؛ سهم اوراق سلف از صکوک داخلی در کشورهای جهان تا ماه مارس ۲۰۱۵ تنها ۱ درصد می‌باشد (Ijlal Ahmed Alvi, 2015).

از دلایل اصلی این میزان کم در حجم انتشار اوراق سلف، مشکل شرعی در ایجاد بازار ثانوی برای این اوراق است که موجب کاهش نقدشوندگی و کاهش تقاضای این اوراق از طرف سرمایه‌گذاران می‌شود.

۲-۶- ماهیت اوراق سلف

در اوراق سلف، بانی (بنگاه اقتصادی دولتی یا خصوصی) با انتخاب شرکت واسط، طرح خود مبنی بر پیش فروش مقدار معینی محصول تولیدی مانند: نفت، گاز، مس، آلومینیوم، فولاد یا خودرو را مطرح می‌کند، واسط با تهیه امیدنامه، ویژگی‌های طرح، مانند: مقدار، جنس، نوع، سرسید، قیمت سلف و قیمت انتظاری فروش کالا در سررسید و ... را تعریف کرده، در اختیار مؤسسه رتبه‌بندی اعتبار قرار می‌دهد. مؤسسه رتبه‌بندی با مطالعه امیدنامه، رتبه اعتباری طرح و اوراق را مشخص می‌کند. سپس واسط با توافق بانی، مؤسسه‌ای معتبر را در جایگاه امین انتخاب می‌کند تا تمام مراحل طرح را نظارت و کنترل کند. بعد از موافقت امین، واسط با کسب مجوز از سازمان بورس و اوراق بهادار به انتشار اوراق سلف اقدام کرده، به وسیله بانک یا شرکت تأمین سرمایه معتبری به سرمایه‌گذاران (خریداران اوراق) واگذار کرده، وجوه سرمایه‌گذاران را تجهیز می‌کند. آنگاه به وکالت از طرف آنان کالای مورد نظر را از بانی (دولت یا بنگاه اقتصادی) به صورت سلف خریداری می‌کند و قیمت آن را می‌پردازد. بانی براساس قرارداد سلف متعهد است کالای فروخته شده را در سررسید به واسط تحویل دهد. واسط به

وکالت از طرف سرمایه‌گذاران کالا را تحویل گرفته، در بازار نقد به خریداران کالا می‌فروشد سپس وجوه حاصل از فروش کالا را پس از کسر کارمزد معین به سرمایه‌گذاران می‌پردازد و اوراق سلف را تسویه می‌کند. (فراهانی فرد، ۱۳۸۸، ص ۱۶) البته در کالاهایی چون خودرو می‌توان به گونه‌ای طراحی کرد که دارنده اوراق در سررسید اقدام به تحویل گرفتن فیزیکی کالا جهت استفاده شخصی نماید.

۲-۷-۲- ارکان اصلی در فرآیند انتشار اوراق سلف خودرو

در معامله‌های مرتبط با اوراق سلف خودرو، افزون بر سازمان بورس که مجوز انتشار اوراق سلف را صادر می‌کند و در حین کار نیز بر عملکرد آن نظارت دارد، عنصرهای زیر به صورت ارکان اصلی حضور دارند:

۲-۷-۲-۱- بانی

شخص حقوقی است که انتشار اوراق بهادار به منظور تأمین مالی وی صورت می‌گیرد. به عبارت دیگر، بانی هر شخصیت حقوقی مانند شرکت‌های خودروسازی که به منظور تأمین مالی طرح‌های بزرگ و توسعه‌ی بخش صنعت خودرو به یک مؤسسه مالی سفارش انتشار اوراق سلف را می‌دهد.

۲-۷-۲-۲- واسط (ناشر، وکیل)

نهاد واسط در قالب حقوقی شرکت با مسئولیت محدود توسط شرکت مدیریت دارایی مرکزی، تشکیل می‌گردد. فعالیت نهاد واسط و اداره‌ی آن براساس قانون تجارت و اساسنامه‌ی شرکت انجام خواهد شد (سازمان بورس، دستورالعمل فعالیت نهادهای واسط). به عبارت دیگر؛ واسط، مؤسسه‌ای مستقل است که بانی آن را از بین مؤسسات واسط شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه انتخاب می‌نماید. سپس واسط به انتشار اوراق سلف اقدام کرده و آن‌ها را در برابر دریافت وجوه مشخص (قیمت اسمی اوراق) به سرمایه‌گذاران واگذار می‌کند. رابطه حقوقی واسط با متقاضیان اوراق رابطه وکالت است؛ به این معنا که واسط با اعطای اوراق سلف، وجوه سرمایه‌گذاران را در جایگاه وکیل دریافت می‌کند و سپس به وکالت از طرف آن‌ها با بانی قرارداد سلف می‌بندد و وجوه را در اختیار شرکت بانی قرار می‌دهد و دیگر مسایل مرتبط با سلف را نیز پیگیری می‌کند. در پایان قرارداد نیز واسط درصدی از سود حاصل از عملیات سلف را به صورت حق الوکاله بر می‌دارد و مابقی را بین صاحبان اوراق توزیع می‌کند.

۲-۷-۳- سرمایه‌گذاران (دارندگان اوراق سلف)

اشخاص حقوقی یا حقیقی، که اوراق بهادار را خریداری و مالک مشاع دارایی می‌باشند و از این طریق بانی را تأمین مالی می‌نمایند. به عبارت دیگر، دارندگان اوراق سلف در واقع، مالکان مشاع دارایی‌های موضوع سلف هستند؛ برای مثال در اوراق سلف خودرو صاحبان اوراق مالکان مشاع سبده از یک نوع معین خورد با تعداد مشخص هستند، دارندگان اوراق سلف موازی استاندارد می‌توانند اوراق را تا زمان سررسید نگه دارند، همان‌طور که می‌توانند در مواقع نیاز به نقدینگی، در بازار ثانوی با فروش سلف موازی استاندارد و تحویل اوراق سلف به خریداران به عنوان حواله آنان به بانی، از بازار خارج شوند. خریداران سلف موازی استاندارد، به مقتضای حواله، مالکان جدید دارایی‌های موضوع سلف، خواهند شد.

۲-۷-۴- امین

امین شخص حقوقی است که حافظ منافع سرمایه‌گذاران می‌باشد و وظیفه بررسی وثیقه‌ها و ضمانت‌های لازم جهت انتشار اوراق را بر عهده دارد و بر کل فرآیند اوراق سلف نظارت کامل دارد. همچنین تمام مبادله‌های مالی از طریق امین صورت خواهد گرفت.

۲-۷-۵- شرکت تأمین سرمایه

شرکت تأمین سرمایه به عنوان کارگزار از سوی شرکت واسط اوراق بهادار، سلف را پذیره‌نویسی می‌کند، و این پذیره‌نویسی به دو روش امکان پذیر است. در روش بهترین تلاش شرکت تأمین سرمایه نقش واسطه در واگذاری را بازی می‌کند و در قبال این کار کارمزد دریافت می‌کند، اما در روش تعهد‌پذیره نویسی، شرکت تأمین سرمایه تعهد می‌کند، در صورتی که تعدادی از اوراق سلف فروش نرفت، خود شرکت تأمین سرمایه آنها را خواهد خرید (قانون بازار اوراق بهادار، ماده ۱، بند ۲۹).

۲-۷-۶- شرکت رتبه‌بندی اعتباری

شرکت رتبه‌بندی اعتباری مؤسسه‌ای است که با اخذ مجوز فعالیت از سازمان بورس و اوراق بهادار به رتبه‌بندی اعتباری شرکت بانی و اوراق سلف اقدام می‌کند. لازم به ذکر است که در حال حاضر به دلیل وجود ضامن، شرکت‌های رتبه‌بندی در بازار سرمایه کشور وجود ندارند؛ لکن با توسعه و تنوع ابزارهای مالی و شرکت‌های بانی، تأسیس شرکت‌های رتبه‌بندی در بازار سرمایه ضروری می‌باشد.

۲-۷-۷- ضامن

شخص حقوقی است که تحویل دارایی پایه موضوع سلف از طرف بانی در سررسید مقرر را تعهد و تضمین می‌نماید.

۲-۷-۸- حسابرس

حسابرس از بین سازمان‌های حسابرسی معتمد سازمان بورس و اوراق بهادار انتخاب می‌شود که زیر نظر امین فعالیت‌های حسابرسی فرآیند انتشار اوراق را انجام می‌دهد.

۲-۷-۹- بازارگردان

کارگزار/ معامله‌گر است که با اخذ مجوز لازم با تعهد به افزایش نقد شوندگی و تنظیم عرضه و تقاضای اوراق بهادار معین و تحدید نوسان قیمت آن، به داد و ستد آن اوراق می‌پردازد (قانون بازار اوراق بهادار، ماده ۱). بازارگردان می‌تواند شرکت تأمین سرمایه یا یک شرکت مستقل باشد.

۲-۸- مدل عملیاتی اوراق سلف موازی استاندارد خودرو

اوراق سلف موازی خودرو را به گونه‌های مختلف می‌توان طراحی کرد در این قسمت از مقاله دو مدل عملیاتی که مورد تأیید کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار است^۱ ارائه می‌شود.

الف. اوراق سلف موازی غیر مستقیم (با شرکت واسط)

در این مدل، بانی (شرکت خودروسازی) با انتخاب مؤسسه‌ی واسط مورد تأیید شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه، طرح خود مبنی بر پیش‌فروش سبد معینی خودرو را مطرح می‌کند، واسط با تهیه امیدنامه، ویژگی‌های سبد خودرو؛ مانند: تعداد، نوع، خصوصیات و آپشن‌های مهم خودرو، سررسید، قیمت سلف و قیمت انتظاری فروش خودرو در سررسید را تعریف کرده، در اختیار مؤسسه رتبه‌بندی اعتبار قرار می‌دهد. مؤسسه با مطالعه امیدنامه، رتبه اعتباری طرح و اوراق را مشخص می‌کند. سپس واسط با توافق بانی، مؤسسه‌ای معتبر را در جایگاه امین انتخاب می‌کند تا تمام مراحل طرح را نظارت و کنترل کند. بعد از موافقت امین، واسط با کسب مجوز از سازمان بورس و اوراق بهادار به انتشار اوراق سلف اقدام کرده، به وسیله شرکت تأمین سرمایه معتبری به سرمایه‌گذاران (خریداران اوراق) واگذار کرده، وجوه سرمایه‌گذاران را تجهیز می‌کند. آنگاه به وکالت از طرف آنان سبد خودرو مورد نظر را از بانی (شرکت خودروسازی) به صورت سلف خریداری می‌کند و قیمت آن را می‌پردازد که معمولاً این خرید همراه با حق اختیار فروش به نفع صاحبان اوراق و حق اختیار خرید به نفع شرکت خودرو ساز است. برای مثال، فرض کنید شرکت ایران خودرو برای تأمین منابع مالی مورد نیاز خود قصد پیش‌فروش ده هزار خودرو سمنند را به قیمت هر خودرو ۳۰۰ میلیون ریال به سررسید ۶ ماهه را دارد،

۱. مصوبه تاریخ ۹۴/۱۰/۳۰ کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار

برای این منظور نهاد واسطی را انتخاب می‌کند. واسط با تهیه امیدنامه و کسب مجوزهای لازم از مؤسسه رتبه‌بندی، مؤسسه امین و سازمان بورس و اوراق بهادار، اوراق متحدالشکلی به ارزش اسمی هر ورق ده میلیون ریال و در مجموع ۳۰۰۰ میلیارد ریال منتشر کرده، به وسیله بانک یا شرکت تأمین سرمایه به سرمایه‌گذاران واگذار می‌نماید. سپس با آن وجوه ده هزار خودرو سمند را از شرکت صنعتی ایران خودرو پیش خرید می‌کند مشروط بر اینکه در سررسید صاحبان اوراق حق اختیار فروش هر ورق به یازده میلیون ریال به ایران خودرو داشته باشند و ایران خودرو هم حق اختیار خرید هر ورق به یازده میلیون و پانصد هزار ریال داشته باشد.

صاحبان اوراق که مالکان مشاع ده هزار خودرو سمند هستند چند گزینه پیش رو خواهند داشت:

۱. فروش اوراق به روش سلف موازی و حواله قبل از سررسید و خروج از بازار، در این صورت صاحب ورق مابه التفاوت قیمت خرید و فروش اوراق را سود می‌کند که هرچه به سررسید نزدیک می‌شود مبلغ آن بیشتر خواهد بود.
۲. فروش اوراق به شرکت ایران خودرو با اعمال حق اختیار فروش، معمولاً این گزینه زمانی رخ می‌دهد که قیمت بازاری خودرو در سررسید کمتر از قیمت اعمال حق اختیار فروش باشد.
۳. فروش اوراق به شرکت ایران خودرو با اعمال حق اختیار خرید شرکت، معمولاً این گزینه زمانی رخ می‌دهد که قیمت بازاری خودرو در سررسید بیشتر از قیمت اعمال حق اختیار خرید باشد و شرکت خودرو ساز اقدام به اعمال اختیار کند.
۴. فروش اوراق به شرکت ایران خودرو و تصفیه نقدی با شرکت، معمولاً این گزینه زمانی رخ می‌دهد که قیمت بازاری خودرو در سررسید مابین قیمت اعمال حق اختیار فروش و خرید باشد و هیچ کس اقدام به اعمال اختیار نکند.
۵. تحویل گرفتن خودرو، این گزینه زمانی رخ می‌دهد که دارنده اوراق قصد تحویل گرفتن فیزیکی خودرو را داشته باشد در این صورت اگر شرکت خودرو ساز حد نصاب خاصی تعیین نکرده باشد، صاحبان اوراق هر مقدار که اوراق دارند را تحویل شرکت خودرو ساز داده و مابقی قیمت خودرو را به صورت نقد پرداخته و خودرو را تحویل می‌گیرد. در این فرض معمولاً شرکت‌های خودروساز جهت تشویق به تحویل فیزیکی، تخفیفی هم به صاحبان اوراق می‌پردازند.

ب. اوراق سلف موازی مستقیم (بدون شرکت واسط)

این مدل از جهت عملیاتی خیلی ساده بوده و برخی از عناصر اوراق در آن حذف می شود، در این مدل، بانی (شرکت خودروساز) با مراجعه به سازمان بورس اوراق بهادار و معرفی طرح و سبد خودرویی که قصد پیش فروش دارد، برای انتشار اوراق سلف موازی مجوز کسب می کند، سپس از طریق نمایندگی های فروش خودرو به عرضه اوراق اقدام می کند خریداران اوراق نمایندگی خودرو را وکیل در خرید سلف می کنند در پایان آخرین روز کاری فروش اوراق سلف موازی خودرو، نمایندگی ها به وکالت از طرف خریداران اوراق، هر کدام بخشی از سبد خودرویی را خریداری می کنند بدین ترتیب صاحبان اوراق به تناسب اوراقشان مالکان مشاع سبد خودرو می شوند.

در این مدل نیز بعد از انقضای مدت فروش در بازار اولی، صاحبان اوراق سلف موازی خودرو، با پنج گزینه مدل قبلی مواجه هستند، یعنی می توانند قبل از سررسید به روش سلف موازی در بازار ثانوی بفروشند، می توانند با اعمال اختیار فروش یا اعمال اختیار خرید به قیمت اختیار فروش یا خرید، در سررسید به خود خودرو ساز بفروشند کما اینکه می توانند با تحویل دادن اوراق و پرداخت مابقی قیمت خودرو اقدام به تحویل گرفتن فیزیکی خودرو نمایند.

۲-۱۰- تحلیل فقهی بازار ثانوی اوراق سلف

اگر بخواهیم بازار ثانوی برای اوراق سلف ایجاد کنیم، این مسئله بر این مبتنی است که بتوان کالایی را که به صورت سلف خریداری شده و قیمت آن نیز پرداخت شده، پیش از سررسید در بازار ثانوی فروخت. صاحب جواهر چنین معامله ای را جایز نمی داند و دلیل آن را اجماع منقول از تنقیح، غنیه و جامع المقاصد می داند و قول به جواز صاحب وسیله و برخی از متأخران مانند شهید ثانی را مضر به این اجماع نمی داند. وی همچنین دلیل عدم جواز را عدم ملکیت خریدار یا قادر نبودن بر تسلیم مبیع نمی داند، زیرا به باور وی ملکیت با خود عقد حاصل شده و قدرت نیز در سررسید حاصل است (نجفی، بی تا: ۳۲۰). در مفتاح الکرامه نیز اجماع بر عدم جواز، از منابع متعددی مانند: کشف الرموز، تنقیح، غنیه، جامع المقاصد، مجمع البرهان، کفایه و حقائق نقل شده است. (عاملی، ۱۴۱۷ق) بنابراین با توجه به اینکه یکی از احکام اختصاصی سلف، ممنوعیت فروش مبیع پیش از سررسید آن هم به شخص ثالث است (توضیح المسائل مراجع، ۱۳۸۴)، اوراق سلف از نظر فقها غیر قابل معامله ثانویه می باشند. (فراهانی فرد، ۱۳۸۸) صاحب نظران برای رفع این مشکل راه های مختلفی را پیشنهاد کرده اند.

موسویان (۱۳۹۰) در مقاله "اوراق سلف؛ ابزاری مناسب برای تأمین مالی پروژه های بالادستی صنعت نفت" با توجه به مذاکرات کمیته فقهی سازمان بورس و بررسی کارشناسان شرکت ملی نفت

ایران با نقد راهکارهای ارائه شده در تحقیقات پیشین، جهت رفع مشکل شرعی بازار ثانوی اوراق، مدل عملیاتی "قرارداد ترکیبی سلف موازی استاندارد و حواله" را تحت عنوان مدل اوراق سلف برای کاربردهای گوناگون از قبیل تأمین مالی پروژه‌های بالادستی صنعت نفت پیشنهاد می‌کند. هیئت مدیره سازمان بورس نیز بر همین مبنای دستورالعمل اجرایی قرارداد سلف موازی استاندارد نفتی را جهت تأمین مالی فرآورده‌های نفتی تصویب نمود. مبنای فقهی پژوهش حاضر همان است یعنی دارنده اوراق سلف به صورت مستقل اقدام به فروش مال کلی فی الذمه می‌کند سپس برای تحویل، خریدار را به فروشنده اول حواله می‌دهد.

۲-۱۱- مزایای اوراق سلف خودرو نسبت به اوراق مشارکت

در حوزه صنعت خودرو تا کنون از بین انواع اوراق بهادار اسلامی تنها اوراق مشارکت بکارگرفته شده است. مهمترین مزیتی که اوراق سلف نسبت به اوراق مشارکت دارد این است که در اوراق سلف، وجوه سلف به مالکیت بانی در می‌آید و بانی در مصرف وجوه حاصل از انتشار اوراق سلف محدودیتی نداشته و می‌تواند به تشخیص خود به امور مختلفی از قبیل سرمایه‌گذاری در طرح‌های زیربنایی شرکت و انجام پروژه‌های صنعتی، واردات قطعات و مواد اولیه، سرمایه در گردش و پرداخت بدهی سررسید شده، پرداخت سود به سهامداران، تصاحب دیگر شرکت‌ها و حتی سایر سرمایه‌گذاری‌های اقتصادی بپردازد؛ لکن در اوراق مشارکت، بانی ملزم است که منابع حاصل را تحت نظر امین در پروژه از پیش توافق شده مصرف نماید.

برخلاف اوراق مشارکت، منابع حاصل از اوراق سلف موازی برای بانی هزینه دوره ای ندارد، چراکه بانی در اوراق مشارکت ملزم به پرداخت سود علی الحساب در طی دوره است و در آخر دوره مشارکت نیز با محاسبه دقیق باید مابه‌التفاوت سود یا زیان طرح را تسویه نماید اما در اوراق سلف، بانی هیچ سودی را طی دوره پرداخت نمی‌کند و تنها در آخر دوره با سازوکارهای خاص تسویه، ملزم به تسویه نقدی یا فروش کالایی خاص به سرمایه‌گذاران است.

امتیاز دیگر این ابزار مالی، این است که افزون بر تأمین مالی، برای پوشش ریسک نیز به کار می‌رود و سرمایه‌گذار یا نهادی که به کالای مورد نظر - خودرو - نیاز دارد و از طرفی دغدغه افزایش قیمت یا کمبود کالا را در آینده دارد می‌تواند با پیش خرید آن تعداد کالا، خود را در برابر ریسک‌های مختلفی از قبیل نوسانات قیمت پوشش دهد.

۲-۱۲- وجوه تمایز اوراق سلف خودرو نسبت به پیش فروش خودرو

در حال حاضر در پیش فروش خودرو، قیمت گذاری دستوری است که مخصوصاً در طی این چند سال اخیر این قیمت‌ها مورد اختلاف شرکت‌های خودروساز، سازمان حمایت از مصرف کنندگان وزارت صنعت، مجلس شورای اسلامی و شورای رقابت بوده است اما با معامله اوراق سلف خودرو در بازار سرمایه در فضای رقابتی بازار، کشف قیمت عادلانه صورت می‌گیرد و می‌توان با فعال نمودن این بازار حتی خودرو را از قیمت گذاری‌های دستوری خارج نمود.

در پیش فروش خودرو طی سال‌های گذشته گاه عدم پایداری به زمان سررسید یا عدم پایداری به جزئیات و حتی قیمت توافق شده را از طرف شرکت‌های خودروساز داشته‌ایم در حالی که در اوراق سلف با پیش‌بینی این موارد و قرارداد رکن ضامن و امین و از طرفی اخذ وثایق معتبر و همچنین اخذ جریمه‌های مربوطه این موارد برطرف خواهد شد. از طرفی در پیش فروش آن چنانکه تا حال به وقوع پیوسته به نوعی در سایه رانت‌های اطلاعاتی و دیگر رانت‌ها، سوء استفاده‌هایی از طرف دلالان و افراد سودجو و ایجاد بازار سیاه و بازار در حاشیه صورت می‌گیرد و قیمت‌های دوگانه و چندگانه بوجود می‌آید در حالی که با معامله اوراق سلف در بازار سرمایه با اتخاذ سازوکارهای قانونی و ایجاد شفافیت اطلاعاتی در بازار، امکان استفاده از رانت‌های اطلاعاتی به حداقل ممکن خواهد رسید. همچنین از مهمترین مشکلات سیستم پیش فروش فعلی، محدودیت شخص خریدار در امکان فروش خودرو یا انصراف قبل از سررسید است در حالی که در معامله اوراق سلف با وجود بازار ثانوی فعال هیچ محدودیتی در ورود سرمایه‌گذاران جدید با خروج سرمایه‌گذاران فعلی وجود ندارد.

۳- بررسی اقتصادی خرد و کلان اوراق سلف خودرو

ابزارهای مالی زمانی می‌توانند در بازار مالی نقش آفرین بوده و از مزیت رقابتی برخوردار باشند که از جهت معیارهای اقتصاد خرد و کلان قابل توجه باشند. معیارهای اقتصاد خرد از این جهت اهمیت دارد که خریداران اوراق، تمایل به خرید داشته باشند تا در بازار، تقاضا برای اوراق شکل گیرد، و معیارهای اقتصاد کلان نیز از این جهت لازم است که دولت و نهادهای وابسته به دولت متناسب با مصالح جامعه از ابزارها حمایت کنند (زه‌تابیان، ۱۳۸۸). با توجه به اینکه در بازارهای مالی کشور تا کنون هیچ نوعی از اوراق سلف خودرو منتشر نشده، نمی‌توان به تجزیه و تحلیل کمی آن پرداخت، لکن می‌توان به صورت توصیفی به تحلیل نظری آن پرداخت. در این بخش اوراق سلف خودرو را از جهت مهم‌ترین معیارهای اقتصاد خرد و کلان بررسی می‌کنیم.

۳-۱- اصول و معیارهای اقتصاد خرد ابزارهای مالی

۳-۱-۱- تطابق با اهداف و انگیزه‌های خریداران ابزارهای مالی

در شریعت اسلام، مسلمانان مجازند اموال خود را با اهداف و انگیزه‌های خیرخواهانه و اخروی و یا با هدف کسب سود مادی بکار گیرند. بر این مبنا عقود اسلامی به دو بخش عقود انتفاعی و عقود غیرانتفاعی تقسیم می‌شوند. از آنجا که همه انواع اوراق سلف براساس عقد سلف و در نتیجه بر مبنای انتظار سود طراحی می‌شوند، اوراق سلف از صنف ابزارهای مالی انتفاعی خواهند بود و خریداران با هدف کسب انتفاع می‌توانند از این ابزار استفاده نمایند.

۳-۱-۱- تناسب با روحیات و سلیقه‌های خریداران ابزارهای مالی

ابزارهای مالی زمانی مورد توجه خریداران قرار می‌گیرد که با روحیات و سلیقه‌های مشتریان نیز تطابق داشته باشد. به طور معمول صاحبان وجوه مازاد که به هدف کسب سود وارد بازارهای مالی می‌شوند از جهت روحیه و سلیقه به سه گروه تقسیم می‌شوند: گروه نخست، افراد کاملاً ریسک‌گریز هستند و در مقام خرید سراغ ابزارهای مالی دارای کمترین ریسک می‌روند. گروه دوم، افراد کاملاً ریسک‌پذیر هستند و حاضرند برای رسیدن به سود انتظاری بالاتر، درجاتی از ریسک و مخاطره را بپذیرند؛ گروه سوم، افراد متعارف هستند که ریسک و مخاطره را تا حدودی می‌پذیرند. بررسی معاملات اسلامی نشان می‌دهد دین اسلام مجوز انجام هر سه گروه از معاملات فوق را که با روحیات سه گانه مشتریان تطابق دارد را صادر کرده است (موسویان، ۱۳۸۶).

باتوجه به ماهیت قرارداد سلف، سود اوراق سلف بستگی کامل به قیمت کالای موضوع سلف در سررسید خواهد داشت و قیمت دارایی پایه‌ی سلف نیز گرچه تا حدودی قابل پیش‌بینی است ولی در عمل تابع عوامل مختلفی است که احتمال دارد مغایر با پیش‌بینی درآید. در نتیجه سود نسبی اوراق متغیر و در پایان دوره مالی قطعی می‌شود. بنابراین در حالت عادی این اوراق برای آن گروه از سرمایه‌گذاران که در مقابل انتظار سود بالاتر حاضر به پذیرش ریسک هستند، مناسب خواهد بود. لازم به ذکر است که می‌توان با اتخاذ سازوکارهایی از قبیل ایجاد اختیارات خرید و فروش شرعی در زمان طراحی اوراق میزان تغییرات بالقوه سود یا زیان را محدود و یا غیر محدود قرار داد. به همین دلیل می‌توان این اوراق را برای هر سه نوع سرمایه‌گذار ریسک‌پذیر، ریسک‌خشنی و ریسک‌گریز طراحی نمود.

۳-۱-۳- نقدشوندگی

سهولت نقد کردن یک دارایی مالی با سرعت و هزینه کم در بازار را نقدشوندگی آن دارایی گویند (شیرمردی، ۱۳۹۰). اوراق سلف منتشر شده در کشورهای اسلامی از قدرت نقدشوندگی بسیار اندکی برخوردار هستند، چرا که براساس نظرات فقها، خرید و فروش ثانوی اوراق سلف حرام است (فراهانی فرد، ۱۳۸۸). کمیته‌ی فقهی سازمان بورس برای حل این مشکل فقهی، راهکار ترکیب قراردادهای سلف موازی و حواله را از نظر فقهی تأیید نمود. از آنجا که مبنای فقهی پیشنهادی پژوهش حاضر نیز بر مبنای ترکیب قراردادهای سلف موازی و حواله خواهد بود، با فرض پذیرش اوراق سلف موازی استاندارد در یکی از بورس‌ها یا فرابورس‌های اوراق بهادار مانند بورس اوراق بهادار تهران، نقدشوندگی اوراق سلف همانند سهام خواهد بود و براساس شرایط بازار (میزان تقاضا، میزان عرضه، نرخ تورم، نرخ سودبانکی، تغییر در رتبه اعتباری اوراق و...) تعیین خواهد شد.

۴-۱-۳- کارایی

مقصود از کارایی در بازارهای مالی برتری نسبی برخی از ابزارهای مالی نسبت به ابزارهای مالی مشابه در تحقق اهداف و انگیزه‌های مشتریان و تأمین سلیقه‌های آنان است. مطابق روایات نه تنها بحث کاهش هزینه‌ها و افزایش سود، بلکه بحث توزیع ریسک نیز مورد توجه و تأیید دین است (موسویان، ۱۳۸۶). لذا در طراحی ابزارهای مالی اسلامی علاوه بر معیارهایی که ذکر شد، آن ابزار باید دارای حداقل هزینه و حداکثر سود ممکن مطابق شرع بوده و معیار توزیع ریسک را نیز به طور مناسبی در نظر گیرد. در حالت کلی هر چه تنوع اوراق سلف بیشتر و دارای بازار اولی و ثانوی فعال، و شرکت‌های متنوع‌تر و فعال‌تری در بخش تولید و بازرگانی وجود داشته باشد، انتظار می‌رود در اثر رقابت، این اوراق به سمت کارایی بالاتر حرکت نمایند. لذا برای افزایش کارایی اوراق سلف صنعت خودرو، این اوراق باید چنان طراحی شوند که اعتماد عموم مردم و سرمایه‌گذاران بخش خصوصی به آنها جلب شود.

۳-۲- اصول و معیارهای اقتصاد کلان ابزارهای مالی

۳-۲-۱- همسویی با رشد اقتصادی

ابزارهای مالی وسیله مناسبی برای تجهیز سرمایه‌های ریز و درشت ملی و جهت دادن آن به سمت فعالیت‌های خاص است. حال اگر این فعالیت‌ها با رشد اقتصادی همسو باشد ابزارهای طراحی شده در

خدمت رشد خواهند بود، اما اگر فعالیت‌های مربوطه در جهت خلاف رشد باشند، ابزارهای مالی وسیله‌ای برای نابودی رشد و کمبود سرمایه در بخش‌های مولد خواهند بود. (موسویان، ۱۳۸۶، ص ۲۶۳) اوراق سلف صنعت خودرو، از یک طرف نقدینگی سرگردان را در جامعه کنترل می‌کند و از طرف دیگر با سوق دادن آن‌ها به سمت فعالیت‌های مولد زمینه اشتغال و تولید را در راستای افزایش رشد اقتصادی فراهم می‌آورد.

۳-۲-۲- همسویی با عدالت اقتصادی

پیش شرط تحقق مفهوم عدالت در بازار به معنای عام و در بازارهای مالی به معنای خاص آن است که: اولاً معاملات روشن و شفاف صورت پذیرد؛ ثانیاً معیارهای سنجش، عادلانه و دقیق باشد؛ ثالثاً قیمت‌ها بر اساس حقوق طرفین شکل گیرد. بر این اساس بازارها و ابزارهای مالی باید از ابعاد مختلف حقوقی و اقتصادی به گونه‌ای طراحی شوند که صاحبان وجوه مازاد (دارندگان ابزارهای مالی) به ارزش افزوده حاصل از بکارگیری سرمایه خود برسند (موسویان، ۱۳۸۶). در فرض وجوه رقابت سالم در بازار اولیه و ثانویه اوراق سلف، و این که نرخ بازدهی اوراق به نرخ بازدهی واقعی بخش صنعت خودرو و نرخ آن بخش به سمت نرخ بازدهی سرمایه در کل اقتصاد حرکت کند، این اوراق از قابلیت لازم جهت تبدیل شدن به ابزاری مناسب برای توزیع عادلانه درآمدها و ارزش افزوده در کل اقتصاد دارا می‌باشد. علاوه بر شرایط کلان بازار و دیگر اوراق بهادار و تأثیر آنها بر عدالت اقتصادی در بازارهای مالی، در زمینه خاص اوراق سلف مخصوصاً در پیش بینی قیمت انتظاری سرسید که از مؤلفه‌های اصلی قیمت اوراق سلف است باید به صورت دقیق عمل کرد تا موجب ضرر طرفین قرارداد و ناعدالتی فراهم نشود.

۳-۲-۳- قابلیت برای سیاست مالی

با توجه به مضرات راهکارهای استقراض از بانک مرکزی و استقراض خارجی در تأمین مالی پروژه‌های عمرانی دولت و نهادهای حاکمیتی از قبیل افزایش حجم پول در جامعه، تورم، خروج ارز و سرمایه از کشور در بلندمدت، وابستگی‌های سیاسی و اقتصادی و مشکلات شرعی؛ بهترین روش، استفاده از انتشار اوراق بهادار می‌باشد، چراکه با هدایت نقدینگی سرگردان در جامعه علاوه بر تأمین مالی پروژه‌های عمرانی و تولیدی، به مهار تورم کمک کرده و به نوعی مشکلات ذکر شده را نخواهد داشت.

از طرفی برخی از دولت‌ها برای جبران کسری بودجه مورد نیاز خود به پیش‌فروش بین‌المللی محصولات و مواد خام اقدام می‌کنند، این کار باعث انتقال بخشی از ارزش افزوده ملی به خارج از

کشور می‌شود. به‌ویژه زمانی که دولتی به علت نیاز مالی شدید احتیاج به تأمین مالی دارد و از طرف دیگر به علت وضعیت خاص سیاسی و اقتصادی قیمت فروش مواد خام پایین است. در این موردها دولت می‌تواند با انتشار اوراق سلف محصول‌ها یا مواد خام را به مردم بفروشد، سپس در سررسید به وکالت از طرف صاحبان اوراق محصول‌ها یا مواد خام را به‌صورت نقد در بازارهای جهانی فروخته با صاحبان اوراق تسویه کند. به‌این ترتیب کسری بودجه دولت تأمین می‌شود و تفاوت قیمت نقد و سلف، در قالب سود اوراق سلف به مردم کشور می‌رسد. (فراهانی‌فرد، ۱۳۸۸) در اوراق سلف خودرو نیز زمانی که شرکت‌های دولتی مرتبط با صنعت خودرو برای توسعه فعالیت‌های خود با کسری منابع مواجه هستند می‌توانند برای تأمین کسری از انتشار اوراق سلف خودرو استفاده کنند.

۴-۲-۳- قابلیت برای سیاست پولی

با حذف اوراق قرضه دولتی به‌ویژه اسناد خزانه کوتاه‌مدت از نظام اقتصادی، اجرای سیاست پولی با اختلال روبه‌رو می‌شود، چرا که عملیات بازار باز (خرید و فروش اوراق قرضه و اسناد خزانه به‌وسیله بانک‌های مرکزی) سریع‌ترین و مؤثرترین ابزار سیاست پولی شمرده می‌شود، اوراق سلف دولتی با سررسیدهای کوتاه‌مدت و میان‌مدت می‌تواند این خلأ را پر کند. اگر بانک مرکزی قصد اعمال سیاست پولی انبساطی داشته باشد با خرید این اوراق، نقدینگی را در جامعه تزریق خواهد کرد، در برابر برای انجام سیاست انقباضی به فروش این اوراق و جمع‌آوری نقدینگی در دست مردم اقدام می‌کند (فراهانی‌فرد، ۱۳۸۸).

به طور خاص در مورد کاهش تورم و رفع رکود؛ از آنجا که تورم بر حسب علل و عوامل پدیدآورنده به پنج قسم اصلی: تورم ناشی از فشار هزینه، تورم ناشی از فشار تقاضا، تورم ساختاری یا بنیادی، تورم وارداتی و تورم انتظاری بخش می‌شود که در این میان تورم پولی به‌عنوان مهم‌ترین عامل تورم در ایران در بخش تورم ناشی از فشار تقاضای پولی قرار می‌گیرد... حاکمیت می‌تواند با ورود به بازار ثانوی اوراق بهادار اسلامی جهت سیاست‌گذاری پولی و هدایت مصارف و جوه جمع‌آوری شده اوراق، جهت سیاست‌گذاری مالی در کاهش تورم پولی، تورم ناشی از فشار هزینه، تورم ناشی از فشار تقاضاهای بخش واقعی و تا حدودی تورم وارداتی اثرگذاری مثبتی داشته باشد (شعبانی و همکاران، ۱۳۹۱). البته در شرایطی که با وجود حجم بالای نقدینگی، نه تنها تورم بلکه رکود تورمی بر اقتصاد کشور حاکم باشد برای خروج از رکود تورمی نمی‌توان پول جدید در جامعه تزریق کرد چرا که با رشد پایه پولی، تورم افزایش خواهد یافت. لذا اگر با حفظ پایه پولی و حفظ نقدینگی بلکه هدایت نقدینگی سرگردان، سرعت گردش پول و سرعت خرید فروش کالا و خدمات را بالا ببریم بدون آنکه

تورم افزایش پیدا کند، شرایط خروج از رکود تسهیل می‌شود. بی شک یکی از بهترین راهکارهای عملیاتی کردن این امر در کنار سایر راهکارهای موجود، استفاده مناسب از ابزارهای مالی اسلامی با توجه به شرایط اقتصادی کشور خواهد بود. به نظر می‌رسد اوراق سلف خودرو از بهترین این ابزارها باشد چراکه نه تنها پایه پولی را تغییر نمی‌دهد بلکه با هدایت نقدینگی سرگردان و در نتیجه افزایش حجم معاملات در کشور، سرعت و گردش خرید و فروش خودرو و قطعات و مواد وابسته را بالا می‌برد و شرایط را برای خروج از رکود در اقتصاد فراهم می‌نماید.

لازم به ذکر است، از آنجا که در طراحی حالت ساده، این اوراق مطلوب و مختص افراد ریسک‌پذیر از دامنه مشتریان خواهد بود و قابلیت لازم برای تبدیل شدن به ابزاری جهت تأمین مالی دولت و یا ابزاری برای تحقق سیاست پولی بانک مرکزی در مقیاس گسترده ندارد، می‌تواند به صورت محدود برای سیاست‌های پولی برای یک دوره کوتاه‌مدت به کار گرفته شود. لکن در صورتی که در طراحی این اوراق امکان استفاده از اختیارات شرعی خرید و فروش برای ارکان موجود در فرآیند انتشار اوراق وجود داشته باشد، این اوراق بسته به نوع اختیار می‌توانند روحیات و سلیق مختلف افراد را پوشش داده و ابزاری مناسب برای اجرای سیاست‌های پولی به شمار آیند و بتواند در کنار اوراق مشارکت و دیگر اوراق بهادار مکمل مناسبی و جایگزین مشروع و مطمئنی برای اوراق قرضه تلقی شود.

بنابراین در مجموع می‌توان گفت اوراق سلف خودرو از جهت معیارهای اقتصاد خرد می‌توانند ابزار موفقی باشند، اما از جهت اقتصاد کلان تنها در صورتی به مصلحت جامعه خواهد بود که با سیاست‌گذاری مناسب، این اوراق در خدمت فروش محصولات تولید داخل به کار گرفته شود.

۳-۳- آثار و کارکردهای اقتصادی اوراق سلف

علاوه بر کارکردهای حاصل از تطابق با معیارهای اقتصاد خرد و کلان، انتشار گسترده و منظم اوراق سلف آثار و کارکردهای اقتصادی دیگری می‌تواند به همراه داشته باشد که برخی از آن‌ها عبارتند از:

۳-۳-۱- کمک به تعمیق و گسترش بازار سرمایه کشور

با حذف ابزارهایی از قبیل اوراق قرضه و برخی از انواع سهام ممتاز از بازارهای مالی کشور به دلیل ربوی بودن؛ ضرورت وجود ابزارهای متنوع و مطابق روحیات و سلیق سرمایه‌گذاران احساس می‌شود. از طرفی تاکنون در بازار سرمایه کشور از بین انواع مختلف ابزارهای مالی اسلامی تنها تعدادی انگشت‌شمار در حجم بسیار ناچیز نسبت به میزان تأمین مالی در بازار مالی کشور اجرایی شده‌اند. لذا به نظر می‌رسد از راه ورود اوراق سلف خودرو و دیگر ابزارهای مالی اسلامی، با تنوع در

ابزارهای مالی بازار سرمایه، امکان جذب سرمایه گذاران حقیقی و حقوقی جدید به بازار سرمایه و تغییر جهت سرمایه گذاری از نظام بانکی به سمت بازار سرمایه میسر خواهد شد.

۳-۳-۲- گسترش رفاه عمومی

مؤسسه‌های واسطه، افزون بر تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی، خودروهای مورد نیاز خانوارها در آینده را نیز تهیه و در اختیار آنان می‌گذارند و به این ترتیب بر افزایش رفاه عمومی جامعه کمک می‌کنند. اگر جهت گیری این مؤسسه‌ها به سوی خرید خودروها و قطعات تولیدی داخل باشد، افزون بر رفاه عمومی؛ به افزایش نرخ رشد تولید و نرخ اشتغال منجر خواهد شد.

۳-۳-۳- افزایش نرخ اشتغال و نرخ صادرات غیرنفتی

صنعت خودرو با توجه به چرخه عظیم اقتصادی در کشور، وابستگی اقتصادی پنج میلیون نفر از افراد جامعه به این بخش و متأثر بودن از بیش از ۶۰ صنعت وابسته دیگر، بالاترین میزان اشتغال زایی را در بین مجموع حوزه های صنعتی کشور داراست. از آنجا که اوراق سلف بر مبنای عقود مبادله‌ای شکل می‌گیرد، در صورت به کارگیری وجوه جمع‌آوری شده در بخش تولید موجب اشتغال، سرمایه‌گذاری در بخش کالاهای داخلی و توزیع درآمد عادلانه‌تر میان ارکان منتشرکننده این اوراق و در صورت به کارگیری وجوه در بخش صادرات علاوه بر آنها موجب سرمایه‌گذاری در بخش کالاهای صادراتی، درآمد ارزی و بهبود تراز تجاری کشور خواهد شد.

۳-۳-۴- کمک به جذب سرمایه‌های خارجی

با فراهم کردن زیربناهای قانونی و ساختاری در فرآیند انتشار اوراق بهادار بین‌المللی؛ با انتشار اوراق سلف موازی خودرو مخصوصاً در کشورهایی که بازار هدف خودرو کشور هستند، می‌توان به جذب سرمایه‌ی سرمایه‌گذاران خارجی پرداخت.

۴- شناسایی ریسک‌های اوراق سلف خودرو

از آنجا که در طراحی هر ابزار مالی اسلامی باید علاوه بر ابعاد فقهی، حقوقی، اقتصادی و مالی به ابعاد حسابداری و ریسک آن ابزار نیز توجه نمود، در ادامه مهمترین ریسک‌های ساختار اوراق سلف خودرو بیان می‌شوند.

ریسک ابزارهای مالی را می‌توان از دو دیدگاه کمی و کیفی بررسی کرد. از دیدگاه کمی پس از به دست آوردن اطلاعات و داده‌های محقق به اندازه گیری میزان ریسک‌ها اقدام می‌کند. اما برخی ریسک‌ها را نمی‌توان با چنین دیدگاهی محاسبه و اندازه گیری کرد (سروش و کاوند، ۱۳۹۰). از آنجا که در ایران تا کنون اوراق سلف خودرو منتشر نشده، امکان بررسی ریسک این اوراق به صورت کمی

وجود ندارد؛ از این رو با در نظر گرفتن مکانیزم و سازوکار اوراق سلف خودرو، نقش ارکان اصلی این نوع ابزار مالی و روابط و قراردادهای بین آنها؛ در این بخش تعدادی از ریسک‌های شناسایی شده این ابزار را همراه با تعاریف مربوطه ذکر می‌نمائیم. لازم به ذکر است، با توجه به ماهیت اوراق سلف مخصوصاً از آنجا که هیچ سود علی‌الحسابی در طی دوره تا زمان سررسید پرداخت نمی‌شود، ریسک‌های ارکان درگیر در فرآیند انتشار این اوراق با ریسک‌های دیگر اوراق با درآمد ثابت و متغیر اشتراکات و تفاوت‌هایی خواهد داشت که در ادامه مهمترین آنها بیان می‌شود.

الف) ریسک‌های مالی

۱) ریسک‌های بازار اولی

در بازار اولی با اهمیت‌ترین ریسک، ریسک بازارپذیری است و در صورتی که به هر دلیل اوراق سلف خودرو در عرضه‌ی عمومی اولیه در بازار به فروش نرود، بانی با ریسک بازارپذیری مواجه خواهد بود. میزان اقبال سرمایه‌گذاران به این اوراق بستگی به عوامل مختلفی از قبیل شرایط کلان اقتصادی و بازار سرمایه کشور، اعتبار و شهرت بانی، نوع طراحی اوراق و قراردادن انواع گزینه‌های تشویقی جهت جذب سرمایه‌گذاران، همچنین قیمت‌گذاری اولیه و قیمت انتظاری در سررسید دارایی پایه موضوع سلف بستگی خواهد داشت.

۲) ریسک‌های بازار ثانوی

۱-۲) ریسک نرخ سود بانکی

کلیه‌ی دارایی‌های با بازدهی ثابت و متغیر از اوراق قرضه متعارف گرفته تا ابزارهای مالی اسلامی مانند اوراق مضاربه، استصناع و سلم با این ریسک مواجه خواهند بود. نوسانات نرخ سود بانکی منجر به ایجاد این ریسک در این دارایی‌ها می‌شود. قیمت اوراق بهادار با درآمد ثابت با نرخ سود بانکی رابطه معکوس دارد؛ به عبارت دیگر با افزایش نرخ سود بانکی، قیمت اوراق بهادار کاهش و با کاهش نرخ سود بانکی، قیمت اوراق بهادار افزایش می‌یابد، کمابینکه قیمت اوراق با بازدهی متغیر نیز متأثر از نرخ سود بانکی است اگر نرخ سود بانکی نسبت به نرخ سود انتظاری اوراق با بازدهی متغیر بالاتر رود قیمت این اوراق در بازار کاهش می‌یابد و بالعکس (موسویان و همکاران، ۱۳۹۰). این ریسک به طور ویژه در مواردی مانند اوراق سلف غیر قابل معامله‌ی بدون سود علی‌الحساب در کشورهای عربی که دارایی از نقدشوندگی لازم برخوردار نیست، بسیار حائز اهمیت است لکن در مدل پیشنهادی اوراق سلف موازی استاندارد خودرو با توجه به ترکیب قراردادهای سلف موازی استاندارد و حواله و رفع

مشکل شرعی بازار ثانوی اوراق سلف، هر چند که در طی دوره سودی پرداخت نمی‌شود، اما به طور نسبی، در مقایسه با زمان قبل از کاهش نرخ سود بانکی، سرمایه‌گذاران با ریسک بیشتری مواجه است.

۲-۲) ریسک نرخ ارز

ریسک ارز از نوسانات نامطلوب نرخ ارز ناشی می‌شود. بانی اوراق با توجه به آنکه برخی از قطعات خودرو یا مواد اولیه خودرو از قبیل فولاد، مس، آلومینیم و چدن وارداتی است و یا اینکه بر مبنای قیمت و ارز جهانی قیمت گذاری می‌شود با ریسک نرخ ارز مواجه است. دارندگان اوراق سلف نیز در صورت سرمایه‌گذاری در اوراق سلف بین‌المللی یا در صورت تفکیک بین واحد پولی که دارایی‌های پایه‌ی سلف بر اساس آن ارزشگذاری می‌شوند و واحد پولی که وجوه سرمایه‌گذاران در آن جمع‌آوری می‌شوند، با این ریسک مواجه هستند.

۲-۳) ریسک نوسان سطح عمومی قیمت‌ها

این نوع ریسک که تمامی اوراق بهادار را تحت تأثیر قرار می‌دهد، عبارت است از ریسک قدرت خرید. در اوراق سلف چون بانی اوراق سلف، بهای ثابتی را دریافت می‌کند؛ در صورت افزایش سطح عمومی قیمت‌ها (تورم) قدرت خرید وی کاهش و در صورت کاهش سطح عمومی قیمت‌ها قدرت خرید بانی افزایش می‌یابد. از طرفی دارندگان اوراق که افزایش سطح عمومی قیمت‌ها را پیش‌بینی کرده‌اند و اقدام به خرید اوراق سلف خودرو نموده‌اند، با افزایش سطح عمومی قیمت‌ها منتفع و با کاهش سطح عمومی قیمت‌ها با این ریسک مواجه هستند.

۲-۴) ریسک نقدشوندگی

این ریسک ناشی از ضعف بازار سرمایه در نقد کردن دارایی به سرعت و هزینه کم است، در صورتی که بازار ثانویه فعال نباشد امکان نقد کردن دارایی کاهش می‌یابد و یا این که مجبور می‌شویم دارایی را به قیمتی کمتر از ارزش ذاتی بفروشیم. (باباقدری، ۱۳۸۶، ص ۲۵۷) اوراق سلف نیز مانند دیگر اوراق بهادار با این ریسک روبرو می‌باشد.

۲-۵) ریسک ورشکستگی بانی

ریسک ورشکستگی می‌تواند نتیجه نهایی ریسک‌های مختلفی باشد (Sunders, 2007). با توجه به تفاوت تأمین مالی شرکتی و تأمین مالی پروژه‌ای در ورشکستگی بانی، از آنجا که اوراق سلف به منظور تأمین مالی شرکت است و حتی بانی در صرف وجوه کسب شده از طریق اوراق محدودیتی ندارد، لذا ریسک ورشکستگی بانی با اهمیت می‌باشد و در صورت ورشکستگی بانی، طلبکاران به مصادره اموال اقدام می‌کنند و سرمایه‌گذاران متحمل ریسک ناشی از ورشکستگی بانی خواهند شد.

۶-۲) ریسک بازار ناشی از نوسان قیمت دارایی پایه‌ی سلف

در صورتی که قیمت دارایی پایه‌ی سلف در بازار، نوسان قابل ملاحظه‌ای داشته باشد، طرفین انتشار اوراق، با این ریسک مواجه می‌باشند. در اوراق سلف خودرو اگر قیمت خودرو موضوع سلف کاهش یافته باشد، سرمایه‌گذاران و اگر قیمت‌ها افزایش داشته باشند، بانی با این ریسک مواجه خواهد بود.

۷-۲) ریسک رتبه‌بندی پایین بانی و اوراق توسط مؤسسه رتبه‌بندی

در صورتی که مؤسسه رتبه‌بندی، بانی و اوراق سلف وابسته به آن را رتبه‌بندی پایین کند، بانی با این ریسک مواجه می‌باشد، چرا که میزان رتبه اوراق، بر قیمت‌گذاری و میزان اقبال سرمایه‌گذاران تأثیر دارد. (موسویان و شیرمردی، ۱۳۹۰، ص ۱۶۱) لازم به ذکر است که هنوز مؤسسات رتبه‌بندی در بازار سرمایه حضور ندارند لکن با انتشار اوراق متنوع با بازدهی ثابت و متغیر از طرف شرکت‌های مختلف دولتی و غیردولتی، وجود این مؤسسات ضروری خواهد بود.

۸-۲) ریسک عدم تحویل کالا به واسطه در سررسید سلف از طرف بانی

ممکن است واسطه در سررسید به بانی مراجعه کند اما بانی به هر دلیل قادر به تحویل دارایی پایه به واسطه نباشد، در این صورت واسطه و سرمایه‌گذاران با این ریسک روبرو خواهد بود.

۹-۲) ریسک عدم توان فروش دارایی به قیمت انتظاری

در صورتی که بعد از تحویل گرفتن دارایی پایه در سررسید نتوان دارایی پایه را به قیمت برابر یا بالاتر از قیمت سلف بفروشد، سرمایه‌گذاران دچار زیان شده یا حداقل اینکه سود انتظاری خود را دریافت نخواهند کرد.

۱۰-۲) ریسک نقدینگی بانی

در فرآیند انتشار اوراق سلف در صورتی که بانی به دلایلی از قبیل عدم توانایی برای فروش محصول‌ها یا خدمات خود به قیمت متداول بازار یا عدم وجود تقاضا جهت خرید دارایی‌ها؛ در ایفای تعهدات مالی کوتاه‌مدت ناتوان باشد، با این ریسک مواجه می‌شود. این ریسک را ریسک عدم تطابق سررسید حساب‌ها نیز می‌گویند.

ب) ریسک‌های غیر مالی

در فرآیند انتشار اوراق سلف خودرو همانند دیگر اوراق بهادار، ریسک‌های غیر مالی مختلفی از قبیل ریسک‌های سیاسی، شهرت و قوانین و مقررات قابل تصور است لکن یکی از با اهمیت‌ترین ریسک این اوراق راجع به تغییرات قوانین و مقررات گمرکی انواع خودرو و قطعات وارداتی و صادراتی است، چرا که با اعمال تغییرات کم در این تعرفه‌ها بلافاصله قیمت انواع خودرو داخلی و خارجی در

بازار دچار تغییر می‌شود و بالتبع قیمت اوراق در بازار ثانویه دچار تغییر خواهد شد و بسته به جهت تغییرات بانسی یا سرمایه‌گذار دچار زیان خواهد شد.

۵- نتیجه و پیشنهادات

با توجه به ترکیب قراردادهای سلف موازی استاندارد و حواله، اوراق سلف خودرو طبق مهم‌ترین معیارهای اقتصاد خرد شامل تطابق با اهداف و انگیزه‌های مشتریان، تناسب با روحیات و سلاقی سرمایه‌گذاران، میزان نقدشوندگی اوراق و درجه کارایی می‌تواند به عنوان ابزار مالی مناسب در بازار سرمایه کشور، جهت تأمین مالی صنعت خودرو کشور بکار گرفته شود اما از جهت مهم‌ترین معیارهای اقتصاد کلان شامل اثرگذاری بر روی رشد و توسعه اقتصادی، عدالت توزیعی و قابلیت برای اجرای سیاست‌های پولی و مالی؛ تنها در صورتی به مصلحت جامعه خواهد بود که با سیاست‌گذاری مناسب، این اوراق در خدمت ارتقای تولید ملی به کار گرفته شود. به نظر می‌رسد راهکارها و پیشنهادهای زیر می‌تواند به حل مشکلات ناشی از انتشار اوراق سلف خودرو کمک نماید:

۱. طراحی مدل‌های قیمت‌گذاری مناسب در قیمت‌گذاری اوراق سلف خودرو؛
۲. امکان‌سنجی فقهی و اقتصادی روش‌های پوشش ریسک‌های ارکان انتشار اوراق سلف خودرو؛
۳. فراهم نمودن زیرساخت‌های قانونی و اقتصادی لازم در انتشار اوراق سلف بین‌المللی؛
۴. ایجاد مؤسسات رتبه‌بندی داخلی و بین‌المللی در بازار سرمایه کشور جهت رتبه‌بندی اوراق؛
۵. ایجاد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در انواع اوراق بهادار اسلامی جهت رونق این ابزارها؛
۶. امکان‌سنجی استفاده از اختیارات شرعی خرید و فروش اوراق سلف خودرو.

منابع و مأخذ

۱. آدامز، نظیف جی و توماس، عبدالقادر. (۱۳۸۸). ساختارهای صکوک، ترجمه: شهابز، ناصر و پیره، مجید، تهران، دانشگاه امام صادق (ع).
۲. امیری، حسن، معاون مالی سایا، مصاحبه با خبرگزاری فارس، ۱۳۹۱/۱۰/۱.
۳. باباقدری، آزاده، فیروزی، اعظم. (۱۳۸۶). "صکوک؛ رایج‌ترین ابزار تأمین مالی اسلامی"، مجموعه مقالات کنفرانس بین‌المللی تأمین مالی اسلامی، تهران، مرکز مطالعات دانشگاه صنعتی شریف.
۴. بنی هاشمی خمینی، محمد حسن. (۱۳۸۶). توضیح المسائل دوازده مرجع تقلید، ج ۲، قم، مؤسسه تحقیقات و نشر معارف اهل بیت.
۵. پهلوان، حمید و رضوی، سید روح اله. (۱۳۸۵). "اوراق صکوک، تعریف، انواع و ساختار"، تهران، سازمان بورس و اوراق بهادار.
۶. پیره، مجید و زه‌تایبان، مصطفی. (۱۳۸۷). "ابزارهای مالی اسلامی (قرارداد سلف موازی)"، ماهنامه بورس، شماره ۷۹، تهران.
۷. زه‌تایبان، مصطفی. (۱۳۸۸). طراحی صکوک مضاربه برای شرکت‌های بازرگانی، تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد دانشکده معارف اسلامی و مدیریت دانشگاه امام صادق (ع).
۸. سازمان بورس و اوراق بهادار، دستورالعمل فعالیت نهادهای واسط، مصوب ۸۹/۵/۱۱ شورای عالی بورس و اوراق بهادار.
۹. سازمان بورس و اوراق بهادار، دستورالعمل اجرایی معاملات قرارداد سلف موازی استاندارد نفت و فرآورده‌های نفتی در بورس کالای ایران، مصوب ۱۳۸۹/۱۲/۱۴ هیئت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار.
۱۰. سازمان بورس و اوراق بهادار، صورتجلسه کمیته تخصصی فقهی، جلسه شماره ۲۷، تاریخ برگزاری: ۱۳۸۷/۵/۱۶.
۱۱. سازمان بورس و اوراق بهادار، صورتجلسه کمیته تخصصی فقهی، جلسات شماره: ۵۴، ۵۶ و ۵۷؛ تاریخ برگزاری: ۹۰/۸/۱۸، ۹۰/۹/۱۶ و ۱۳۹۰/۹/۳۰.

۱۲. سروش، ابوذر و کاوند، مجتبی. (۱۳۹۰). "راهکارهای پوشش ریسک اوراق رهنی"، دوفصلنامه جستارهای اقتصادی، ش ۱۶، تهران.
۱۳. شافعی، غلامرضا، رئیس هیات عامل سازمان گسترش و نوسازی صنایع ایران (ایدرو)، سخنرانی در کنفرانس بین‌المللی مدیریت، خبرگزاری مهر، ۱۳۹۱/۱۰/۱۱.
۱۴. شیرمردی، حسین. (۱۳۹۰). شناسایی، معرفی، طبقه‌بندی و مدیریت ریسک‌های صکوک مضاربه با تأکید بر فقه امامیه، تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد دانشکده معارف اسلامی و مدیریت دانشگاه امام صادق (ع).
۱۵. طغیانی، علیرضا. (۱۳۸۲). طراحی مدل ریاضی چند دوره ای برنامه ریزی آرمانی جهت تأمین مالی بهینه شرکت ایران خودرو، تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد دانشگاه تربیت مدرس.
۱۶. عاملی، محمدجواد. (۱۴۱۷ق). مفتاح‌الکرامه فی شرح قواعد، ج ۴، بیروت، مؤسسه فقه الشیعه.
۱۷. فراهانی فرد، سعید. (۱۳۸۸). "اوراق سلف؛ ابزاری مناسب برای تأمین مالی و پوشش ریسک"، فصلنامه اقتصاد اسلامی، ش ۳۳، تهران.
۱۸. موسویان، سید عباس. (۱۳۸۶). ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)، تهران، پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.
۱۹. موسویان، سید عباس. (۱۳۸۹). "اوراق سلف؛ ابزاری مناسب برای تأمین مالی پروژه‌های بالادستی صنعت نفت"، فصلنامه اقتصاد اسلامی، شماره ۳۹، تهران.
۲۰. موسویان، سید عباس و شیرمردی، حسین. (۱۳۹۰). "شناسایی، طبقه‌بندی و اولویت‌بندی ریسک‌های اوراق بهادار مضاربه با تأکید بر فقه امامیه با رویکرد مدل‌سازی تصمیم‌گیری چند معیاره"، دوفصلنامه معرفت اقتصاد اسلامی، شماره ۵، تهران.
۲۱. قانون بازار اوراق بهادار
۲۲. نجفی، محمدحسن. (بی‌تا). جواهر الکلام فی شرح شرائع الإسلام، ج ۲۴، بیروت، دار احیاء التراث العربی.
۲۳. نظری پور، محمد و همکاران. (۱۳۹۱). "مطالعه رفتار تأمین مالی شرکت‌های خودروسازی فعال در بورس اوراق بهادار"، فصلنامه حسابداری مالی، دوره ۴، شماره ۱۴، تهران.

24. AAOIFI. (2002). Investment Sukuk: Exposure Draft, Shariah Standard, Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institution. No 18.
25. Adam, Nathif J, Thomas, Abdulkader. (2005). Islamic Bonds: Your Guide to Issuing, Structuring and Investing in Sukuk, Euromoney Books, London.
26. Al Bashir, Muhammad. Al Amin, Muhammad. (2007). "Sukuk Markt: Innovations and challenges", Islamic Economic Studies, Vol 15, No. 2. January.
27. Obaidullah, Mohammed. (2005) . Islamic Financial Services, Jaddah, King Abdulaziz.
28. Ijlal Ahmed Alvi. (2015). Global Sukuk Market Trends & Findings from IIFM Sukuk Report, 4th Edition, IIFM Sukuk Report, available at www.IIFM.net.
29. Sanders. (2007). Financial Institution Management , 4th ed , McGraw-Hill.
30. Shusak, Aroonpoolsup. (2012). Islamic Financial Markets: Performance and Prospects, Aligarh Muslim University, Aligarh (India).
31. Wilson, Rodney. (2010). Islamic Bonds: Your Guide to Issuing, Structuring and Investing in Sukuk, UK: Institute for Middle Eastern and Islamic Studies, University of Durham.