

## اوراق سلف موازی؛ ابزاری مناسب برای تأمین مالی مسکن<sup>۱</sup>

حسین شیرمردی احمدآباد\*

کامران ندری\*\*

### چکیده

بخش مسکن به عنوان موتور محرک اقتصاد به شمار می‌رود و بیش از ۱۲۰ صنعت به طور مستقیم و غیرمستقیم با آن در ارتباط می‌باشد. تقویت مالی این بخش، رونق سایر حوزه‌های مرتبط را به دنبال دارد و هرگونه ایجاد اختلال در آن، افزون بر ایجاد بحران مالی و به دنبال آن بحران اقتصادی و اجتماعی در جامعه، دستیابی به اهداف ۲۰ ساله کشور در افق ۱۴۰۴ را ناممکن خواهد کرد. به همین دلیل تأمین مالی بخش مسکن به ویژه در شرایط تنگناهای اعتباری، یکی از دغدغه‌های اصلی نهادهای سیاست‌گذار و اجرایی کشور بوده است. در کشور ما بازارهای مالی مسکن هنوز بسیار ضعیف و سنتی هستند و غالباً توسط بانک مسکن، تأمین مالی و تجهیز می‌شوند.

این مقاله با رویکرد کاربردی و با استفاده از مطالعات کتابخانه‌ای و روش توصیفی-تحلیلی به دنبال تبیین و بررسی تطابق اوراق سلف موازی استاندارد مسکن با معیارهای مالی و اقتصادی است. یافته‌های تحقیق نشان می‌دهد با توجه به ترکیب قراردادهای سلف موازی استاندارد و حواله، اوراق سلف مسکن طبق مهم‌ترین معیارهای اقتصاد خرد شامل تطابق با اهداف و انگیزه‌های مشتریان، تناسب با روحیات و سلاقی سرمایه‌گذاران، میزان نقدشوندگی اوراق و درجه کارایی، همچنین از جهت مهم‌ترین معیارهای اقتصاد کلان شامل اثرگذاری بر روی رشد و توسعه اقتصادی، عدالت توزیعی و قابلیت برای اجرای سیاست‌های پولی و مالی می‌تواند به عنوان ابزار مالی مناسب در بازار سرمایه کشور، جهت تأمین مالی بخش مسکن به کار گرفته شود.

**واژگان کلیدی:** تأمین مالی مسکن، ابزارهای مالی اسلامی، صکوک، سلف موازی استاندارد، اوراق سلف مسکن.

طبقه‌بندی JEL: D14, D53, G23, R51

۱. این مقاله برگرفته از طرح نخبگان وظیفه با حمایت پژوهشکده پولی و بانکی است.

hosseinshirmardi@gmail.com

k.nadri@gmail.com

\*\* دانشجوی دکتری دانشگاه امام صادق (علیه السلام)

\*\* مدیر گروه بانکداری اسلامی پژوهشکده پولی و بانکی

تاریخ دریافت: ۱۳۹۴/۱۰/۲۹ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۵/۵/۱۷

## ۱. مقدمه

بخش مسکن به‌عنوان موتور محرک اقتصاد به‌شمار می‌رود و با ۷۸ بخش اقتصادی دیگر رابطه پیشین و با ۵۶ بخش دارای رابطه پسین اقتصادی است (عبده تبریزی، ۱۳۹۳، ص ۳). بنابراین سیاست‌گذاری نادرست در تأمین مالی بخش مسکن و در نظر نگرفتن توازن و تناسب در شیوه تأمین مالی در این بخش می‌تواند باعث بروز بحران مالی و به دنبال آن بحران اقتصادی و اجتماعی شود.

در حالت کلی الگوهای تأمین مالی بخش مسکن عبارتند از: بازار پول (نظام سپرده‌گذاری و اعطای تسهیلات) و بازار سرمایه (شامل: انواع صندوق‌های زمین، ساختمان و املاک، تبدیل کردن دارایی‌ها به اوراق بهادار، انتشار انواع اوراق بهادار و بازار رهن ثانویه). در کشورهای توسعه یافته به دلیل ارتباط و تعامل بسیار مناسبی که میان بخش مالی و بخش مسکن وجود دارد، روش‌های تأمین مالی متنوع و نوینی در حوزه مسکن به‌کار گرفته می‌شود؛ اما متأسفانه در کشور ما به دلیل عدم توسعه‌یافتگی بازار سرمایه و از طرفی تعامل نه‌چندان مناسب بخش‌های مختلف اقتصادی با یکدیگر، بازارهای مالی مسکن هنوز بسیار ضعیف و سنتی هستند و غالباً توسط بانک‌های دولتی و به‌طور خاص بانک مسکن، تأمین مالی و تجهیز می‌شود و تأمین مالی بخش مسکن از بازار سرمایه حجم بسیار ناچیزی را شامل می‌شود.

با توجه به مشکلات متعدد نظام تأمین مالی موجود به‌ویژه با حجم تقاضای مورد نیاز مسکن در کشور و در شرایطی که اتمام طرح‌های کلان ملی از قبیل مسکن مهر با مشکل تأمین مالی و اعتباری روبرو هستند؛ راهکارهای مناسب تأمین مالی مسکن خواهد توانست دغدغه همیشگی ذی‌نفعان بخش مسکن اعم از عموم مردم، دولت، بانک‌ها، بورس اوراق بهادار و شرکت‌های تأمین سرمایه، سرمایه‌گذاران بخش مسکن، سازندگان و انبوه‌سازان داخلی و خارجی، پیمانکاران و خریداران را برطرف کند.

از طرفی کاهش تولید مسکن بر روی مؤلفه‌های بسیاری در سطح کلان ملی و در سطح صنعت از قبیل نرخ رشد بخش صنایع وابسته و نرخ رشد اقتصادی کشور، نرخ بیکاری بخش مسکن و بخش‌های وابسته، قیمت مسکن و تغییرات سطح عمومی قیمت‌ها آثار نامطلوب خواهد داشت و از سویی دیگر عوامل مختلفی بر میزان منابع مالی مورد نیاز بخش مسکن و در پی آن میزان تولید و عرضه مسکن تأثیر گذاشته که این عوامل به نوعی جهت توجیه افزایش قیمت تمام شده از طرف مسکن‌سازان و به دنبال آن مشکلات متعدد در عمل به تعهدات مسکن‌سازان شده است. برخی از این عوامل عبارتند از: افزایش طبیعی حقوق و دستمزدها، افزایش نرخ تورم، نوسانات بازارهای مواد اولیه و مصالح ساختمانی (آهن آلات، سیمان و سایر مواد) به دلیل نوسانات قیمت‌های جهانی و نوسانات شدید ارزی، ارائه تسهیلات اعتباری گران‌قیمت به مشتریان.

طی سال‌های گذشته، راهکارهای مختلفی جهت تأمین مالی بخش مسکن به کار گرفته شده یا پیشنهاد شده که عبارتند از: تسهیلات کلان بانکی با نرخ سود پایین، انتشار اوراق مشارکت، تقبل درصدی از نرخ سود بانکی منابع مورد استفاده بخش مسکن توسط دولت، پیش‌فروش واحدهای مسکونی و تأسیس صندوق‌های رهنی و پس‌انداز، تأسیس صندوق‌های زمین و ساختمان؛ اما بخش مسکن 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 نیاز به بخش ساختمان و مسکن، سرمایه بانک‌ها افزایش متناسبی نداشته و سیستم بانکی نتوانسته است متناسب با فضای اقتصادی کشور، سرمایه مورد نیاز بخش مسکن را تأمین کند. لذا با توجه به مجموعه شرایط کلان ملی و بخش مسکن، بانک‌ها تسهیلات بلندمدت متناسب با قیمت به بخش مسکن نمی‌دهند و از طرفی ابزارهای بازار سرمایه قابل کاربرد در بخش مسکن محدود و این بخش مجبور است که عمده منابع مورد نیاز را از طریق آورده نقدی سرمایه‌گذاران تأمین کند و به این ترتیب شرکت‌های مسکن‌ساز برای اجرای طرح‌های بزرگ خود هیچ منابع بلندمدتی در اختیار ندارند و این کمبود نقدینگی در بخش مسکن، باعث رکود در بخش ساخت مسکن خواهد شد.

با توجه به مشکلات یادشده، به نظر می‌رسد راهکار جدیدی که بتواند منابع مالی مورد نیاز بخش مسکن 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 پیش‌نیاز تطابق معیارهای فقهی و اقتصادی جهت موفقیت ابزارهای مالی در کشور، روش‌های تأمین مالی پیشنهادی باید از نظر معیارهای فقهی، تخصصی و اقتصادی قابلیت کاربرد داشته باشند؛ لذا این پژوهش به دنبال تبیین و بررسی تطابق اوراق سلف موازی استاندارد مسکن با معیارهای مالی و اقتصادی است. از آنجایی که این پژوهش به طراحی یکی از روش‌های تأمین مالی بخش مسکن می‌پردازد کاربردی است. در این تحقیق از مطالعات کتابخانه‌ای در گردآوری اطلاعات مقدماتی و از روش توصیفی-تحلیلی در تبیین و بررسی ابعاد تخصصی مدل‌های عملیاتی اوراق سلف مسکن شامل ابعاد اقتصادی، مالی و ریسک استفاده می‌شود.

## ۲. پیشینه تحقیق

تاکنون در زمینه تأمین مالی مسکن از طریق ابزارهای مالی اسلامی و همچنین در زمینه بررسی فقهی و طراحی مالی اوراق سلف، مطالعاتی صورت گرفته که در ذیل به برخی از پژوهش‌های مرتبط اشاره می‌شود:

اسلامی بیدگلی و فاضلیان (۱۳۸۴) برخی از روش‌های اسلامی از جمله مباحه در قالب

فروش اقساطی، اجاره به شرط تملیک و مشارکت تناقصی را به تفکیک در بانک‌ها بررسی کرده‌اند؛ مجتهد (۱۳۸۷) با مروری بر شیوه‌های تأمین منابع در سیستم اعتباری مسکن در سایر کشورها، امکان استفاده از روش‌های تخصیص منابع در بازار تأمین مالی مسکن در ایران را بررسی می‌کند؛ سروش (۱۳۸۷) با بررسی اوراق بهادار با پشتوانه تسهیلات رهنی ابزاری جایگزین با عنوان اوراق مشارکت رهنی جهت تأمین مالی بانک‌ها به‌ویژه در بخش مسکن را پیشنهاد می‌دهد؛ معصومی‌نیا و شهیدی نسب (۱۳۸۸) به بررسی فقهی و طراحی مدل عملیاتی بانکی و اوراق مالی مبتنی بر مشارکت کاهنده در بخش‌های مختلف از قبیل مسکن می‌پردازند؛ جعفری و اله‌قلی (۱۳۸۸) با بررسی ساختار بازار رهنی ایالات متحده و اروپا، با معرفی اوراق رهنی، ساختار پیشنهادی را برای انتشار اوراق در بازار کشور ارائه می‌دهند؛ علی‌زاده و سیف‌الدینی (۱۳۸۸) الزامات اصلی تبدیل به اوراق بهادارسازی دارایی‌های ملکی آماده بهره‌برداری و در حال ساخت را بررسی و ویژگی‌های هر کدام از این انواع تبدیل به اوراق بهادارسازی را تشریح کرده‌اند؛ موسویان (۱۳۸۸) با بررسی فقهی انواع اوراق استصناع، مدل پیشنهادی استفاده از این اوراق در تأمین مالی مسکن را ارائه می‌دهد؛ فراهانی‌فرد (۱۳۸۸) معامله اوراق سلف در بازار اولیه کشور را از نظر شرعی بدون اشکال می‌داند و برای رفع مشکل شرعی بازار ثانویه راهکارهایی را ارائه می‌دهد؛ موسویان (۱۳۸۹) با بررسی و نقد راهکارهای رفع مشکل شرعی بازار ثانویه اوراق، برای اولین بار مدل عملیاتی قرارداد ترکیبی سلف موازی استاندارد و حواله را با عنوان مدل اوراق سلف، جهت تأمین مالی پروژه‌های بالادستی صنعت نفت پیشنهاد می‌کند؛ آدامز و توماس (۲۰۰۵) در کتاب صکوک؛ ساختارها و الگوها، الگوهای مختلف صکوک را همراه با ریسک‌های برخی ساختارها بررسی کرده‌اند؛ البشیر و الأمین (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 کرده‌اند؛ ادیب و کبیر (۲۰۱۱) در مقاله «قابلیت استفاده از مشارکت تناقصی در تأمین مالی مسکن» با بررسی مزایای عقد مشارکت تناقصی برای تأمین‌کننده مالی و مشتری نسبت به دیگر روش‌های مرسوم، امکان استفاده از این عقد را در تأمین مالی مسکن بررسی کرده‌اند. پژوهش‌های یادشده به‌طور عمده روش‌هایی از تأمین مالی را برای بخش‌های متعدد و از جمله بخش مسکن بررسی کرده‌اند و در طراحی به‌عنوان ابزار مالی بحثی ارائه نداده‌اند و یا اینکه به ابزار مالی پیشنهادی تنها از زاویه دید اعتبار برای بانک‌ها نگرسته‌اند.

از آنجا که 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؛ ولی پژوهش‌های پیشین در طراحی اوراق سلف به‌طور عمده بر بررسی‌های فقهی اوراق سلف و آن هم در صنعت نفت متمرکز است و کمتر به بررسی تخصصی و اقتصادی این اوراق و کاربردی کردن آن در سایر حوزه‌ها پرداخته‌اند. هم‌اکنون از یک سو 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 حتی پس از چند سال از ابلاغ دستورالعمل‌های مربوطه و گرفتن مجوزهای قانونی لازم در صنعت نفت، اوراق سلف نفتی در بازارهای مالی کشور اجرایی نشده و از طرف دیگر یکی از زمینه‌های جدی و مشکلات اساسی تأمین مالی کشور، در حوزه مسکن است. مهم‌ترین نوآوری مقاله در این است که با مطالعه موضوع‌شناسی بخش مسکن و با بهره‌گیری از بررسی‌های فقهی پژوهش‌های پیشین و مصوبات کمیته فقهی سازمان بورس، نشان می‌دهد که اوراق سلف با تطابق بر معیارهای تخصصی می‌تواند به بهترین شکل نیازهای کوتاه‌مدت و بلندمدت این بخش را تأمین مالی کند.

### ۳. پیشینه

#### ۳-۱. تجربه اوراق بهادار اسلامی

در سه دهه اخیر با گسترش بازارهای مالی در کشورهای مسلمان، نیاز به تأسیس نهادها و ابزارهای جدیدی احساس می‌شود. اما از آنجا که مسلمانان برای فعالیت در امور اقتصادی و هر نوع داد و ستد مالی باید طبق احکام شریعت عمل کنند، از این رو بسیاری از ابزارهای رایج، قابلیت به‌کارگیری در کشورهای اسلامی را ندارند؛ از این رو متخصصان مالی اسلامی، بر مبنای عقود اسلامی، ابزارهای مالی اسلامی را در انواع و گونه‌های عملیاتی مختلف طراحی و اجرایی کرده‌اند. اوراق بهاداری که بر مبنای عقود اسلامی شکل می‌گیرند را ابزارهای مالی اسلامی یا صکوک می‌گویند.

از بین انواع عقود اسلامی «سازمان حسابرسی و بازرسی نهاد های مالی اسلامی» در استاندارد شریعت شماره ۱۷، چهارده نوع را برای صکوک سرمایه‌گذاری ارائه می‌دهد (AAOIFI, 2002). در حالت کلی ابزارهای مالی اسلامی در سه دسته ابزارهای غیرانتفاعی از قبیل اوراق قرض الحسنه، اوراق وقف، ابزارهای انتفاعی با بازده معین از قبیل اوراق مرابحه، اوراق اجاره، اوراق سلف و اوراق استصناع و ابزارهای انتفاعی با بازدهی انتظاری از قبیل اوراق مشارکت، اوراق مضاربه، اوراق مزارعه و اوراق مساقات تقسیم‌بندی می‌شوند.

امروزه با توجه به جمعیت کشورهای اسلامی 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 کشورهایی از قبیل آمریکا، آلمان، انگلیس و ژاپن منتشر می‌شود تا جایی که مجموع حجم انتشار صکوک از ۱،۱۷۲،۱۴۲ میلیون دلار در سال ۲۰۰۱ با رشد حدود ۶۳۰ برابری در کمتر از ۱۵ سال به مبلغ ۷۳۷،۱۴۲ میلیون دلار تا ماه مارس سال ۲۰۱۵ رسیده است (اجلال احمد الوای،<sup>۱</sup> ۲۰۱۵، ص ۶).

ولی با وجود این حجم انتشار و تنوع اوراق بهادار اسلامی در بازارهای جهانی، تاکنون در بازار سرمایه ایران از بین انواع مختلف ابزارهای مالی اسلامی تنها اوراق مشارکت از سال ۱۳۷۳، اوراق اجاره از اسفند سال ۱۳۸۹، اوراق مرابحه از اسفند سال ۱۳۹۱، اوراق سلف سنگ آهن از سال ۱۳۹۳ و اوراق استصناع از سال ۱۳۹۴ در دفعات محدود و حجم ناچیز نسبت به میزان تأمین مالی در کل کشور اجرایی شده که از این اوراق تاکنون در بخش مسکن تنها از اوراق مشارکت و اجاره در حجم بسیار محدود استفاده شده است. به نظر می‌رسد اوراق سلف می‌تواند از سویی بخش مسکن کشور را سامان دهد و از سوی دیگر با جذب منابع مالی، بازار سرمایه کشور را توسعه دهد. لذا ابتدا قرارداد سلف را به عنوان عقد پایه سلف بیان کرده و سپس به مدل‌های عملیاتی اوراق سلف پرداخته می‌شود.

### ۳-۲. 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. بنابراین پرداخت وجه، به طور نقدی (آنی) انجام می‌شود؛ اما تحویل کالا برای مدت مشخصی به تعویق می‌افتد (پهلوان و رضوی، ۱۳۸۵، ص ۲۹). 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 ثانویه حضور یابند؛ اما در معاملات سلف موازی، هم‌زمان با عقد قرارداد سلف موازی، عقد حواله‌ای منعقد می‌شود که براساس آن فروشنده تحویل دارایی پایه را به عرضه‌کننده حواله می‌کند و عرضه‌کننده متعهد به تحویل دارایی پایه براساس حواله مذکور خواهد بود. برای نشان دادن استقلال معاملات از یکدیگر، می‌توان زمان واگذاری برگه حواله، پشت برگه حواله به استقلال معامله فروشنده تصریح کرد.

1. Ijlat Ahmed Alvi

### ۳-۳. ملاک‌های انتخاب دارایی پایه قرارداد سلف موازی

کالاهایی که به‌عنوان دارایی پایه قرارداد سلف انتخاب می‌شوند باید ویژگی‌هایی داشته باشند. شاخص‌هایی وجود دارند که مربوط به ویژگی‌های ذاتی دارایی پایه و وضعیت بازار آن دارایی هستند؛ از جمله بازار نقدی قوی برای دارایی پایه، فعالان احتمالی زیاد در بازار معاملات، نوسانات قیمت دارایی پایه، وجود نیاز به تأمین مالی تولیدکننده در مورد آن کالا، وجود امکان خرید دارایی برای عموم افراد و نبود محدودیت قیمتی برای دارایی پایه (ناصرپور و هاشمی، ۱۳۹۱، ص ۱۶۶).

به نظر می‌رسد که مسکن با دارا بودن ملاک‌های بالا قابلیت به‌کارگیری به‌عنوان دارایی پایه سلف را داشته باشد؛ چراکه از طرفی با دارا بودن فراوانی و حجم معاملات بالا و البته فعالان زیاد درگیر در معاملات مسکن که غالب افراد جامعه را تشکیل می‌دهد، بازار نقد قوی دارد و محدودیت قیمتی خاصی نداشته و مکانیسم بازار، قیمت را تعیین می‌کند. نوسان‌پذیری قیمت مسکن هم در طول سالیان متمادی با جذب سرمایه‌گذاران مختلف حتی در برخی موارد مسکن را از یک دارایی صرفاً مصرفی به دارایی سرمایه‌ای تبدیل کرده است. از سوی دیگر آنچنان که در سال‌های اخیر هم مشاهده شد، مشکل و نیاز اصلی تولیدکنندگان و عرضه‌کنندگان مسکن تأمین نقدینگی و منابع مالی برای تولید و اتمام واحدهای مسکونی بوده است.

### ۳-۴. وجه تمایز سلف با قراردادهای آتی

بنا به تعریف، 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 خرید و فروش در لحظه انعقاد قرارداد انجام می‌گیرد و در زمان مشخص در آینده کالا تحویل داده می‌شود؛ وجه تفاوت دوم در این است که در معاملات آتی وجه خرید کامل در هنگام قرارداد پرداخت نمی‌شود و فقط جهت اطمینان از عدم نکول طرفین، سازوکارهایی از قبیل وجه تضمین و حساب ودیعه وجود دارد؛ اما بنا به نظر مشهور فقها در معاملات سلف وجه سلف به‌طور کامل در لحظه انعقاد قرارداد پرداخت می‌شود (توضیح المسائل مراجع، ۱۳۸۶، ص ۲۰۵). بنابراین به نوعی در سلف امکان تأمین مالی نیز برای فروشنده دارایی وجود دارد؛ در حالی که این امکان در معاملات آتی وجود ندارد؛

سومین وجه تمایز در این است که قراردادهای آتی کارکرد پوشش ریسک را برای طرفین قرارداد به‌طور کامل خواهد داشت؛ اما در مورد قراردادهای سلف این ابزار با سازوکاری که در بورس کالا برای اجرا دارد، کارکرد پوشش ریسک را به‌طور کامل برای فروشنده فراهم می‌کند؛ اما اصولاً نمی‌تواند کارکرد پوشش ریسک را برای خریدار به‌طور کامل ایفا کند. زیرا در صورت تحویل با

تأخیر و یا حتی عدم تحویل کالا از طرف فروشنده سلف کالا، خریدار تنها می‌تواند اقدام به فسخ قرارداد با دریافت جرایم مندرج در دستورالعمل پایاپای بورس کالا کند که اگر این جرایم به اندازه مابه‌التفاوت قیمت سلف و قیمت نقد بازار نباشد نمی‌تواند جبران‌کننده نکول فروشنده باشد. البته در دستورالعمل معاملات سلف موازی استاندارد این نقیصه رفع شده و امکان تسویه نقدی در صورت عدم تحویل دیده شده است که تا حد زیادی بحث اطمینان طرف خریدار از پوشش ریسک قیمت را فراهم می‌کند (ناصرپور و هاشمی، ۱۳۹۱، ص ۱۶۵)؛

وجه تمایز چهارم در این است که به جهت کافی بودن تضامین برای نوسانات قیمت دارایی پایه در قراردادهای آتی محدودیت قیمتی وجود دارد، اما در قرارداد سلف محدودیت قیمت موضوعیتی ندارد.

### ۳-۵. اوراق سلف

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

هرگاه از عقد سلف فقط به منظور تأمین مالی استفاده شود مانند آنچه که در الگوی عملیاتی اوراق سلف دیگر کشورهای اسلامی از قبیل بحرین و سودان عمل می‌شود و درصدد پدید ساختن بازار ثانویه برای آن نباشیم، مشکل خاصی از جهت فقهی پیش نمی‌آید. حال اگر بخواهیم بازار ثانویه برای اوراق سلف ایجاد کنیم، این مسئله بر این مبتنی است که بتوان کالایی را که به صورت سلف خریداری و قیمت آن نیز پرداخت شده، پیش از سررسید در بازار ثانویه فروخت؛ اما با توجه به اینکه یکی از احکام اختصاصی سلف، ممنوعیت فروش مبیع پیش از سررسید آن هم به شخص ثالث است، اوراق سلف از نظر فقهای اهل سنت و نیز فقهای شیعه غیرقابل معامله ثانویه می‌باشند (فراهانی فرد، ۱۳۸۸، ص ۲۱). صاحب‌نظران برای رفع این مشکل راه‌های مختلفی را پیشنهاد کرده‌اند (توضیح المسائل مراجع، ۱۳۸۶، ص ۲۰۷). موسویان (۱۳۸۹) با نقد راهکارهای ارائه شده در تحقیقات پیشین جهت رفع مشکل شرعی بازار ثانویه 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.

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 کرده 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 این قرارداد باید نقدی در مهلت تسویه و طبق مشخصات قرارداد پرداخت و دارایی پایه در سررسید تحویل شود. در طول دوره معاملاتی قرارداد، خریداران می‌توانند به فروش قرارداد سلف موازی استاندارد به میزان خریداری شده به شخص دیگری اقدام کنند. این دو قرارداد از هم مستقل هستند و فروشنده به استناد گواهی سلف موازی استاندارد، خریدار را به فروشنده اولیه (شرکت ملی نفت ایران) جهت تحویل فیزیکی حواله می‌دهد. در این حالت پذیرنده 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، ص ۳). مبنای فقهی پژوهش حاضر مصوبات کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار خواهد بود.

### ۳-۶. تجربه اوراق سلف کشورهای اسلامی

صکوک سلف نخستین بار در بحرین منتشر شده است. 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 آمریکا، 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، ص ۹). کشور دیگری که از این ابزار استفاده کرده است، سودان است. بانک مرکزی این کشور، قراردادی به مبلغ ۶۵ میلیون یورو با شرکت سرمایه‌گذاری سودان از راه اوراق سلف نفت به مدت سه سال منتشر کرد، در این قرارداد هشت بانک خارجی و دو بانک محلی مشارکت داشتند (موسویان، ۱۳۹۰، ص ۹۴). کشورهای معدود دیگری نیز اوراق سلف منتشر کرده‌اند. بنا به گزارش سازمان بازارهای بین‌المللی مالی اسلامی، سهم صکوک سلف از صکوک داخلی در کشورهای جهان تا ماه مارس سال ۲۰۱۵ تنها ۱ درصد می‌باشد (اجلال احمد، ۲۰۱۵، ص ۶). از دلایل اصلی این میزان کم در حجم انتشار صکوک سلف، مشکل شرعی در ایجاد بازار ثانویه برای این اوراق در کشورهای اسلامی است که عدم تقاضا و عدم نقدشوندگی این اوراق را از طرف عموم سرمایه‌گذاران در پی داشته است.

### ۳-۷. ماهیت اوراق سلف

در اوراق سلف، بانی (بنگاه اقتصادی بخش دولتی یا خصوصی) با انتخاب شرکت واسط (ناشر)، طرح خود مبنی بر پیش‌فروش مقدار معینی محصول تولیدی مانند نفت، گاز، مس، آلومینیوم، فولاد یا واحد مسکونی را مطرح می‌کند. واسط با تهیه امیدنامه، ویژگی‌های طرح، مانند مقدار، جنس، نوع، سررسید،

قیمت سلف و قیمت انتظاری فروش کالا در سررسید و... را تعریف می‌کند و 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 اوراق سلف منتشر می‌کند و به وسیله بانک یا شرکت تأمین سرمایه معتبری به سرمایه‌گذاران (خریداران اوراق) واگذار و وجوه سرمایه‌گذاران را تجهیز می‌کند. آنگاه با وکالت از طرف آنان کالای مورد نظر را از بانی (دولت یا بنگاه اقتصادی) به صورت سلف می‌خرد 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 می‌گیرد و 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).

### ۳-۸. مدل عملیاتی اوراق سلف موازی مسکن

در اوراق سلف موازی استاندارد مسکن بانی (مسکن‌ساز) با انتخاب مؤسسه واسط از بین مؤسسات واسط مورد پذیرش شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه، طرح خود مبنی بر پیش‌فروش تعداد معینی واحد مسکونی را مطرح می‌کند. واسط با تهیه امیدنامه، ویژگی‌های طرح مانند تعداد، نوع و خصوصیات مهم واحد مسکونی، سررسید، قیمت سلف و قیمت انتظاری فروش واحد مسکونی در سررسید را تعریف می‌کند و در اختیار مؤسسه رتبه‌بندی اعتبار قرار می‌دهد. مؤسسه با مطالعه امیدنامه، رتبه اعتباری طرح و اوراق را مشخص می‌کند.

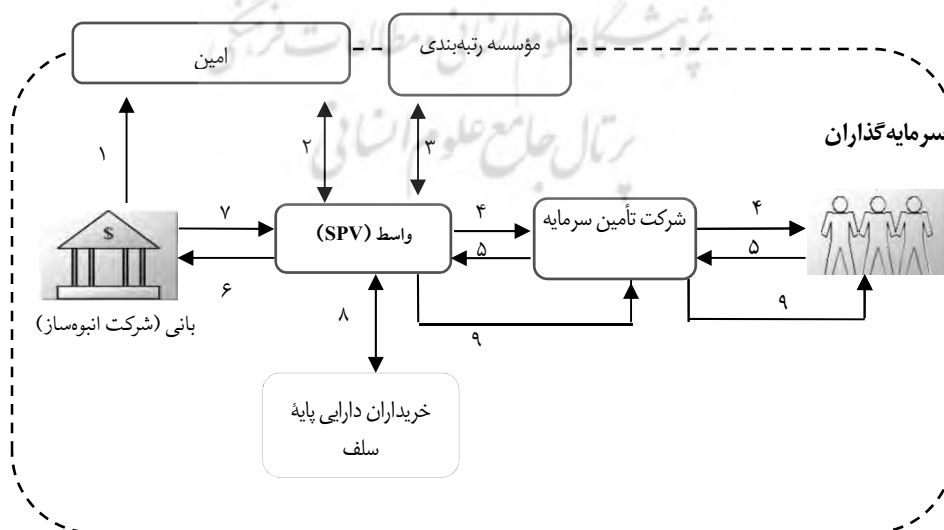
سپس واسط با توافق بانی، مؤسسه‌ای معتبر را در جایگاه امین انتخاب می‌کند تا تمام مراحل طرح را نظارت و کنترل کند. بعد از موافقت امین، واسط با کسب مجوز از سازمان بورس و اوراق بهادار، اوراق سلف منتشر می‌کند و به وسیله شرکت تأمین سرمایه اوراق را به سرمایه‌گذاران (خریداران اوراق) واگذار و وجوه آنها را دریافت می‌کند. آنگاه با وکالت از طرف آنان تعداد واحد مسکونی مورد نظر را از بانی (مسکن‌ساز) به صورت سلف می‌خرد و قیمت آن را می‌پردازد.

بانی براساس قرارداد سلف متعهد است تعداد واحد مسکونی فروخته شده را در سررسید به واسط تحویل دهد. واسط به وکالت از طرف سرمایه‌گذاران واحدهای مسکونی را تحویل می‌گیرد و به دارندگان تعداد کافی از اوراق تحویل می‌دهد و واحدهای باقی‌مانده را در بازار نقد به خریداران می‌فروشد. سپس وجوه حاصل از فروش واحد مسکونی را پس از کسر کارمزد معین به دارندگان اوراق باقی‌مانده می‌پردازد و اوراق سلف را تسویه می‌کند.

به‌طور مثال، فرض کنید شرکت انبوه‌ساز الف برای تأمین مالی مورد نیاز خود قصد پیش‌فروش ده هزار واحد مسکونی را به قیمت هر واحد مسکونی ۷۵۰ میلیون ریال به سررسید سه ساله را دارد. برای این منظور نهاد واسطی را از میان مؤسسات واسط مورد پذیرش شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه انتخاب می‌کند. واسط با تهیه امیدنامه و کسب مجوزهای لازم از مؤسسه رتبه‌بندی، مؤسسه امین و سازمان بورس و اوراق بهادار، اوراق هم‌شکلی به ارزش اسمی ۷۵۰۰ میلیارد ریال منتشر و به‌وسیله بانک یا شرکت تأمین سرمایه به سرمایه‌گذاران واگذار می‌کند. سپس با آن وجوه ده هزار واحد مسکونی را از مسکن‌ساز مربوطه پیش‌خرید می‌کند و در سررسید ده هزار واحد مسکونی را تحویل می‌گیرد و به تسویه فیزیکی یا نقدی می‌پردازد. اگر فرض شود قیمت هر واحد مسکونی در سررسید ۸۵۰ میلیون ریال باشد، صاحبان اوراق در مجموع به مقدار هزار میلیارد ریال سود ناخالص خواهند داشت که بعد از کسر کارمزد به دارندگانی که تسویه فیزیکی نکرده‌اند، مبالغ به صورت نقدی پرداخت می‌شود.

البته با توجه به قیمت بالای واحد مسکونی و جهت توسعه بیشتر و همچنین جذب سرمایه‌گذاران با مبالغ خرد، می‌توان مثلاً ارزش اسمی هر برگه سلف را به قیمت ۱ میلیون ریال قرار داد؛ یعنی هر ۷۵۰ برگه به قیمت یک واحد مسکونی؛ لذا فرد در سررسید در صورتی می‌تواند اقدام به تسویه فیزیکی واحد مسکونی کند که حداقل ۷۵۰ برگه از اوراق سلف را داشته باشد؛ در غیر این صورت شرکت واسط واحدهای مسکونی را می‌فروشد و معادل سهم ریالی آن فرد را به او پرداخت می‌کند. با این کار اقبال سرمایه‌گذاران خرد و کلان به این اوراق افزایش پیدا خواهد کرد.

مدل عملیاتی اوراق سلف مسکن



### ۳-۹. ارکان اصلی در فرآیند انتشار اوراق سلف مسکن

در معامله‌های مرتبط با اوراق سلف مسکن، 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:

#### ۳-۹-۱. بانی

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

#### ۳-۹-۲. واسط (ناشر، وکیل)

نهاد واسط در قالب حقوقی شرکت با مسئولیت محدود، توسط شرکت مدیریت دارایی مرکزی تشکیل می‌شود. فعالیت نهاد واسط و اداره آن براساس قانون تجارت و اساسنامه شرکت انجام می‌شود (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 می‌کند. رابطه حقوقی واسط با متقاضیان اوراق رابطه وکالت است.

#### ۳-۹-۳. 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 می‌کنند. به عبارت دیگر، دارندگان اوراق سلف در واقع، مالکان مشاع واحدهای مسکونی موضوع سلف 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 به‌عنوان حواله آنان به بانی از بازار خارج شوند. خریداران سلف موازی استاندارد، به مقتضای حواله، مالکان جدید واحدهای مسکونی موضوع سلف، خواهند بود.

#### ۳-۹-۴. امین

امین شخص حقوقی که حافظ منافع سرمایه‌گذاران است 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.

## ۳-۹-۵. شرکت تأمین سرمایه

شرکت تأمین سرمایه به‌عنوان کارگزار از سوی شرکت واسط اوراق بهادار سلف را پذیرهنویسی می‌کند و این پذیرهنویسی به دو روش امکان‌پذیر 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 تعهد پذیرهنویسی، شرکت تأمین سرمایه تعهد می‌کند، در صورتی که تعدادی از اوراق سلف فروش نرفت، خود شرکت تأمین سرمایه، آنها را بخرد (قانون بازار اوراق بهادار، ماده ۱، بند ۲۹).

## ۳-۹-۶. شرکت رتبه‌بندی اعتباری

شرکت رتبه‌بندی اعتباری مؤسسه‌ای است که با گرفتن مجوز فعالیت از سازمان بورس و اوراق بهادار به رتبه‌بندی اعتباری شرکت بانی و اوراق سلف اقدام می‌کند. در حال حاضر به دلیل وجود اوراق با درآمد ثابت و عموماً دولتی و شبه دولتی در بازار، شرکت‌های رتبه‌بندی در بازار سرمایه کشور وجود ندارند؛ اما با توسعه و تنوع ابزارهای مالی و شرکت‌های بانی، تأسیس شرکت‌های رتبه‌بندی در بازار سرمایه ضروری است.

## ۳-۹-۷. ضامن

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

## ۳-۹-۸. حسابرس

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

## ۳-۹-۹. بازارگردان

کارگزار/معامله‌گر است که با گرفتن مجوز لازم با تعهد به افزایش نقدشوندگی 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.

## ۳-۱۰. روابط حقوقی و مالی اوراق سلف مسکن

با توجه به مدل عملیاتی اوراق سلف مسکن، روابط حقوقی و مالی اوراق سلف مسکن به شرح زیر می‌باشد:

۳-۱۰-۱. بانی طرح فروش سلف تعداد معینی واحد مسکونی را شناسایی می‌کند و با تنظیم امیدنامه مربوطه، به امین معتبری مراجعه می‌کند و تقاضای انتخاب مؤسسه واسط (ناشر) مناسب برای اجرای طرح را می‌دهد؛

۳-۱۰-۲. مؤسسه امین با مطالعه امیدنامه و با هماهنگی بانی، مؤسسه واسط (ناشر) را انتخاب و موافقت خود مبنی بر نظارت و کنترل واسط در به‌کارگیری وجوه مطابق امیدنامه برای خرید سلف تعداد معینی واحد مسکونی از بانی و دفاع از حقوق دارندگان اوراق را اعلام می‌کند؛

۳-۱۰-۳. مؤسسه واسط جزئیات امیدنامه طرح خرید سلف تعداد واحد مسکونی معین شده را بررسی و موافقت خود برای اجرای طرح را اعلام می‌کند و امیدنامه را جهت رتبه‌بندی در اختیار مؤسسه رتبه‌بندی معتبر قرار می‌دهد و مؤسسه رتبه‌بندی اعتبار، با بررسی امیدنامه، اعتبار بانی و طرح خرید سلف واحدهای مسکونی مورد نظر را برآورد می‌کند و براساس آن میزان ریسک اوراق سلف را تعیین می‌کند؛

۳-۱۰-۴. واسط، بعد از کسب مجوزهای لازم از سازمان بورس و اوراق بهادار، اوراق را منتشر و آنها را از راه شرکت تأمین سرمایه به مردم (سرمایه‌گذاران مالی) واگذار می‌کند؛

۳-۱۰-۵. واسط به‌وسیله شرکت تأمین سرمایه وجوه سرمایه‌گذاران مالی را جمع‌آوری می‌کند؛

۳-۱۰-۶. واسط زیر نظر مؤسسه امین با پرداخت مبلغ، تعداد واحد مسکونی مورد نظر را از بانی پیش‌خرید می‌کند؛

۳-۱۰-۷. واسط در سررسید سلف، زیر نظر مؤسسه امین، تعداد واحد مسکونی معین شده را از بانی تحویل می‌گیرد؛

۳-۱۰-۸. واسط (ناشر) زیر نظر مؤسسه امین، واحدهای مسکونی را به دارندگان تعداد معین شده اوراق تحویل می‌دهد و باقیمانده را به صورت نقد می‌فروشد و قیمت آن را دریافت می‌کند؛

۳-۱۰-۹. واسط وجوه حاصل از فروش واحدهای مسکونی را که به‌طور معمول بالاتر از قیمت سلف آن است؛ پس از کسر حق‌الوکاله شرکت تأمین سرمایه به سرمایه‌گذاران مالی می‌پردازد.

## ۳-۱۱. مزایای اوراق سلف مسکن نسبت به اوراق مشارکت

در حوزه مسکن تاکنون از میان انواع اوراق بهادار اسلامی تنها اوراق مشارکت و اجاره به کار گرفته شده است. اوراق مشارکت از ابزارهای با بازدهی انتظاری است و دارندگان اوراق مشارکت در حقیقت باید در سود و زیان طرح شرکت داده شوند؛ اما در اوراق سلف چنین قیدی وجود ندارد بلکه اصولاً یکی از کارکردهای اصلی این اوراق جلوگیری از سرایت زیان عملکرد مدیریت فروشنده اوراق سلف به خریداران این اوراق می باشد و از آنجا که بیشتر سرمایه گذاران معمولی ریسک گریز می باشند، قابلیت جذب بیشتر سرمایه گذاران را خواهد داشت.

مهم ترین مزیتی که اوراق سلف از منظر بانی نسبت به اوراق مشارکت دارد این است که در اوراق سلف وجوه سلف با هزینه تأمین مالی تقریباً معین، در ابتدای دوره مانند عقد بیع به مالکیت بانی در می آید و بانی در مصرف وجوه حاصل از انتشار اوراق سلف محدودیتی نداشته (توضیح المسائل مراجع، ۱۳۸۴، ص ۲۰۴-۲۰۹) و می تواند به تشخیص خود به امور مختلفی از قبیل سرمایه گذاری در طرح های زیربنایی و انجام سایر پروژه ها، تأمین مصالح مورد نیاز، تأمین سرمایه در گردش و پرداخت مطالبات سررسید شده، پرداخت سود به سهامداران و حتی سایر سرمایه گذاری های اقتصادی بپردازد؛ اما در اوراق مشارکت، بانی به نوعی با پرداخت هزینه تأمین مالی متغیر و نامعلوم تا انتهای پروژه، ملزم است که منابع حاصل را تحت نظر امین در پروژه از پیش توافق شده مصرف کند.

به عبارت بهتر اوراق سلف، اوراق تأمین مالی شرکت است؛ در حالی که اوراق مشارکت، اوراق تأمین مالی پروژه است. از طرفی در اوراق سلف موازی استاندارد از نظر تأمین مالی، سررسید مؤثر منابع حاصل برای بانی بلندمدت تر خواهد بود، زیرا بانی در اوراق مشارکت به نوعی ملزم به پرداخت سود علی الحساب در طی دوره است و در آخر دوره مشارکت نیز با محاسبه دقیق باید مابه التفاوت سود یا زیان طرح را تسویه کند؛ اما در اوراق سلف، بانی هیچ سودی را طی دوره پرداخت نمی کند و تنها در آخر دوره با سازوکارهای خاص تسویه، ملزم به تحویل مسکن معین شده به سرمایه گذاران است.

امتیاز دیگر این ابزار مالی، این است که افزون بر تأمین مالی، برای پوشش ریسک نیز به کار می رود و سرمایه گذار یا نهادی که به مسکن نیاز دارد و از طرفی دغدغه افزایش قیمت یا کمبود عرضه مسکن را در آینده دارد، می تواند با پیش خرید تعداد مسکن مورد نیاز، خود را در برابر ریسک های مختلفی از قبیل نوسانات قیمت مسکن و مصالح ساختمانی پوشش دهد.

### ۳-۱۲. وجوه تمایز اوراق سلف مسکن نسبت به اوراق استصناع مسکن

در باب ماهیت عقد استصناع و همچنین انواع اوراق استصناع بین فقهای شیعه به تفصیل بحث شده است. با توجه به ماهیت و احکام فقهی متفاوت عقود پایه اوراق سلف و اوراق استصناع، هر یک از این اوراق، مدل‌ها و آثار مالی و اقتصادی خرد و کلان متفاوتی خواهند داشت و در نتیجه ریسک‌های متفاوت با شدت ریسک متفاوتی در ساختارهای این اوراق وجود خواهد داشت که پژوهش مخصوص به خود را می‌طلبد. در ادامه به‌طور مختصر به برخی از مهم‌ترین تفاوت‌های اوراق استصناع با اوراق سلف پرداخته می‌شود.

طبق احکام سلف، موضوع عقد سلف و در نتیجه اوراق سلف می‌تواند هر نوع کالایی باشد اعم از اینکه نیاز به ساخته شدن داشته باشد یا خیر (توضیح المسائل مراجع، ۱۳۸۴، ص ۲۰۴-۲۰۷)؛ لکن موضوع قرارداد استصناع، ساخت کالایی در آینده است (نظریور، ۱۳۹۲، ص ۲۴). بنابراین می‌توان اوراق سلف مسکن را برای خرید واحدهای مسکونی ساخته شده نیز منتشر کرد در حالی که این امکان برای اوراق استصناع وجود ندارد.

طبق تعریف سلف، ثمن در سلف باید به‌طور کامل در زمان قرارداد پرداخت شود؛ در حالی که در استصناع ثمن به اشکال مختلف تدریجی، دفعی و حتی پس از تحویل دارایی توسط سرمایه‌گذار قابل پرداخت است؛ لذا مهم‌ترین مزیتی که اوراق سلف از منظر بانی نسبت به اوراق استصناع دارد، این است که در اوراق سلف، وجوه سلف با هزینه تأمین مالی تقریباً معین، در ابتدای دوره مانند عقد بیع به مالکیت بانی در می‌آید و منبع تأمین مالی بانی می‌شود 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 و انجام سایر پروژه‌ها، تأمین مصالح مورد نیاز، تأمین سرمایه‌گردش و پرداخت مطالبات سررسید شده، پرداخت سود به سهامداران و حتی سایر سرمایه‌گذاری‌های اقتصادی پردازد؛ اما در اوراق استصناع بانی تا انتهای پروژه، ملزم است که منابع حاصل را تحت نظر امین در پروژه از پیش توافق شده مصرف کند، به عبارت بهتر اوراق سلف اوراق تأمین مالی شرکت است در حالی که اوراق استصناع، اوراق تأمین مالی پروژه است.

وجه تمایز دیگر این است که، بر طبق تعریف فقهی عقد سلف، در عقد سلف تاریخ تحویل دارایی باید معلوم و معین باشد؛ در حالی که در استصناع، تاریخ تحویل کالا در قرارداد حتی می‌تواند ذکر نشود و این می‌تواند در عین دادن فرصت و آزادی بیشتر برای بانی، ریسک‌های متعددی را به سرمایه‌گذار تحمیل کند. ضمن اینکه برعکس عقد سلف، یک قرارداد استصناع می‌تواند قبل از اینکه تولیدکننده تولیدش را شروع کند، به‌طور یک جانبه فسخ شود؛ لذا باید راهکار لازم برای این ریسک در ساختار انتشار اوراق لحاظ شود.



### ۳-۱۳. وجوه تمایز اوراق سلف مسکن نسبت به پیش‌فروش مسکن

در حال حاضر در پیش‌فروش واحد مسکونی، قیمت‌گذاری شفافیت لازم را ندارد؛ اما با معامله اوراق سلف مسکن در بازار سرمایه در فضای رقابتی بازار، کشف قیمت پیوسته و عادلانه صورت می‌گیرد و می‌توان با فعال کردن این بازار حتی مسکن را از قیمت‌گذاری‌های غیرشفاف و ناعادلانه خارج کرد. هرچند با وضع آیین‌نامه‌ها و در پیش‌گرفتن راهکارهای لازم توسط نهادهای ناظر بازار مانند محدودیت در سقف اعتبار و سقف خرید و فروش طرفین، باید از سفته‌بازی کاذب در این اوراق جلوگیری کرد.

در پیش‌فروش مسکن طی سال‌های گذشته در موارد متعدد با عدم امکان اعتبارسنجی فروشنده به صورت حرفه‌ای، عدم پایبندی به اصل و جزئیات قرارداد از قبیل زمان سررسید، قیمت توافق شده را از طرف شرکت‌های مسکن‌ساز داشته‌ایم و از طرف دیگر از طرف سرمایه‌گذاران نیز عدم ایفای به موقع تعهدات و پرداخت‌های مالی را داشته‌ایم که این امور خود مشکلات متعددی را برای طرفین به وجود آورده و حتی در مواقعی سبب معضلات اجتماعی در جامعه شده است؛ در حالی که در اوراق سلف با استانداردسازی قرارداد و وضع قوانین و مقررات حقوقی شفاف و دقیق، این موارد پیش‌بینی و با قرار دادن رکن ضامن و امین و از طرفی گرفتن وثایق معتبر و همچنین گرفتن جریمه‌های مربوطه این موارد برطرف خواهد شد.

از طرفی در پیش‌فروش 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 صورت گرفته و قیمت‌های دوگانه و چندگانه به وجود 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 رایج پیش‌فروش مسکن از قبیل پروژه‌های مسکن مهر دست‌کم در برخی مقاطع، محدودیت شخص خریدار در امکان فروش واحد مسکونی یا محدودیت در انصراف قبل از سررسید است؛ در حالی که در معامله اوراق سلف با وجود بازار ثانویه فعال هیچ محدودیتی در ورود سرمایه‌گذاران جدید با خروج سرمایه‌گذاران فعلی وجود ندارد.

هرچند در برخی موارد پیش‌فروش امکان واریز بهای مسکن در چند مرحله وجود دارد؛ اما امکان سرمایه‌گذاری با مبالغ کمتر از قیمت یک واحد مسکونی با توجه به هزینه‌های پولی، زمانی و حقوقی در یافتن شریک، در عمل ناممکن است؛ در حالی که در اوراق سلف با موجودی کمتر از قیمت یک واحد مسکونی، قابلیت سرمایه‌گذاری و مالکیت مشاع مسکن وجود دارد، چراکه طبق نظر مراجع در بیع سلف نیز مانند بیع، قابلیت خرید دارایی به صورت مشاع وجود دارد

(توضیح المسائل مراجع، ۱۳۸۴، ص ۲۰۴-۲۰۹). البته برای تسهیل و تسریع در خرید و فروش، سرمایه‌گذاران طبق قرارداد به واسط، وکالت در امور مربوطه را می‌دهند. ضمن اینکه سرمایه‌گذار در زمان‌هایی که وجوه بیشتری را در اختیار داشته باشد، می‌تواند اوراق سلف بیشتری را از بازار ثانویه خریداری کند.

از آنجا که اوراق سلف موازی استاندارد مسکن در بورس یا فرابورس معامله خواهند شد، به دلیل وجود گسترده عرضه‌کنندگان و متقاضیان و نهادهای واسط مربوطه نقدشوندگی این اوراق بالا خواهد بود و همچنین امکان کشف نرخ به صورت پیوسته برای دارایی پایه را فراهم می‌آورد؛ در حالی که در پیش‌فروش معمولاً جستجوی طرف مقابل هم سخت و هم هزینه بالایی خواهد داشت. در صورت نیاز به نقدینگی، در پیش‌فروش در صورتی که قوانین اجازه فروش واحد را به سرمایه‌گذار دهد، معمولاً سرمایه‌گذار مجبور به فروش واحد ساختمانی خود می‌باشد؛ در حالی که در اوراق سلف لازم نیست سرمایه‌گذار کل اوراق خود را بفروشد، بلکه به میزان نیاز به نقدینگی، می‌تواند تعدادی از اوراق خود را در بازار به فروش رساند و این امر می‌تواند ضرر یا هزینه فرصت سرمایه‌گذار را به حداقل ممکن رساند.

#### ۴. بررسی اقتصادی خرد و کلان اوراق سلف مسکن

ابزارهای مالی زمانی می‌توانند در بازار مالی نقش آفرین و مزیت رقابتی داشته 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، ص ۱۵۱). با توجه به اینکه در بازارهای مالی کشور تاکنون اوراق سلف مسکن منتشر نشده است، نمی‌توان به تجزیه و تحلیل نتایج آن پرداخت؛ اما می‌توان به صورت توصیفی به تحلیل نظری آن پرداخت. در این بخش اوراق سلف مسکن از جهت مهم‌ترین معیارهای اقتصاد خرد و کلان بررسی می‌شود.

#### ۴-۱. اصول و معیارهای اقتصاد خرد ابزارهای مالی

##### ۴-۱-۱. 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 به‌کار گیرند. بر این مبنا عقود اسلامی به دو بخش عقود انتفاعی و عقود غیرانتفاعی تقسیم می‌شوند (موسویان، ۱۳۹۲، ص ۲۵۵). از آنجا که همه انواع اوراق سلف

براساس عقد سلف طراحی می‌شوند، اوراق سلف از صنف ابزارهای مالی انتفاعی خواهند بود و خریداران با اهداف مختلفی از قبیل کسب انتفاع، می‌توانند از این ابزار استفاده کنند.

#### ۴-۱-۲. تناسب با روحیات و سلیقه‌های خریداران ابزارهای مالی

ابزارهای مالی زمانی مورد توجه خریداران مسلمان قرار می‌گیرند که افزون بر اهداف و انگیزه‌ها، با روحیات و سلیقه مشتریان ابزارهای مالی نیز تطابق داشته باشد. به‌طور 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، این دسته از افراد حالت بدون ریسک را به حالت ریسکی اما با ارزش مورد انتظار برابر ترجیح می‌دهند. به عبارت دیگر اگر شخصی ریسک‌گریز باشد، حاضر نیست درآمد مطمئن یک‌صد واحدی را در ازای دو درآمد یک‌صد و پنجاه واحدی و پنجاه واحدی با احتمال نصف نصف از دست بدهد، گرچه این بازی منصفانه (بازی با ارزش انتظاری صفر) است؛ چراکه بیشتر مردم همان‌طور که تحت تأثیر متوسط نتیجه مورد انتظار قرار می‌گیرند از توزیع نتایج ممکن نیز تأثیر می‌پذیرند؛

گروه دوم افراد کاملاً ریسک‌پذیر هستند و حاضرند برای رسیدن به سود انتظاری بالاتر، درجاتی از ریسک و مخاطره را بپذیرند؛ چنین افرادی در مواجهه با یک انتخاب مطمئن و یک بازی با ارزش انتظاری برابر با آن، بازی منصفانه را برمی‌گزینند و حتی ممکن است بازی غیرمنصفانه‌ای را هم انتخاب کنند که میزان غیرمنصفانه بودن (درجه اختلاف بین ارزش انتظاری بازی با انتخاب مطمئن) آن بستگی به میزان ریسک‌پذیری شخص داشته باشد؛

گروه سوم، افراد خنثی به ریسک می‌باشند، این گروه از افراد، بی‌اعتنا به ریسک بوده و از نظر این گروه یک انتخاب مطمئن با یک انتخاب نامطمئن اما با ارزش برابر تفاوتی ندارد.

بررسی معاملات اسلامی نشان می‌دهد دین اسلام مجوز انجام هر سه گروه از معاملات یاد شده را که با روحیات سه‌گانه مشتریان تطابق دارد، صادر کرده است (همان، ص ۲۵۶).

با توجه به ماهیت قرارداد سلف، سود اوراق سلف بستگی کامل به قیمت کالای موضوع سلف در سررسید خواهد داشت و قیمت دارایی پایه سلف (مسکن) نیز گرچه تا حدودی قابل پیش‌بینی است؛ ولی در عمل تابع عوامل مختلفی است که احتمال دارد مغایر با پیش‌بینی درآید. در نتیجه سود برای خریدار و فروشنده متغیر و در پایان دوره مالی معلوم می‌شود. بنابراین در حالت عادی این اوراق برای آن گروه از سرمایه‌گذاران و تولیدکنندگانی که ریسک‌پذیر هستند، مناسب خواهد بود. لازم به ذکر است که می‌توان با در پیش گرفتن سازوکارهایی از قبیل ایجاد اختیارات خرید و فروش شرعی در زمان طراحی اوراق میزان تغییرات بالقوه سود یا زیان را محدود و یا غیرمحدود

قرار داد (همو، ۱۳۸۹، ص ۱۱۲). به همین دلیل می‌توان این اوراق را برای هر سه نوع سرمایه‌گذار ریسک‌پذیر، ریسک‌خنثی و ریسک‌گریز طراحی کرد.

#### ۳-۱-۴. نقدشوندگی

زمانی که خریدار و فروشنده به تعداد کافی وجود داشته باشد، به نحوی که بازار داد و ستد اوراق بهادار به صورت روان جریان داشته باشد و بتوان به سرعت اوراق بهادار را به قیمتی نزدیک به قیمت جاری خریداری و یا به فروش رساند را نقدشوندگی گویند (جهانخانی و پارسائیان، ۱۳۷۵، ص ۱۳۷). به عبارت بهتر، سهولت نقد کردن یک دارایی مالی با سرعت و هزینه کم در بازار، را نقدشوندگی آن دارایی گویند (شیرمردی، ۱۳۹۰، ص ۹۹). اوراق سلف منتشر شده در کشورهای اسلامی، قدرت نقدشوندگی بسیار اندکی دارند؛ زیرا براساس نظرات فقهای شیعه و سنی، خرید و فروش ثانویه اوراق سلف حرام است (فراهانی‌فرد، ۱۳۸۸، ص ۲۱). از آنجا که مبنای فقهی پیشنهادی پژوهش حاضر بر مبنای ترکیب قراردادهای سلف موازی و حواله خواهد بود، بازار ثانویه این اوراق مشکل شرعی و قانونی نخواهد داشت و با فرض پذیرش اوراق سلف موازی استاندارد در یکی از بورس‌ها یا فرابورس‌های اوراق بهادار مانند بورس اوراق بهادار تهران، نقدشوندگی اوراق سلف همانند سایر اوراق بهادار، براساس شرایط بازار (میزان تقاضا، میزان عرضه، نرخ تورم، نرخ سود بانکی، تغییر در رتبه اعتباری اوراق و...) تعیین خواهد شد.

#### ۴-۱-۴. 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 اولیای دین بوده است (موسویان، ۱۳۹۲، ص ۲۶۰-۲۶۱). لذا در طراحی ابزارهای مالی اسلامی افزون‌بر معیارهایی که ذکر شد، آن ابزار باید دارای حداقل هزینه و حداکثر سود ممکن بوده و معیار توزیع ریسک را نیز به‌طور مناسبی در نظر گیرد.

در حالت کلی هرچه تنوع اوراق سلف بیشتر و دارای بازار اولیه و ثانویه فعال، و شرکت‌های متنوع‌تر و فعال‌تری در بخش عرضه و تقاضای مسکن وجود داشته باشد، انتظار می‌رود با ورود این ابزار مالی جدید با ساختار پیشنهادی، بازارهای مختلف مالی از قبیل بازار پول، سرمایه و بیمه و همچنین سرمایه‌گذاران و نهادها و مؤسسات جدیدی از قبیل مؤسسات واسط و رتبه‌بندی در فرآیند تأمین مالی مسکن درگیر شده و با توسعه تأمین مالی مسکن و در اثر رقابت، بازار این اوراق به سمت

کارایی بالاتر حرکت کند. لذا برای افزایش کارایی بازار اوراق سلف مسکن، این اوراق با تعاملات فرابخشی سیاست‌گذاران و مدیران مربوطه باید چنان طراحی شوند که اعتماد عموم مردم، تعاونی‌های مسکن و سرمایه‌گذاران بخش خصوصی به آنها جلب شود.

#### ۴-۲. اصول و معیارهای اقتصاد کلان ابزارهای مالی

##### ۴-۲-۱. 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 (همان، ص ۲۶۳). اوراق سلف مسکن، از یک طرف به سهم و اندازه خود نقدینگی سرگردان را در جامعه کنترل می‌کند و از طرف دیگر با سوق دادن وجوه جمع‌آوری شده به سمت فعالیت‌های مولد، زمینه اشتغال و تولید در بخش مسکن و صنایع وابسته و در نهایت افزایش رشد اقتصادی را فراهم می‌آورد.

##### ۴-۲-۲. همسویی با عدالت اقتصادی

پیش شرط تحقق مفهوم عدالت در بازار به معنای عام و در بازارهای مالی به معنای خاص آن است که: نخست، معاملات روشن و شفاف صورت پذیرد؛ دوم معیارهای سنجش، عادلانه و دقیق باشد؛ سوم قیمت‌ها براساس حقوق طرفین شکل گیرد. بر این اساس بازارها و ابزارهای مالی باید از ابعاد مختلف حقوقی و اقتصادی به‌گونه‌ای طراحی شوند که صاحبان وجوه مازاد (دارندگان ابزارهای مالی) به ارزش افزوده حاصل از به‌کارگیری سرمایه خود برسند (همان، ص ۲۶۵). در فرض وجود رقابت سالم در بازار اولیه و ثانویه اوراق سلف و اینکه نرخ بازدهی اوراق به نرخ بازدهی بخش مسکن 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. افزون بر شرایط کلان بازار و دیگر اوراق بهادار و تأثیر آنها بر عدالت اقتصادی در بازارهای مالی، در زمینه خاص اوراق سلف مسکن، به‌خصوص در پیش‌بینی قیمت انتظاری مسکن در سررسید که از مؤلفه‌های اصلی قیمت اوراق سلف است باید به صورت دقیق عمل کرد تا موجب ضرر طرفین قرارداد و بی‌عدالتی فراهم نشود.

## ۴-۲-۳. 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 تأمین مالی این پروژه‌ها استفاده از انتشار اوراق بهادار است؛ زیرا با هدایت نقدینگی سرگردان در جامعه افزون‌بر تأمین مالی پروژه‌های عمرانی و تولیدی، به مهار تورم کمک کرده و به نوعی مشکلات ذکر شده را نخواهد داشت.

در اوراق سلف مسکن نیز زمانی که شرکت‌های دولتی برای توسعه فعالیت‌های مورد نیاز مسکن و مستغلات خود با کسری منابع مواجه هستند می‌توانند برای تأمین کسری از انتشار اوراق سلف مسکن استفاده کنند.

## ۴-۲-۴. قابلیت برای سیاست پولی

یکی از نقش‌های نظام بانکی - و به اعتقاد برخی مهم‌ترین نقش آن - کنترل و هدایت متغیرهای اساسی اقتصاد کلان از طریق اجرای سیاست‌های پولی است. سیاست‌گذاران بانک مرکزی با مطالعه دقیق وضعیت اقتصادی کشور برای رسیدن به اهداف رشد مناسب اقتصادی، اشتغال کامل، تثبیت سطح عمومی قیمت‌ها و تعادل موازنه پرداخت‌های خارجی، با استفاده از ابزارهای سیاست پولی وارد شده و از طریق تأثیرگذاری روی نرخ سود بانکی (هزینه استفاده از پول) و حجم پول اهداف مذکور را تعقیب می‌کنند. وجود نظام بانکی کارآمد باعث می‌شود اقتصاد جامعه در مقابل نوسانات و بحران‌های اقتصادی، عکس‌العمل‌های مناسب داشته باشد و جامعه را پیوسته به سمت اشتغال کامل و رفاه عمومی بیشتر هدایت کند. سریع‌ترین و مؤثرترین ابزار سیاست پولی، عملیات بازار باز (خرید و فروش اوراق قرضه و اسناد خزانه به وسیله بانک‌های مرکزی) است؛ اما با استقرار بانکداری بدون ربا در کشور و حذف اوراق قرضه دولتی از سیستم اقتصادی کشور، اجرای سیاست پولی در کشور با اختلال روبرو شد و ابزارهای جایگزینی از قبیل انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی و اسناد خزانه اسلامی پیشنهاد یا اجرایی شد که هر یک از نظر فقهی، حقوقی، اجرایی و اقتصادی نقاط ضعف و قوت مخصوص به خود را دارند. از این‌رو لازم است در کنار رفع موانع موجود و کوشش به منظور تقویت بازار ثانویه ابزارهای موجود، به اقسام دیگر اوراق بهادار اسلامی نیز توجه شود.

در بانکداری متعارف، دو شیوه اوراق بهادار دولتی و اوراق بهادار بانک مرکزی جهت عملیات بازار باز کاربرد دارد که هر کدام نقاط قوت و ضعف خود را دارند. بنابر مطالعات صورت گرفته،

در کشورهای توسعه‌یافته که طبق معمول بازار ثانویه ساختاریافته بر روی اوراق بهادار دولتی دارند، معمولاً بانک مرکزی با ورود در این بازار به عملیات بازار باز می‌پردازد. لذا اگر شرایط بازارهای ثانویه اوراق بهادار دولتی به گونه‌ای باشد که نیاز بانک مرکزی جهت سیاست‌گذاری پولی را برطرف کند، در عمل دلیلی برای انتشار مستقیم توسط بانک مرکزی وجود نخواهد داشت (میثمی و ندی، ۱۳۹۴، ص ۱۵۶).

از چالش‌های حقوقی اوراق مشارکت بانک مرکزی، عدم تناسب عملکردی و ورود بانک مرکزی به عرصه اجرایی تولید و عمران در اقتصاد کشور است. در مدل پیشنهادی اوراق سلف مسکن، این چالش عملکردی وجود ندارد؛ زیرا بانک مرکزی خود بانی انتشار اوراق نیست و لازم نیست به انتشار مستقیم اوراق سلف مسکن بپردازد؛ بلکه اگر بانک مرکزی قصد اعمال سیاست پولی انبساطی داشته باشد با خرید این اوراق (اوراق سلف مسکن دولتی با سررسیدهای مختلف) به قیمت بیشتر، نقدینگی را در جامعه تزریق خواهد کرد. در مقابل برای انجام سیاست انقباضی به فروش این اوراق و جمع‌آوری نقدینگی در دست مردم اقدام می‌کند. بدیهی است در این صورت لازم است اوراق سلف را به قیمت پایین‌تر از قیمت بازار بفروشد تا مردم انگیزه خرید از بانک مرکزی را داشته باشند (فراهانی فرد، ۱۳۸۸، ص ۱۳).

از آنجا که این اوراق مطلوب و مختص افراد ریسک‌گریز از دامنه مشتریان خواهد بود، از این منظر قابلیت لازم برای تبدیل شدن به ابزاری جهت تأمین مالی دولت و یا ابزاری برای تحقق سیاست پولی بانک مرکزی را دارد. هرچند 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 سایر افراد را پوشش داده و ابزاری کارتر برای اجرای سیاست‌های پولی به‌شمار آیند و در کنار اوراق مشارکت و دیگر اوراق بهادار، جایگزین مشروع و مطمئن برای اوراق قرضه تلقی شود. بنابراین در مجموع می‌توان گفت اوراق سلف مسکن از جهت مهم‌ترین معیارهای اقتصاد خرد و کلان می‌تواند ابزار موفقی باشد.

##### ۵. شناسایی ریسک‌های اوراق سلف مسکن

از آنجا که در طراحی هر ابزار مالی اسلامی باید افزون‌بر ابعاد فقهی، حقوقی، اقتصادی و مالی به ابعاد ریسک آن ابزار نیز توجه کرد، در ادامه مهم‌ترین ریسک‌های ساختار اوراق سلف مسکن 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 داده‌ها، پژوهشگر به اندازه‌گیری میزان ریسک‌ها اقدام می‌کند. اما برخی ریسک‌ها را نمی‌توان با چنین دیدگاهی محاسبه و اندازه‌گیری کرد (سروش و کاوند، ۱۳۹۰، ص ۱۲۳).

از آنجا که در ایران تاکنون اوراق سلف مسکن منتشر نشده، امکان بررسی ریسک این اوراق به صورت کمی وجود ندارد؛ از این رو با در نظر گرفتن سازوکار اوراق سلف مسکن، نقش ارکان اصلی این نوع صکوک و روابط بین آنها در این بخش براساس روش تحلیلی-توصیفی و با استفاده از منابع کتابخانه‌ای، تعدادی از ریسک‌های شناسایی شده این ابزار همراه با تعاریف مربوطه ذکر می‌شود. لازم به ذکر است، با توجه به ماهیت اوراق سلف به خصوص 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 اولیه

در بازار اولیه ریسک‌هایی از قبیل ریسک بازارپذیری، ریسک سوء استفاده بانی از وجوه گردآوری شده، ریسک عدم پذیرش وجوه توسط بانی از واسط و ریسک سوء استفاده واسط از وجوه دریافتی وجود دارد؛ اما با توجه به نقش ارکان ناظر انتشار در مدل عملیاتی اوراق، با اهمیت‌ترین ریسک در بازار اولیه، ریسک بازارپذیری است و در صورتی که به هر دلیل اوراق سلف مسکن در عرضه 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 ثانویه

#### ۱-۲. ریسک نرخ سود بانکی

تمامی دارایی‌های با بازدهی ثابت و متغیر از اوراق قرضه متعارف گرفته تا ابزارهای مالی اسلامی مانند صکوک مضاربه، صکوک استصناع، صکوک سلم با این ریسک مواجه هستند. نوسانات نرخ سود بانکی منجر به ایجاد این ریسک در این دارایی‌ها می‌شود. قیمت اوراق بهادار با درآمد ثابت با نرخ سود بانکی به‌عنوان نرخ بدون ریسک، 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؛ همان‌طور که 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 برعکس (موسویان و شیرمردی، ۱۳۹۰، ص ۱۵۵).

این ریسک به‌طور ویژه در مواردی مانند اوراق سلف غیرقابل معامله بدون سود علی‌الحساب در کشورهای عربی که دارایی، نقدشوندگی لازم را ندارد، بسیار دارای اهمیت است؛ اما در مدل پیشنهادی اوراق سلف موازی استاندارد مسکن با توجه به ترکیب قراردادهای سلف موازی استاندارد و حواله و رفع مشکل شرعی بازار ثانویه اوراق سلف، هرچند که در طی دوره سودی پرداخت نمی‌شود؛ اما به‌طور نسبی، در مقایسه با زمان قبل از کاهش نرخ سود، سرمایه‌گذار با ریسک بیشتری مواجه است، چراکه نسبت به نرخ سود بانکی قبلی، قیمت دارایی پایه را پیش‌بینی و قیمت اوراق سلف را پرداخت کرده است.

#### ۲-۲. ریسک نرخ ارز

ریسک ارز از نوسانات نامطلوب نرخ ارز ناشی می‌شود (طریق، ۱۳۸۸، ص ۶۰). بانی اوراق با توجه به آنکه برخی از مواد اولیه واحد مسکونی از قبیل فولاد، مس، آلومینیم وارداتی است و یا اینکه بر مبنای قیمت و ارز جهانی قیمت‌گذاری 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 پایه سلف براساس آن ارزش‌گذاری می‌شوند و واحد پولی که وجوه صکوک 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 (زاعی و سعیدی، ۱۳۸۷، ص ۷۰). 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 اوراق سلف مسکن خریده‌اند، 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 اینکه مجبور می‌شویم دارایی را

به قیمتی کمتر از ارزش ذاتی بفروشیم (باباقادری و فیروزی، ۱۳۸۶، ص ۲۵۷). با توجه به ترکیب قراردادهای سلف موازی و حواله، مشکل شرعی در ایجاد بازار ثانویه رفع می‌شود و اوراق سلف نیز مانند دیگر اوراق بهادار با این ریسک روبرو می‌باشند.

#### ۲-۵. ریسک ورشکستگی بانی

زمانی که ارزش دارایی‌های بانی کمتر از بدهی‌هایش باشد، بانی سرمایه کافی برای تسویه بدهی‌ها را نداشته و با ریسک ورشکستگی مواجه می‌شود. ریسک ورشکستگی خود می‌تواند نتیجه نهایی ریسک‌های مختلفی باشد (ساندرز و کورنت،<sup>۱</sup> ۲۰۰۸، ص ۱۸۲) 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 اهمیت داشته و در صورت ورشکستگی بانی، طلبکاران به مصادره اموال اقدام می‌کنند و سرمایه‌گذاران متحمل ریسک ناشی از ورشکستگی بانی خواهند شد.

#### ۲-۶. ریسک بازار ناشی از نوسان قیمت دارایی پایه سلف

در صورتی که قیمت دارایی پایه سلف در بازار، نوسان قابل ملاحظه‌ای داشته باشد، این ریسک پدید می‌آید. در اوراق سلف مسکن اگر قیمت واحد مسکونی موضوع سلف کاهش یافته باشد، سرمایه‌گذاران و اگر قیمت‌ها افزایش داشته باشند، بانی با این ریسک مواجه خواهد بود.

#### ۲-۷. 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. لازم به ذکر است که با توجه به عدم تنوع کافی در ابزارهای مالی، هنوز مؤسسات رتبه‌بندی در بازار سرمایه حضور ندارند؛ اما با انتشار اوراق متنوع با بازدهی ثابت و متغیر از طرف شرکت‌های مختلف دولتی، تعاونی و خصوصی به‌ویژه در سطح بین‌الملل وجود این مؤسسات ضروری خواهد بود.

#### ۲-۸. 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 خواهند بود.

1.Saunders & Cornett

## ۲-۹. ریسک عدم توان واسط جهت فروش دارایی به قیمت انتظاری

در صورتی که بعد از تسویه فیزیکی واحدها، واسط نتواند واحدهای مسکونی باقی مانده را به قیمت برابر یا بالاتر از قیمت سلف بفروشد، سرمایه‌گذاران دچار زیان شده یا حداقل اینکه سود انتظاری خود را دریافت نخواهند کرد.

## ۲-۱۰. ریسک نقدینگی بانوی

در فرآیند انتشار اوراق سلف در صورتی که بانوی به دلایلی، در ایفای تعهدات مالی کوتاه‌مدت ناتوان باشد، یعنی دارایی‌های جاری بانوی نتواند بدهی‌های جاری سررسید شده را پوشش دهد، بانوی با این ریسک مواجه می‌شود. این ریسک را ریسک عدم تطابق سررسید حساب‌ها نیز می‌گویند (کروهی و دیگران،<sup>۱</sup> ۲۰۱۴، ص ۳۲).

## (ب) ریسک‌های غیرمالی

در فرآیند انتشار اوراق سلف مسکن همانند دیگر اوراق بهادار، ریسک‌های غیرمالی مختلفی از قبیل ریسک‌های قوانین و مقررات، شریعت، سیاسی و شهرت قابل تصور است که بررسی راه‌های پوشش هر یک پژوهش‌های جداگانه می‌طلبد.

## نتیجه‌گیری و پیشنهادها

از آنجا که انواع اوراق سلف مسکن براساس عقد سلف طراحی می‌شوند، اوراق سلف از نوع ابزارهای مالی انتفاعی خواهند بود و خریداران با هدف کسب انتفاع می‌توانند از این ابزار استفاده کنند. هرچه تنوع اوراق سلف بیشتر و دارای بازار اولیه و ثانویه فعال، و شرکت‌های متنوع‌تر و فعال‌تری در بخش عرضه و تقاضای مسکن وجود داشته باشد، انتظار می‌رود همراه با توسعه تأمین مالی مسکن در عمق و سطح و در اثر رقابت، بازار این اوراق به سمت کارایی بالاتر حرکت کند. اوراق سلف مسکن، از یک طرف به سهم و اندازه خود نقدینگی سرگردان را در جامعه کنترل می‌کند و از طرفی با سوق دادن وجوه جمع‌آوری شده به سمت فعالیت‌های مولد، زمینه اشتغال و تولید در بخش مسکن و صنایع وابسته و در نهایت افزایش رشد اقتصادی را فراهم می‌آورد. در فرض وجود رقابت سالم در بازار اولیه و ثانویه اوراق سلف و به‌ویژه با دقت در پیش‌بینی قیمت انتظاری مسکن در سررسید اوراق، این اوراق قابلیت لازم را جهت تبدیل شدن به ابزاری مناسب برای توزیع عادلانه درآمدها و ارزش افزوده در کل اقتصاد، دارا می‌باشد.

1. Crouhy, Galai and Mark

در اوراق سلف مسکن زمانی که شرکت‌های دولتی برای توسعه فعالیت‌های مورد نیاز مسکن و مستغلات خود با کسری منابع مواجه هستند، می‌توانند برای تأمین کسری از انتشار اوراق سلف مسکن استفاده کنند. همچنین در صورتی که بانک مرکزی قصد اعمال سیاست پولی انبساطی داشته باشد، با خرید این اوراق به قیمت بیشتر، نقدینگی را در جامعه تزریق خواهد کرد، در مقابل برای انجام سیاست انقباضی به فروش این اوراق و جمع‌آوری نقدینگی در دست مردم اقدام می‌کند. بنابراین اوراق سلف می‌تواند در کنار اوراق مشارکت و دیگر اوراق بهادار، جایگزینی مشروع و مطمئن برای اوراق قرضه به‌عنوان یک ابزار سیاست پولی تلقی شود.

بنابراین با ترکیب قراردادهای سلف موازی استاندارد و حواله، اوراق سلف مسکن طبق مهم‌ترین معیارهای اقتصاد خرد شامل تطابق با اهداف و انگیزه‌های مشتریان، تناسب با روحیات و سلیقه سرمایه‌گذاران، میزان نقدشوندگی اوراق و درجه کارایی و همچنین از جهت مهم‌ترین معیارهای اقتصاد کلان شامل اثرگذاری بر روی رشد و توسعه اقتصادی، عدالت توزیعی و قابلیت برای اجرای سیاست‌های پولی و مالی می‌تواند به‌عنوان ابزار مالی مناسب در بازار سرمایه کشور، جهت تأمین مالی بخش مسکن کشور به‌کار گرفته شود. هرچند می‌توان با سیاست‌گذاری مناسب، این اوراق را در راستای حداکثرسازی این معیارها منتشر کرد.

همچنین جهت موفقیت این اوراق باید انواع مختلف ریسک در بازار اولیه و ثانویه این اوراق از قبیل ریسک بازارپذیری، ریسک نرخ سود بانکی، ریسک نرخ ارز، ریسک نوسان سطح عمومی قیمت‌ها، ریسک نقدشوندگی، ریسک نوسان قیمت مسکن و ریسک نقدینگی بانکی و همچنین راهکارهای لازم برای پوشش این ریسک‌ها را در نظر گرفت.

به نظر می‌رسد عناوین پیشنهادی زیر می‌تواند با بررسی دقیق علمی در پژوهش‌های آتی، به تسریع و توفیق در انتشار اوراق سلف مسکن کمک کند:

- طراحی مدل‌های قیمت‌گذاری مناسب در قیمت‌گذاری اوراق سلف مسکن؛
- امکان‌سنجی فقهی و اقتصادی روش‌های پوشش ریسک‌های ارکان انتشار اوراق سلف مسکن؛
- فراهم کردن زیرساخت‌های قانونی و اقتصادی لازم در انتشار اوراق سلف بین‌المللی مسکن؛
- امکان‌سنجی ایجاد مؤسسات رتبه‌بندی داخلی و بین‌المللی در بازار سرمایه کشور جهت رتبه‌بندی اوراق؛

- امکان‌سنجی استفاده از اختیارات شرعی خرید و فروش اوراق سلف مسکن؛
- بررسی مقایسه‌ای اوراق سلف و اوراق استصناع از نظر اقتصادی، مالی و مدیریت ریسک در تأمین مالی بخش مسکن.

## منابع

۱. اسلامی بیدگلی، غلامرضا و سیدمحسن فاضلیان (۱۳۸۴)، «معرفی روش‌های تأمین مالی مسکن»، فصلنامه پژوهشی دانشگاه امام صادق (علیه السلام)، ش ۲۵.
۲. باباقادری، آزاده و اعظم فیروزی (۱۳۸۶)، «صکوک؛ رایج‌ترین ابزار تأمین مالی اسلامی»، مجموعه مقالات کنفرانس بین‌المللی تأمین مالی اسلامی، تهران: مرکز مطالعات دانشگاه صنعتی شریف.
۳. توضیح المسائل دوازده مرجع تقلید، (۱۳۸۶) گردآوری محمد حسن بنی‌هاشمی خمینی، ج ۲، قم: مؤسسه تحقیقات و نشر معارف اهل بیت (علیهم السلام).
۴. پهلوان، حمید و سیدروح‌اله رضوی (۱۳۸۵)، اوراق صکوک، تعریف، انواع و ساختار، تهران: سازمان بورس و اوراق بهادار.
۵. پیره، مجید و مصطفی زه‌تابیان (۱۳۸۷)، «ابزارهای مالی اسلامی (قرارداد سلف موازی)»، ماهنامه بورس، شماره ۷۹.
۶. جهانخانی، علی و علی پارسائیان (۱۳۷۵)، فرهنگ اصطلاحات مالی، تهران: مؤسسه مطالعات و پژوهش‌های بازرگانی.
۷. جعفری، ابوالفضل و ساسان اله‌قلی (۱۳۸۸)، «تأمین مالی مسکن از طریق اوراق رهنی»، مجموعه مقالات اولین کنفرانس بین‌المللی تأمین مالی در ایران، تهران: مرکز مطالعات دانشگاه صنعتی شریف.
۸. علی‌زاده، الناز و جلال سیف‌الدینی (۱۳۸۸)، «تبدیل به اوراق بهادارسازی املاک و مستغلات»، مجموعه مقالات دومین کنفرانس بین‌المللی تأمین مالی در ایران، تهران: مرکز مطالعات دانشگاه صنعتی شریف.
۹. راعی، رضا و علی سعیدی (۱۳۸۷)، مبانی مهندسی مالی و مدیریت ریسک، تهران: سمت.
۱۰. زه‌تابیان، مصطفی (۱۳۸۸)، طراحی صکوک مضاربه برای شرکت‌های بازرگانی، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، تهران: معارف اسلامی و مدیریت دانشگاه امام صادق (علیه السلام).
۱۱. سازمان بورس اوراق بهادار، دستورالعمل فعالیت نهادهای واسط، مصوب ۱۳۸۹/۵/۱۱، شورای عالی بورس و اوراق بهادار.
۱۲. سازمان بورس و اوراق بهادار، دستورالعمل اجرایی معاملات قرارداد سلف موازی استاندارد نفت و فراورده‌های نفتی در بورس کالای ایران، مصوب ۱۳۸۹/۱۲/۱۴، هیئت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار.

۱۳. سازمان بورس و اوراق بهادار، صورتجلسه کمیته تخصصی فقهی، جلسه شماره ۲۷، تاریخ برگزاری ۱۳۸۷/۵/۱۶.
۱۴. سازمان بورس و اوراق بهادار، صورتجلسه کمیته تخصصی فقهی، جلسات شماره ۵۴، ۵۶ و ۵۷، تاریخ برگزاری: ۱۳۹۰/۸/۱۸، ۱۳۹۰/۹/۱۶ و ۱۳۹۰/۹/۳۰.
۱۵. سروش، ابوذر (۱۳۸۸)، «اوراق مشارکت رهنی ابزاری نوین در تأمین مالی بانک‌ها»، فصلنامه اقتصاد اسلامی، سال هشتم، ش ۲۹.
۱۶. سروش، ابوذر و مجتبی کاوند (۱۳۹۰)، «راهکارهای پوشش ریسک اوراق رهنی»، دوفصلنامه جستارهای اقتصادی، شماره ۱۶.
۱۷. شیرمردی، حسین (۱۳۹۰)، شناسایی، معرفی، طبقه‌بندی و مدیریت ریسک‌های صکوک مضاربه با تأکید بر فقه امامیه، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، تهران: دانشگاه امام صادق (علیه‌السلام).
۱۸. \_\_\_\_\_ (۱۳۹۴)، «آسیب‌شناسی تأمین مالی مسکن در ج.ا. ایران با ارائه راهکارهای جایگزین با تأکید بر ابزارهای مالی اسلامی»، تهران: پژوهشکده پولی و بانکی.
۱۹. طریق، ارسلان (۱۳۸۸)، مدیریت ریسک ساختارهای صکوک، ترجمه مصطفی، زه‌تاییان، تهران: دانشگاه امام صادق (علیه‌السلام).
۲۰. عبده تبریزی، حسین (۱۳۹۳)، سازوکار مالی بخش مسکن، تهران: بانک مسکن.
۲۱. فراهانی‌فرد، سعید (۱۳۸۸)، «صکوک سلف؛ ابزاری مناسب برای تأمین مالی و پوشش ریسک»، فصلنامه اقتصاد اسلامی، سال نهم، شماره ۳۳.
۲۲. قانون بازار اوراق بهادار، مصوب آذرماه ۱۳۸۴ مجلس شورای اسلامی.
۲۳. مجتهد، احمد و همکاران (۱۳۸۷)، شناسایی روش‌های نوین تجهیز منابع در بانک مسکن؛ بانگش تخصیص در بخش مسکن، تهران: پژوهشکده پولی و بانکی.
۲۴. معصومی‌نیا، غلامعلی و مصطفی شهیدی نسب (۱۳۸۸)، «بررسی فقهی و اقتصادی ابزار تأمین مالی مشارکت کاهنده»، فصلنامه اقتصاد اسلامی، سال نهم، شماره ۳۵.
۲۵. موسویان، سیدعباس (۱۳۸۹)، «اوراق سلف؛ ابزاری مناسب برای تأمین مالی پروژه‌های بالادستی صنعت نفت»، فصلنامه اقتصاد اسلامی، سال دهم، شماره ۳۹.
۲۶. \_\_\_\_\_ (۱۳۸۸)، «نقش اوراق استصناع در تأمین مالی بخش مسکن»، مجموعه مقالات نخستین همایش تأمین مالی مسکن در ایران، تهران: شرکت سرمایه‌گذاری تدبیرگران صادق.
۲۷. \_\_\_\_\_ (۱۳۹۲)، ابزارهای مالی اسلامی، تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.

۲۸. موسویان، سیدعباس و حسین شیرمردی (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.
۲۹. میثمی، حسین و کامران ندیری (۱۳۹۴)، «عملیات بازار باز بر روی اوراق بهادار دولت و بانک مرکزی: مقایسه تجارب کشورها و تحلیل کاربرد اوراق مشارکت جهت سیاست‌گذاری پولی»، دوفصلنامه تحقیقات مالی اسلامی، شماره ۹.
۳۰. ناصرپور، علیرضا و محبوبه هاشمی (۱۳۹۱)، «معاملات سلف موازی راهکاری برای تسهیل تأمین مالی بنگاه‌های تولیدی»، مجموعه مقالات پنجمین کنفرانس توسعه نظام تأمین مالی در ایران، تهران.
۳۱. نظرپور، محمدنقی (۱۳۹۲)، عقد و اوراق استصناع، تهران: سمت و دانشگاه مفید.
32. AAOIFI (2002), *Investment Sukuk: Exposure Draft, Shariah Standard*, Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institution. No 18.
33. Adam, Nathif J., Thomas, Abdulkader (2005), *Islamic Bonds: Your Guide to Issuing, Structuring and Investing in Sukuk*, London: Euromoney Books.
34. Al Bashir, Muhammad, Al Amin, Muhammad (January 2007), "Sukuk Markt: Innovations and challenges", *Islamic Economic Studies*, Vol. 15, No. 2.
35. Crouhy, Michel, Galai, Dan & Mark, Robert (2014), *Essentials of risk management*, 2<sup>th</sup> ed, McGraw-Hill.
36. Edib Smolo and M. Kabir Hassan (2011), "The potentials of musharakah mutanaqisah for Islamic housing finance", *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, Vol. 4 No. 3.
37. Ijlal Ahmed Alvi (2015), "Global Sukuk Market Trends & Findings from IIFM Sukuk Report", 4<sup>th</sup> Edition, *IIFM Sukuk Report*, available at [www.IIFM.net](http://www.IIFM.net).
38. Obaidullah, Mohammed (2005), *Islamic Financial Services*, Jaddah: King Abdulaziz University.
39. Saunders, Anthony & Cornett, Marcia (2008), *Financial Institution Management*, 6<sup>th</sup> Ed, McGraw-Hill.
40. Shusak, Aroonpoolsup (2012), *Islamic Financial Markets: Performance and Prospects*, Aligarah (India): Aligarah Muslim University.