

# طراحی روش نوین تأمین مالی خرید مسکن از طریق اوراق سلف استاندارد مسکن

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۵/۱۱ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۸/۰۲

روزبه ظهیری هاشمی \* حنظله فندرسکی \*\*  
حمیدرضا شیرزاد \*\*\* سیدمسعود مروج جهرمی \*\*\*\*

## چکیده

صنعت ساختمان به دلایلی از جمله تأثیر آن بر رفاه جامعه، اثرگذاری بر پیش از صد صنعت، تأثیر قابل توجه بر اشتغال کشور و تولید ناخالص ملی از صنایع مؤثر محسوب می‌گردد. ابعاد صنعت حکایت از عدم توان تأمین مالی توسط دولت یا اثرات منفی ورود دولت در بخشی از تأمین مالی آن دارد. بیشتر ابزارهای موجود، متمرکز بر تأمین مالی سازنده می‌باشد. این موضوع در حالی است که به دلیل رشد قابل توجه قیمت مسکن، قدرت خرید به شدت کاهش یافته است؛ از سوی دیگر به دلیل مواردی از جمله عدم انطباق پرداخت‌ها با جریان نقد مورد نیاز پروژه‌های ساختمانی، صکوک نتوانسته نیاز تأمین مالی این صنعت را به‌طور کامل برآورده سازد. از ابزارهای تأمین مالی جدید که مورد استقبال زیادی قرار گرفته است، اوراق سلف می‌باشد. تاکنون پژوهش‌های قابل توجهی در حوزه مباحث فقهی و حقوقی این ابزار صورت گرفته است، اما خلأ تحقیق در خصوص معرفی مدل کاربردی و اجرایی این ابزار که منطبق بر ضوابط و مقررات و عرف صنعت ساختمان باشد، محسوس و مشهود است. سؤال تحقیق درباره امکان استفاده و اجرای اوراق سلف جهت تأمین مالی مسکن - خصوصاً خریداران - می‌باشد. در این مقاله با نگاه کاربردی مدل اجرایی اوراق سلف بر اساس رویکرد توصیفی - تحلیلی با استفاده از پیشنهاد مسکن به عنوان دارایی مبنا و مدل عملیاتی آن به‌ویژه با تأکید بر تحویل فیزیکی مسکن در سررسید که برای اولین بار در کشور توسط نویسندگان این مقاله طراحی شده است، ارائه می‌گردد. نتایج تحقیق

فصلنامه علمی اقتصاد اسلامی / مقاله علمی پژوهشی / سال بیست و یکم / شماره ۸۲ / تابستان ۱۴۰۰

\*. دکترای مهندسی عمران - سازه، دانشکده مهندسی عمران دانشگاه سمنان. Email: rzahiri@yahoo.com.

\*\* دکترای مالی (گرایش مهندسی مالی)، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران (نویسنده مسئول).

Email: hfendereski@yahoo.com.

Email: ham.shirzad@iauctb.ac.ir.

\*\*\* عضو هیئت علمی دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران مرکز.

\*\*\*\* کارشناسی ارشد مهندسی عمران - مهندسی و مدیریت ساخت، دانشکده مهندسی عمران و محیط زیست

Email: Sm.moravej@gmail.com.

دانشگاه صنعتی امیرکبیر.

و مقایسه آن با ضوابط و مقررات خصوصاً مصوبه کمیته فقهی، حاکی از امکان اجرایی شدن مدل پیشنهادی است.

**واژگان کلیدی:** ابزارهای تأمین مالی اسلامی، صکوک، اوراق سلف استاندارد مسکن، املاک و مستغلات، مسکن.

طبقه‌بندی JEL: R51, D53, D14, G23.

## ۱. مقدمه

صنعت ساختمان در کشور ما به چند دلیل اهمیت قابل توجهی دارد. یکی از این موارد، تعداد صنایع وابسته به آن می‌باشد. مسکن به عنوان موتور محرک اقتصاد به شمار می‌رود و با توجه به گستردگی نهاده‌های تولید (مواد اولیه) ساختمان، بیش از ۱۲۰ صنعت به صورت مستقیم و یا غیرمستقیم به آن مربوط می‌باشند (شیرمردی احمدآباد و ندری، ۱۳۹۶، ص ۱۲۱). این موضوع در کنار نوع تکنولوژی صنعت و عموماً مبتنی بر نیروی انسانی بودن آن، موجب می‌گردد که نقش قابل توجهی در اشتغال ایفا نماید؛ به نحوی که در برخی موارد، از جمله صنایع پیشران جهت افزایش اشتغال در تصمیم‌گیری دولت جای دارد، لازم است ذکر شود سهم ساختمان از کل اشتغال کشور در سال ۱۳۹۲ به میزان ۱۱٫۳ درصد بوده است (وزارت راه و شهرسازی، ۱۳۹۶، ص ۱۳).

دیگر اهمیت مسکن ناشی از تولیدات این صنعت می‌باشد. در کشور ما واحد مسکونی بخش قابل توجهی از سبد دارایی خانوار را به خود اختصاص می‌دهد که متأسفانه به دلیل شرایط اقتصادی حاکم، تأمین آن به عنوان یکی از ضروری‌ترین نیازها، همواره بزرگ‌ترین دغدغه افراد و دولت است. اهمیت دیگر این صنعت، تبدیل شدن تولیدات آن به ابزاری جهت سرمایه‌گذاری می‌باشد. به دلیل تورم قابل توجه در کشور و همبستگی مسکن با آن و پایین بودن میزان عرضه نسبت به تقاضا - مخصوصاً در سنوات گذشته - موجب گردید مسکن به عنوان یک ابزار سرمایه‌گذاری به حساب آید. همچنین این کالا به عنوان ابزار پوشش تورم نیز محسوب می‌شود. از سوی دیگر نیاز به دانش کمتر نسبت به سایر صنایع - از جمله صنایع تکنولوژی محور - ورود به این صنعت را برای افراد غیرحرفه‌ای ساده نموده است. همه این عوامل سبب تشدید نگاه به این ابزار به عنوان یک کالای سرمایه‌ای

شده است؛ به نحوی که افراد پس از تأمین نیاز مصرفی خود، عموماً به دنبال تأمین مجدد مسکن به عنوان کالای سرمایه‌ای می‌باشند.

اگرچه تلاش‌های قابل توجهی در حوزه تأمین مالی ساخت و خرید با هدف سهولت تأمین مسکن و افزایش عرضه در سیاست‌های دولت و بانک مسکن به عنوان نهاد تخصصی مربوط انجام پذیرفته است، اما همچنان موفق به حصول حداقل نتایج مورد انتظار

۱۹۷

نیز نشده‌اند. یکی از علل عدم حصول نتیجه لازم، ناشی از عدم انطباق افزایش قیمت مسکن با قدرت خرید مصرف‌کننده می‌باشد. این موضوع بیانگر ضرورت داشتن نگاه ویژه

به طراحی و تعریف ابزارهایی جدید جهت انطباق حداکثری قدرت خرید با بهای مسکن است. اگرچه ابزارهایی همانند تسهیلات خرید مسکن اجرایی شده‌اند، اما این ابزار با توجه

به افزایش قابل توجه قیمت مسکن در سال‌های اخیر، کارایی خود را از دست داده و میزان تأمین مالی از این طریق به کمتر از ۲۰ درصد بهای واحد مسکونی کاهش یافته است. از

سوی دیگر افزایش میزان تسهیلات علاوه بر ایجاد مشکلات تأمین منابع برای بانک‌های عامل، به دلیل عدم توانایی بازپرداخت اقساط برای متقاضیان، عملی نخواهد بود. این موارد

موجب گردید که علی‌رغم وجود خانه‌های خالی در کشور، همچنان نیاز به تأمین مسکن به عنوان اساسی‌ترین نیاز هر خانوار، در کشور وجود داشته باشد. بر اساس اطلاعات موجود،

واحدهای مسکونی خالی کل کشور در سال ۱۳۹۵ بیش از ۲,۵ میلیون واحد می‌باشد (مرکز آمار ایران، ۱۳۹۵) این در حالی است که درصد اجاره‌نشینی در کل کشور به بیش از ۳۰

درصد خانوارها افزایش یافته است که مبین تبدیل مسکن به کالای سرمایه‌ای و عدم جوابگویی روش‌های فعلی در خانه‌دارشدن طبقه متوسط می‌باشد.

در سال‌های اخیر با توجه به توسعه و گسترش مفاهیم مالی و ابزارهای آن در اقتصاد کشور، شاهد رونق و شکوفایی در این حوزه می‌باشیم و سیاستگذاران و برنامه‌ریزان

بازارهای مالی با بهره‌گیری از عقود اسلامی به دنبال طراحی ابزارهای نوین مالی اسلامی و جایگزینی آنها با ابزارهای مالی رایج هستند (موسویان، وثوق و فرهادیان آرانی، ۱۳۹۲،

ص ۱۸۷). بزرگ‌ترین شاهد این موضوع، حجم سرمایه‌گذاران و نهادهای مالی فعال در بازار سرمایه می‌باشد که نویدبخش توسعه بیشتر آن است. از جمله ابزارهای جدید می‌توان به

صکوک، گواهی سپرده، صندوق‌های کالایی و سایر موارد مشابه اشاره نمود. در این مقاله

تلاش شده است با تعریف و طراحی اوراق سلف مسکن برای اولین بار در کشور با استفاده از ظرفیت‌های بازار سرمایه، ضمن استفاده از نقدینگی قابل توجه سرگردان در جامعه و سوق‌دادن آن به سوی حوزه مسکن برای تقویت عرضه در راستای کاهش نیاز مسکن، نسبت به تقویت قدرت خرید و افزایش میزان انطباق قدرت خرید مصرف‌کنندگان با قیمت مسکن و محافظت از ایشان در مقابل تورم اقدام گردد.

در این تحقیق ابتدا (بخش دوم) ادبیات موضوع و پیشینه تحقیق بیان می‌گردد. در بخش سوم روش تحقیق و در بخش چهارم به‌طور مختصر کلیاتی در خصوص اوراق و قرارداد سلف بیان می‌گردد. در بخش پنجم مکانیزم و مدل عملیاتی پیشنهادی اوراق سلف مسکن ارائه شده است. در بخش ششم و هفتم نیز به ترتیب مزایا و ریسک‌های اوراق و در نهایت در بخش پایانی، نتایج پژوهش و پیشنهادهایی در خصوص توسعه این ابزارها ارائه خواهد شد.

## ۲. ادبیات موضوع و پیشینه تحقیق

در کشور ما توسعه بازار سرمایه مخصوصاً بعد از تصویب قانون بازار اوراق بهادار - در آذرماه ۱۳۸۴- شکل و ساختار جدیدی یافت. یکی از اقدامات صورت گرفته، توسعه ابزارها مخصوصاً ابزارهای تأمین مالی می‌باشد. این موضوع منجر گردید وزن تأمین مالی از طریق بازار سرمایه در مقایسه با تأمین مالی از طریق سیستم بانکی افزایش یابد. این مهم صرفاً در مقایسه با بازار پول نبوده و در بازار سرمایه نیز تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی از طریق انتشار اوراق بدهی با رشد قابل ملاحظه‌ای همراه شده است؛ به‌طور مثال در سال ۱۳۹۱ کل اوراق بدهی (تأمین مالی) منتشره در بازار سرمایه کشور مبلغ ۳,۶۰۶ میلیارد ریال می‌باشد که در مقایسه با تأمین مالی صورت گرفته از محل افزایش سرمایه (صرفاً از محل مطالبات و آورده نقدی) به میزان ۷۴,۶۴۷ میلیارد ریال در همان سال، ناچیز است (سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۹۱). این موضوع در حالی است که میزان تأمین مالی از طریق اوراق بدهی در سال ۱۳۹۹ - به استثنای اوراق مرابحه عام منتشره توسط دولت - مبلغ ۴۵۶,۷۱۸ میلیارد ریال است که بیانگر رشد ۱۲۶ برابری میزان تأمین مالی از طریق اوراق بدهی در مقایسه با سال ۱۳۹۱ است. لازم است ذکر شود در سال ۱۳۹۹ میزان تأمین مالی شرکت‌ها از طریق

افزایش سرمایه (از محل مطالبات و آورده نقدی) به مبلغ ۲۹۶,۳۸۰ میلیارد ریال می‌باشد که صرفاً بیانگر رشد حدود ۴ برابری تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی از این محل است (سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۹۹). آنچه مسلم است توسعه ابزارهای مالی اسلامی منجر به توسعه جمع‌آوری سرمایه‌های راکد و تخصیص بهینه منابع شده و توسعه اقتصاد و رفاه عمومی را به همراه خواهد داشت (خوزین، ۱۳۹۶، ص ۲۲۱).

۱۹۹ تأمین مالی و طراحی شیوه تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی با هدف حداکثرکردن ثروت سهامداران با در نظر گرفتن منافع ذینفعان، یکی از عناصر و پارامترهای اصلی در بررسی روش تأمین مالی شرکت‌ها می‌باشد. برای این منظور، شناخت دقیق منابع مالی و ویژگی‌های حاکم بر آنها و همچنین شناخت مصارف مالی مورد نیاز ضرورت دارد. با تلفیق منابع و مصارف و تهیه جدول بهینه، طراحی مالی مناسب صورت می‌پذیرد.

روش‌های تأمین مالی شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی به دو نوع کلی مبتنی بر سرمایه (Equity-based) و مبتنی بر بدهی (Debt-based) تقسیم می‌گردد. در حالت کلی می‌توان چهار الگوی کلی را برای تأمین مالی بخش مسکن به شرح ذیل مشخص کرد (سروش، ۱۳۸۷، ص ۱۶۴). الگوی دوم مبتنی بر سرمایه و سایر الگوها مبتنی بر بدهی می‌باشند:

۱. نظام سپرده‌گذاری (بازار پول)؛
۲. صندوق‌های املاک و مستغلات و زمین و ساختمان (بازار سرمایه)؛
۳. تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار (بازار سرمایه)؛
۴. بازار رهن ثانویه (بازار سرمایه).

روش‌های تأمین مالی مبتنی بر سرمایه نیازمند مشارکت سهامداران فعلی بنگاه‌ها یا حضور سهامداران جدید می‌باشد. علاوه بر روش‌هایی نظیر افزایش سرمایه یا تأسیس شرکت پروژه، روش مرسوم برای تأمین مالی مسکن در این بخش، صندوق‌های زمین و ساختمان می‌باشند. در حال حاضر در بازار سرمایه، ۴ صندوق زمین و ساختمان مجوز فعالیت خود را دریافت نموده‌اند که تاکنون ۳ صندوق به فعالیت خود خاتمه داده و در مرحله تسویه بوده و یک صندوق نیز در مراحل پایانی ساخت خود است. این ابزار بیشتر از نوع سرمایه‌گذاری با هدف کسب بازدهی در عایدات ساخت و فروش مسکن می‌باشد. در مقابل تأمین مالی مبتنی بر سرمایه، تأمین مالی مبتنی بر بدهی وجود دارد که می‌توان آن

را جهت بررسی دقیق‌تر به دو زیرمجموعه تأمین مالی از طریق اخذ تسهیلات از بانک‌ها و مؤسسات مالی و اعتباری (الگوی اول) و تأمین مالی از طریق انتشار اوراق در بازار سرمایه (الگوی سوم و چهارم) طبقه‌بندی نمود. با توجه به تمرکز موضوع این تحقیق بر انتشار اوراق مخصوصاً اوراق سلف، موضوع تأمین مالی از طریق اخذ تسهیلات در این پژوهش صرف‌نظر شده است.

روش تأمین مالی از طریق بدهی نسبت به روش تأمین مالی مبتنی بر سرمایه به خاطر وجود سپر مالیاتی (Tax shield)، دارای هزینه مالی کمتری برای بنگاه‌ها می‌باشد، اما به دلیل وجود الزام در پرداخت سودهای دوره‌ای، در صورت عدم وجود جریان نقد ورودی کافی، شرکت‌ها را با ریسک ورشکستگی روبه‌رو می‌سازد. عموم این ابزارها نیاز به پرداخت دوره‌ای دارند. عرف پروژه‌های ساختمانی در بازه زمانی ۲-۳ سال ساخته و عایدات حاصل از فروش آن در مراحل پایانی ساخت یا پس از ساخت دریافت خواهد شد. این موضوع منجر به عدم انطباق جریان نقد روش تأمین مالی با پروژه موضوع تأمین مالی می‌گردد. علاوه بر این ابزارهای موجود دارای مشکلاتی دیگر در صنعت ساختمان می‌باشند؛ به‌طور مثال در اوراق استصناع امکان پیش‌فروش پروژه ساختمانی وجود ندارد. این موضوع در حالی است که پیش‌فروش علاوه بر اینکه به عنوان یک روش تأمین مالی محسوب می‌گردد، یک روش مدیریت ریسک عرضه واحدها در زمان پس از ساخت نیز است.

علاوه بر موارد فوق، کلیه روش‌های تأمین مالی احصاء شده - به استثنای تسهیلات خرید مسکن - متمرکز بر تأمین مالی سازنده می‌باشند و هیچ‌کدام به دنبال تأمین مالی خریدار نیستند. اگرچه تأمین مالی سازنده موجب کاهش بهای تمام‌شده و تسریع در ساخت و در نتیجه افزایش عرضه و کاهش (جلوگیری از افزایش) قیمت می‌گردد، اما به دلیل افزایش قابل توجه قیمت مسکن مخصوصاً در سنوات اخیر، مشکل اصلی خریداران، ناتوانی در تأمین بهای نقد یا اقساطی آن می‌باشد. تنها روش فعلی تأمین مالی خریداران و مصرف‌کنندگان مسکن، تسهیلات خرید بانک مسکن می‌باشد. این روش نیز با افزایش قیمت مسکن در سنوات اخیر کارایی خود را از دست داده است. در حال حاضر بر اساس آخرین گزارش بانک مرکزی، میانگین قیمت هر مترمربع واحد مسکونی در شهر تهران

حدود ۳۰۰ میلیون ریال می‌باشد (بانک مرکزی، خرداد ۱۴۰۰، ص ۳). با فرض میانگین متراژ ۷۰ مترمربعی، میانگین بهای خرید یک واحد مسکونی حدود ۲۱,۰۰۰ میلیون ریال است. با توجه به سقف تسهیلات قابل پرداخت بانک مسکن برای خرید، میزان تأمین مالی حدود ۲۰ درصد بهای واحد می‌باشد. اگرچه ممکن است افزایش سقف تسهیلات به عنوان یک گزینه برای تقویت قدرت خرید مصرف‌کننده پیشنهاد گردد، اما یکی از مشکلات این راهکار، عدم توانایی افراد در بازپرداخت اقساط می‌باشد. علاوه بر این موضوع، افزایش ۲۰۱ میزان سقف تسهیلات با هدف تأمین مالی بیشتر برای مصرف‌کننده، مشکلات نقدینگی و کمبود منابع را برای بانک عامل به همراه خواهد داشت. با عنایت به این موارد، نیاز به ابزار دیگری برای تأمین مالی خریداران ضروری می‌باشد.

در دو دهه اخیر در زمینه تأمین مالی صنعت ساختمان و مسکن از طریق ابزارهای موجود در بازار سرمایه تلاش‌های گسترده‌ای صورت گرفته است که از جمله آنها می‌توان به صندوق‌های زمین و ساختمان و اوراق رهنی اشاره نمود. البته برخی از ابزارها مختص یک صنعت نبوده و می‌توان در صنایع مختلف استفاده کرد که از جمله آنها می‌توان به صکوک اجاره، مرابحه، خرید دین، استصناع (سفارش ساخت) و سایر موارد مشابه اشاره نمود. همچنین صندوق سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات نیز مراحل نهایی تصویب دستورالعمل را طی می‌نماید. در ادامه ابتدا خلاصه‌ای از تحقیقات مربوط به اوراق سلف و سپس در حوزه معرفی و بررسی اوراق تأمین مالی مسکن و ساختمان ارائه می‌گردد:

## ۱-۲. پیشینه تحقیق در حوزه اوراق سلف

بیشتر پژوهش‌های داخلی در حوزه اوراق سلف متمرکز بر مسائل فقهی و حقوقی بوده و تنها دو پژوهش ورود به مسائل کاربردی (ارائه مدل ارزش‌گذاری) داشتند. در ادامه برخی از مهم‌ترین پژوهش‌های صورت گرفته در حوزه اوراق سلف ارائه می‌گردد:

اوراق سلف (Salam) نخستین بار در بحرین منتشر شد. مؤسسه پولی بحرین برای اولین بار در سال ۲۰۰۱ میلادی، اسناد دولتی مطابق با قوانین اسلامی منتشر کرد. ارزش این اسناد ۲۵ میلیون دلار آمریکا به شکل اوراق سه ماهه و با عنوان صکوک سلم بود (موسویان، ۱۳۸۹، ص ۸۸). بعد از این انتشار نیز این نهاد در بحرین اقدام به انتشار اوراق سلف در

بازه‌های ۳ ماهه می‌نماید و از این اوراق عملاً به عنوان جایگزین اسناد خزانه استفاده می‌کند (Wilson, 2008, p.4).

در ایران برای نخستین بار، *فراهانی‌فرد* (۱۳۸۸) در تحقیقی با عنوان «صکوک سلف، ابزاری مناسب برای تأمین مالی و پوشش ریسک» با استفاده از تجربه دیگر کشورهای اسلامی، مدلی عملیاتی از اوراق سلف متناسب با فقه امامیه و قوانین و مقررات بازار سرمایه ایران ارائه می‌نماید. بر اساس این تحقیق، معامله‌های بازار اولیه اوراق سلف هیچ مشکلی ندارد؛ اما معامله‌های بازار ثانویه آن اگرچه بر اساس موازین شریعت و قواعد عمومی معاملات قابل تصحیح است، اما بر اساس دیدگاه مشهور فقیهان محل اشکال است. برای برون‌رفت از این اشکال راهکارهایی پیشنهاد شده است.

*موسویان* (۱۳۸۹) در مقاله‌ای با موضوع «اوراق سلف، ابزاری برای تأمین مالی پروژه‌های بالادستی صنعت نفت» به دنبال اثبات فرضیه توان طراحی قراردادهای ترکیبی سلف موازی استاندارد و حواله با استفاده از اوراق سلف می‌باشد. یافته‌های این تحقیق نشان می‌دهد این ابزار کاربردهای گوناگونی می‌تواند داشته باشد که یکی از آنها تأمین مالی پروژه‌های بالادستی نفتی است.

*پاک‌نیت و فدایی‌واحد* (۱۳۹۷) در تحقیقی با عنوان «طراحی مدل قیمت‌گذاری اوراق سلف با استفاده از مدل دوجمله‌ای» اقدام به ارزش‌گذاری اوراق سلف نمودند. در این تحقیق ارزش‌گذاری اوراق در دو بخش اوراق با اختیار تبعی و اوراق بدون اختیار تبعی صورت گرفت. مدل ارزش‌گذاری نیز بر اساس مدل درخت دوجمله‌ای می‌باشد.

*نجفی، نیک‌جو و سلمانی* (۱۳۹۷) در مقاله‌ای با موضوع «ارائه الگویی برای قیمت‌گذاری اوراق سلف موازی نفتی بر اساس مدل قیمت‌گذاری اختیار معامله بلک شولز» اقدام به ارزش‌گذاری این اوراق نمودند. در این مقاله برخلاف مقاله قبلی، از مدل بلک - شولز برای ارزش‌گذاری اوراق سلف نفتی استفاده شد.

## ۲-۲. پیشینه تحقیق در حوزه تأمین مالی مسکن

مشابه پژوهش‌های سلف، در حوزه تأمین مالی مسکن نیز عمده تحقیقات متمرکز بر امکان بررسی فقهی و حقوقی به‌کارگیری یک ابزار در حوزه صنعت ساختمان می‌باشد و هیچ یک



مدل عملیاتی بر اساس ضوابط و مقررات بازار سرمایه و معیارهای اقتصادی و مالی را ارائه نموده‌اند. در ادامه کلیه پژوهش‌های صورت‌گرفته در حوزه تأمین مالی مسکن ارائه می‌گردد:

۲۰۳ اسلامی بیدگلی و فاضلیان (۱۳۸۴) در پژوهشی با عنوان «معرفی روش‌های تأمین مالی اسلامی مسکن» برخی از روش‌های اسلامی از جمله مرابحه در قالب فروش اقساطی، اجاره به شرط تملیک و مشارکت تناقصی را تشریح و امکان استفاده از آنها در جهت تأمین مالی مسکن در بازارهای اولیه و ثانویه را ارائه نمودند.

سروش (۱۳۸۷) در مقاله‌ای با عنوان «اوراق مشارکت رهنی ابزاری نوین در تأمین مالی بانک‌ها» امکان انتشار اوراق رهنی برای تأمین مالی بانک‌ها به خصوص بر مبنای تسهیلات خرید مسکن را مطرح و ارائه می‌نماید. در این پژوهش ابعاد مختلف اوراق رهنی از قبیل مالیات، فقهی و مکانیزم اجرا بررسی شده است.

معصومی‌نیا و شهیدی‌نسب (۱۳۸۸) در تحقیقی با عنوان «بررسی فقهی و اقتصادی ابزاری تأمین مالی مشارکت کاهنده» به معرفی ابزار مالی جدیدی پرداختند. بر اساس این پژوهش، مشارکت کاهنده قرارداد شرکتی است که به موجب آن طرفین ضمن قرارداد توافق می‌کنند یکی از شریکان به تدریج سهم‌الشرکه شریک دیگر را تملک کند. این مدل می‌تواند در برخی از موارد جایگزین مدل‌های اجاره به شرط تملیک و فروش اقساطی شود. از این قرارداد می‌توان برای احداث و خرید انواع طرح‌ها و دارایی‌ها به‌ویژه مسکن استفاده کرد.

حسینی‌زاده مظلومی (۱۳۸۹) در پایان‌نامه کارشناسی ارشد خود با موضوع «بررسی استفاده از صکوک استصناع در تأمین مالی مسکن» به استفاده از این اوراق برای تأمین مالی صنعت ساختمان پرداخته است. بر اساس این اوراق وزارتخانه‌ها، شهرداری‌ها و سایر نهادهای سازنده مسکن می‌توانند با استفاده از اوراق استصناع به احداث پروژه اقدام و قیمت آن را طبق زمان‌بندی معین بپردازند. در این پایان‌نامه مدل‌های عملیاتی گوناگونی از قبیل استصناع موازی، اجاره به شرط تملیک، استصناع عادی و سایر موارد مشابه بررسی شده است.

صالح‌آبادی و سعیدآبادی (۱۳۹۱) در مقاله‌ای با موضوع «سازوکار مدل عملیاتی تأمین مالی پروژه‌های پیمانکاری توسط اوراق سفارش ساخت» به کاربرد این اوراق در بخش

پیمانکاری پرداختند. در این پژوهش ابتدا اوراق سفارش ساخت به عنوان یک ابزار تأمین مالی اسلامی معرفی و ابعاد مختلف آن بررسی و در نهایت مدل عملیاتی برای تأمین مالی فعالیت‌های پیمانکاری معرفی گردیده است.

تملکی و احمدوند (۱۳۹۳) در پژوهشی با عنوان «اولویت‌بندی تکنیک‌های تأمین مالی اسلامی مسکن در نظام بانکی کشور» روش‌های تأمین مالی اسلامی مسکن شامل مزایه، اجاره به شرط تملیک، مشارکت کاهنده، تورق، بیع نسبه و استصناع موازی را تشریح و با توجه به معیارهای اتخاذ شده حقوقی - قانونی، مالی، فقهی و عمومی آنها را اولویت‌بندی نمودند.

شیرمردی و ندری (۱۳۹۶) در تحقیقی با عنوان «اوراق سلف موازی، ابزاری مناسب برای تأمین مالی مسکن» به دنبال تبیین و بررسی تطابق اوراق سلف موازی استاندارد مسکن با معیارهای فقهی، مالی و اقتصادی می‌باشند. با توجه به ترکیب قراردادهای سلف موازی استاندارد و حواله، اوراق سلف مسکن می‌تواند به عنوان ابزار مالی اسلامی مناسب در بازار سرمایه کشور جهت تأمین مالی بخش مسکن به کار گرفته شود.

شیرمردی و فطانت‌فرد (۱۳۹۹) در مقاله‌ای با موضوع «صکوک و کالت، ابزار مالی نوین در تأمین مالی مسکن» به دنبال تبیین این موضوع می‌باشند که از نظر فقهی، اقتصادی، مالی و ریسک، امکان طراحی و انتشار اوراق و کالت به عنوان یک ابزار نوین مالی اسلامی در بازار سرمایه ایران وجود دارد. همچنین این اوراق بر اساس ویژگی‌های خود می‌تواند به عنوان ابزار مالی مناسبی در بازار سرمایه کشور جهت تأمین مالی بخش مسکن به کار گرفته شود. پژوهش‌های قبلی بیشتر متمرکز بر مباحث فقهی اوراق می‌باشند و کمتر به بررسی تخصصی و اجرایی نمودن ابزارها از جنبه سازوکار و مباحث مالی و اقتصادی پرداخته‌اند؛ به‌طور مثال در پژوهش شیرمردی و ندری، صرفاً به مباحث فقهی اوراق سلف برای مسکن اشاره شده و با برخی از اوراق از جمله مشارکت و قرارداد آتی مقایسه شد. موارد مقایسه‌شده و همچنین ارکان پیشنهادی به صورت کلی می‌باشد و در خصوص همه اوراق سلف وجود دارد. همان‌گونه که در پژوهش موسویان در خصوص اوراق سلف برای صنعت نفت و سایر تحقیقات اوراق سلف نیز این ارکان مشاهده می‌گردد، لذا هیچ‌گونه مدل عملیاتی خاص صنعت ساختمان اشاره نشده است. به جرئت می‌توان گفت یکی از مباحث

مربوط به اوراق و ابزارهای اسلامی، بررسی کاربردهای قابل اجرای آن و مکانیزم نمودن است. این موضوع متأسفانه بیانگر خلأ تحقیقات در حوزه کاربردی نمودن ابزارهاست. هدف اصلی و نوآوری این پژوهش طراحی و ارائه مکانیزم اجرایی انتشار اوراق سلف برای اولین بار در بازار مسکن می‌باشد. در کنار این موضوع نوآوری دیگر این تحقیق، کاربرد اجرایی این اوراق به عنوان ابزار تأمین مالی کننده خریدار مسکن - برخلاف سایر ابزارهای تأمین مالی مسکن - است؛ لذا در این پژوهش مصوبات کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار مخصوصاً مصوبه جلسه شماره ۲۱۶ که بر اساس طرح نویسندگان این مقاله مورد تصویب قرار گرفته است، در کنار قوانین و دستورالعمل‌های بازار سرمایه با هدف انتشار این اوراق برای بازار مسکن بررسی و تحلیل می‌شود.

### ۳. روش تحقیق

در این تحقیق به دنبال معرفی و طراحی اوراق سلف مسکن مطابق با ضوابط و مقررات سازمان بورس، بورس کالا و تأییدیه اخذشده از کمیته فقهی می‌باشیم. از آنجایی که این پژوهش به طراحی یکی از روش‌های تأمین مالی بخش مسکن می‌پردازد، جزء تحقیق‌های کاربردی قرار می‌گیرد. در این پژوهش از بررسی کتابخانه‌ای در گردآوری و تحلیل اطلاعات مقدماتی استفاده می‌گردد و از روش توصیفی - تحلیلی در تبیین و بررسی ابعاد تخصصی مدل‌های عملیاتی و اجرایی اوراق سلف مسکن استفاده می‌شود. هدف اصلی از این تحقیق توسعه و گسترش ابزار تأمین مالی اسلامی (صکوک) جهت تأمین مالی خرید مسکن برای مصرف‌کنندگان نهایی و تولیدکنندگان حرفه‌ای و انبوه‌سازان می‌باشد. این پژوهش با استفاده از مطالعات و بررسی‌های کتابخانه‌ای به دنبال پاسخ به این سؤال است که آیا طبق معیارهای مالی و اقتصادی، اوراق سلف استاندارد قابلیت پیاده‌سازی و اجرا در حوزه مسکن را دارد و می‌تواند ابزار مالی مناسب برای تأمین مالی خرید مسکن باشد؟

### ۴. قرارداد و اوراق سلف

سازمان حسابداری و حسابرسی مؤسسه‌های مالی اسلامی (AAOIFI) چهارده نوع صکوک شامل اجاره، مالکیت دارایی که در آینده ساخته می‌شود، مالکیت منافع دارایی موجود، مالکیت منافع دارایی‌هایی که در آینده ساخته می‌شود، ارائه خدمت، سلم، مباحه،

مشارکت، مضاربه، وکالت (نماینده سرمایه‌گذاری)، مزارعه، مساقات، حق الامتیاز و استصناع را معرفی نموده است (موسویان، ۱۳۹۱، صص ۴۳۷ و ۴۴۴). یکی از این اوراق، صکوک سلم (سلف) می‌باشد. در ادامه سلف و اوراق سلف معرفی می‌گردد.

عقد بیع، عقدی است که به موجب آن هر یک از فروشنده و خریدار، مال خود را در عوض مال طرف مقابل، به وی تملیک می‌کند. قرارداد بیع از منظر زمان و تحویل عوضین به چهار صورت قابل تصور است (همان، صص ۲۳۲ و ۲۳۸-۲۳۹):

۱. بیع نقد: کسی که کالایی را در مقابل مبلغی می‌فروشد، اگر در قرارداد شرط مدت‌دار بودن مبیع یا ثمن را نکند یا تصریح به حال بودن آن دو نکند، بیع نقد و حال خواهد بود.

۲. بیع نسبه: اگر در بیع برای پرداخت ثمن مدت تعیین شود، بیع نسبه خواهد بود.

۳. بیع سلف: اگر در قرارداد بیع برای تحویل مبیع مدت تعیین شود، معامله را بیع سلف یا سلم می‌گویند.

۴. بیع کالی به کالی: اگر در قرارداد بیع، هم برای تحویل مبیع و هم برای پرداختن ثمن مدت تعیین کنند، بیع کالی به کالی نامیده می‌شود.

در مفاهیم مالی نیز از عناوینی همانند آتی‌ها، پیش‌خرید و سایر موارد استفاده می‌شود که برخی از آنها مشابه با انواع بیع اشاره شده می‌باشد. برای تفکیک بهتر این عناوین، مشخصات (زمان تحویل کالا و بهای آن) هر یک در جدول ذیل ارائه شده است. همان‌گونه که از جدول قابل استنتاج است، عناوین، مشابه انواع بیع در مباحث فقهی هستند:

جدول ۱: تفکیک انواع قراردادهای خرید مرسوم

عنوان	زمان تحویل کالا	زمان پرداخت بهای کالا
خرید نقد	حال	حال
خرید نسبه	حال	آینده
پیش‌خرید/ سلف	آینده	حال
آتی	آینده	آینده

منبع: (راعی و سعیدی، ۱۳۸۷، ص ۱۷۶).

با توجه به موضوع تحقیق، در ادامه صرفاً سلف ارائه خواهد شد. سلف (سلم) در لغت به معنای پیش پرداخت و بیع سلف به مفهوم پیش خرید یا پیش فروش است (عیسوی و قلیچ، ۱۳۹۳، ص ۱۳۴). قرارداد سلف استاندارد قراردادی است که بر اساس آن مقدار معینی از کالا بر اساس مشخصات قرارداد سلف استاندارد به فروش می‌رساند وجه مذکور باید نقدی در مهلت تسویه و طبق مشخصات قرارداد پرداخت و کالا در سررسید تحویل شود (عبدی‌پور فرد و شهیدی، ۱۳۹۴، ص ۴۲). خریدار می‌تواند معادل کالایی که خریداری کرده را طی قرارداد سلف موازی استاندارد با شرایط ذیل به فروش برساند (بورس کالای ایران، ۱۳۹۲):

- ✓ هر قرارداد سلف موازی استاندارد مستقل از قراردادهای دیگر است؛
- ✓ طی آن معادل کالای خریداری شد به فروش می‌رسد؛
- ✓ مطابق با مشخصات قرارداد در عرضه اولیه، منعقد می‌شود؛
- ✓ همزمان با عقد قرارداد سلف موازی استاندارد، عقد حواله‌ای منعقد می‌شود که بر اساس آن فروشنده تحویل کالا را به عرضه‌کننده حواله می‌کند و عرضه‌کننده متعهد به تحویل کالا بر اساس حواله مذکور خواهد بود.

اوراق سلف موازی استاندارد برای اولین بار در سال ۱۳۹۳ در بورس کالای ایران انتشار یافت (بورس کالای ایران، ۱۳۹۹، ص ۲۸). این ابزار از زمان اجرایی شدن تاکنون مورد استقبال بسیاری از شرکت‌ها قرار گرفته است که از جمله آنها می‌توان به شرکت‌های صنعت فلزات اساسی، نفت و برق اشاره نمود. لازم است ذکر شود تاکنون ۲۶ اوراق سلف در بورس کالای ایران مورد پذیرش و عرضه قرار گرفته است. علاوه بر بورس کالا، این اوراق در بورس انرژی نیز بر مبنای کالاهایی از جمله نفت و برق منتشر و عرضه شده است.

## ۵. مدل عملیاتی اوراق سلف استاندارد مسکن

در این بخش تلاش می‌گردد بر اساس پژوهش‌های پیشین و صورتجلسه کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار در خصوص سلف مسکن، مدل اجرایی انتشار اوراق منطبق بر ضوابط سازمان بورس و اوراق بهادار و عرف و ضوابط تخصصی حاکم بر صنعت ساختمان طراحی و پیشنهاد گردد. تقریباً تمامی اوراق سلف منتشر شده در بازار سرمایه از

نوع تأمین مالی (دارای اختیار خرید و فروش) می‌باشد و به تحویل فیزیکی منجر نگردیده‌اند. اوراق سلف مسکن با این دیدگاه تفاوت چندانی - به استثنای دارایی پایه - نخواهد داشت. تفاوت اصلی و نوآوری ویژه در خصوص نحوه انتخاب دارایی به نحوی است که در سررسید قابلیت تحویل داشته و حداکثر انطباق با قدرت خرید مصرف‌کننده و شرایط صنعت را داشته باشد.

یکی از ویژگی‌های بازار سرمایه، وجود کالاها یا اوراق بهادار استاندارد و همگن می‌باشد. این موضوع در خصوص اوراق سلف نیز به عنوان یک ابزار پذیرفته‌شده در بازار سرمایه مصداق دارد. اوراق سلف به پشتوانه دارایی فیزیکی منتشر می‌گردد؛ به‌طور مثال اوراق سلف میلگرد، به پشتوانه و بر اساس نوع خاصی از میلگرد که در امیدنامه ذکر شده است، منتشر می‌گردد؛ به‌طور مثال می‌توان به میلگرد سایز ۱۶ با استانداردها و مشخصات بورس کالا اشاره نمود. این میلگرد با این مشخصات میان تمام تولیدکنندگان این کالا یکسان است. در خصوص مسکن این موضوع متفاوت می‌باشد. یکی از ویژگی‌های اصلی مسکن ناهمگن بودن است. حتی اگر کلیه مشخصات، سازنده، مصالح و نقشه‌های دو پروژه یکسان باشند، به دلیل تفاوت در محل جغرافیایی قرارگیری با یکدیگر متمایز هستند. یکی از راهکارهای همگن نمودن مسکن در اوراق سلف، انتشار اوراق برای هر پروژه می‌باشد. در این صورت تفاوت ناشی از محل جغرافیای پروژه، سازنده و سایر موارد حذف می‌گردد.

اگرچه یکی از عوامل منجر به ناهمگن بودن مسکن حذف گردید، اما همچنان، مبنای استاندارد و همگن برای انتشار اوراق وجود ندارد. حتی در یک پروژه ساختمانی عواملی از قبیل ضریب طبقه، موقعیت در طبقه (شمالی، جنوبی و ...)، متراژ واحد و سایر موارد بسته به مرغوبیت هر واحد، عواملی هستند که موجب تفاوت در واحدهای مسکونی یک پروژه ساختمانی می‌شوند. جهت رفع این موضوع ایده به‌کاررفته آن است که می‌توان یک واحد مسکونی از پروژه را به عنوان مبنا قرار داد و سایر واحدها را بر اساس ویژگی‌های ذکرشده از قبیل متراژ، طبقه، موقعیت و سایر پارامترها، ضریب‌دهی نمود. به‌طور معمول در یک

پروژه واحدهای اولین طبقه مسکونی دارای پایین‌ترین قیمت می‌باشند که بهتر است از این واحدها به عنوان واحد مبنا استفاده نمود.

اگرچه با توضیحات و مدل‌های ارائه‌شده فوق مشکل همگن و استاندارد بودن مسکن برای قرارگیری به عنوان مبنای اوراق سلف برطرف شده است، اما برای استقبال و عمومیت از این اوراق نیاز به اعمال موارد دیگری می‌باشد. بر اساس موارد یادشده فوق، یکی از موارد همگن نمودن، انتشار اوراق برای هر پروژه و واحد می‌باشد. در این صورت سقف

۲۰۹

تعداد اوراق منتشره در هر اوراق سلف، به میزان محدود و برابر با تعداد واحدهای یک پروژه خواهد بود. این موضوع دو مشکل را به همراه خواهد داشت. اولین مشکل ناشی از بهای بالای هر ورقه می‌باشد که ممکن است با مقبولیت و استقبال عامه روبه‌رو نگردد. موضوع دیگر از دست دادن کارایی این اوراق برای تأمین مالی مصرف‌کننده می‌باشد. چنانچه یک مصرف‌کننده توانایی خرید واحد مسکونی را داشته باشد، نیازی به تأمین مالی و حضور در بخش ابزارهای تأمین مالی بازار سرمایه را ندارد. در این راستا به جای انتشار اوراق بر مبنای ارزان‌ترین واحد مسکونی، راهکار ارائه‌شده انتشار اوراق بر مبنای بخشی از آن واحد - به‌طور مثال یک مترمربع یا واحد کوچک‌تر - می‌باشد. این موضوع موجب می‌گردد که تعداد برگه‌های اوراق حداقل به میزان تعداد مترها پروژه باشد که استقبال و حضور بیشتر افراد را به همراه خواهد داشت. از سوی دیگر به دلیل تقسیم یک واحد به مترها کوچک‌تر، افراد مختلف می‌توانند بر اساس توانایی خود بخشی از یک واحد مسکونی را خریداری نمایند.

جهت بررسی بهتر، مثال فرضی در خصوص مدل انتشار در ادامه ارائه می‌گردد. فرض کنید موضوع انتشار اوراق یک پروژه ساختمانی ۱۰ طبقه که هر طبقه دارای یک واحد ۱۰۰ مترمربعی است، می‌باشد. اطلاعات پروژه فرضی به صورت ذیل است:

جدول ۲: اطلاعات پروژه فرضی

ردیف	شماره طبقه	متراژ هر واحد (مترمربع)	ضریب طبقه	تعداد اوراق مورد نیاز برای خرید واحد (حاصل ضرب متراژ هر واحد در ضریب طبقه)
۱	۱	۱۰۰	۱	۱۰۰
۲	۲	۱۰۰	۱,۰۱	۱۰۱
۳	۳	۱۰۰	۱,۰۲	۱۰۲
۴	۴	۱۰۰	۱,۰۳	۱۰۳
۵	۵	۱۰۰	۱,۰۴	۱۰۴
۶	۶	۱۰۰	۱,۰۵	۱۰۵
۷	۷	۱۰۰	۱,۰۶	۱۰۶
۸	۸	۱۰۰	۱,۰۷	۱۰۷
۹	۹	۱۰۰	۱,۰۸	۱۰۸
۱۰	۱۰	۱۰۰	۱,۰۹	۱۰۹
جمع کل		۱,۰۰۰	-	۱,۰۴۵

در این صورت دو حالت برای انتشار اوراق وجود خواهد داشت:

✓ انتشار اوراق به میزان جمع متراژ پروژه: در این حالت جمع اوراق منتشره، حداکثر به میزان جمع متراژ قابل فروش پروژه (در این مثال ۱,۰۰۰ مترمربع) خواهد بود. بر اساس این جدول که به پیوست امیدنامه منتشر و مورد اطلاع کلیه دارندگان قرار خواهد گرفت، افراد اطلاع دارند که در سررسید برای تملک هر واحد چند برگه اوراق باید خریداری نمایند؛ به طور مثال فرد برای خرید واحد شماره ۹، باید نسبت به خرید ۱۰۰ برگه اوراق سلف استاندارد مسکن اقدام نماید. قیمت‌گذاری اوراق بر اساس



واحد شماره ۱ در طبقه اول صورت پذیرفته است، اما خریدار در سررسید تمایل به خرید واحد شماره ۹ خواهد داشت. در این صورت فرد در سررسید در صورت عدم وجود متقاضی دیگر برای این واحد، باید ۹ درصد قیمت بابت ضریب طبقه به ناشر اوراق (سازنده) بپردازد (سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۹۹).

۲۱۱ ✓ انتشار اوراق به میزان جمع تعداد اوراق مورد نیاز بر اساس ضرایب واحد: در این حالت، تعداد اوراق منتشره به میزان جمع حاصل ضرب مترآژ هر واحد در ضریب هر واحد خواهد بود. در مثال ارائه شده جمع تعداد برگه‌های منتشره به میزان ۱,۰۴۵ ورقه خواهد بود. چنانچه خریدار به دنبال خرید واحد شماره ۹ باشد، باید در روز سررسید ۱۰۸ ورقه سلف برای خرید واحد ۱۰۰ مترمربعی در طبقه ۹ ارائه نماید.

لازم است ذکر شود اکثر اوراق سلف عرضه شده تاکنون، دارای اختیاراتی خرید و فروش تبعی می‌باشند. وجود این دو اختیار عملاً اوراق را تبدیل به اوراق تأمین مالی کرده و تحویل فیزیکی صورت نمی‌پذیرد. اوراق سلف مسکن طراحی و ارائه شده در این مقاله به نحوی است که با توجه به هدف اولیه این اوراق در خصوص تأمین مالی خریداران مسکن، علاوه بر انتشار اوراق با دو اختیار تبعی برای تأمین مالی هزینه‌های ساخت سازنده، امکان انتشار اوراق بدون اختیار و با هدف تحویل مسکن در سررسید نیز میسر می‌باشد.

با توجه به موارد فوق می‌توان تعریف قرارداد و اوراق سلف مسکن را بیان نمود. قرارداد سلف مسکن، قراردادی است که طبق آن شرکت سازنده (عرضه‌کننده)، مقدار معینی از پروژه ساختمانی را بر مبنای مترمربع بر اساس مشخصات قرارداد سلف، در برابر بهای نقد و به قیمت قطعی مطابق با شرایط امیدنامه به فروش می‌رساند تا در سررسید (دوره تحویل) به خریدار تسلیم کند. اوراق سلف نشان‌دهنده انعقاد بیع سلف بر واحدهای ساختمانی با ویژگی‌های مشخص است که بر مبنای آن، اوراق سلف منتشر و از طریق بازار سرمایه عرضه خواهد شد. بر این اساس دارندگان اوراق سلف به نسبت میزان اوراقی که در اختیار دارند بر اساس شرایط ذکر شده در امیدنامه مالک قطعی و نهایی بخشی از واحدهای ساختمانی هستند که به موجب قرارداد سلف، اوراق آن عرضه شده است (سازمان بورس و اوراق بهادار، صورتجلسه کمیته تخصصی فقهی، ۱۳۹۹).

جهت انتشار اوراق سلف مسکن، عرضه‌کننده (سازنده)، باید مدارک مالکیت زمین و پروژه ساختمانی، امیدنامه اوراق و سوابق فعالیتی خود را به بورس کالای ایران (هیئت پذیرش) ارائه نماید. همچنین برای رعایت موازین فقهی و شرعی نیاز است در امیدنامه مشخصات پروژه، مصالح، نقشه واحدها، ضرایب و سایر فاکتورهای مورد نیاز علاوه بر موارد اشاره‌شده در ماده ۴ دستورالعمل اوراق سلف، ارائه گردد. تعیین قیمت و عرضه اولیه اوراق نیز مطابق با ماده ۶ دستورالعمل اوراق سلف به یکی از روش‌های زیر صورت می‌گیرد (بورس کالای ایران، ۱۳۹۲):

۱. عرضه اولیه به روش حراج حضوری؛
۲. عرضه اولیه به روش گشایش؛
۳. عرضه اولیه به روش عرضه گسترده با قیمت ثابت.

## ۵-۲. معاملات ثانویه

مکانیزم بازار ثانویه اوراق سلف مسکن، همانند سایر اوراق سلف منتشرشده می‌باشد و در این خصوص تفاوتی وجود ندارد. یکی از ویژگی‌های بازار سرمایه نقدشوندگی و امکان خریدوفروش اوراق می‌باشد. همان‌گونه‌که در پژوهش‌های قبلی ارائه گردید، دارنده اوراق می‌تواند با فروش اوراق در بازار ثانویه، دریافت مابازای اوراق را به خریدار جدید حواله دهد. خریدار سلف مسکن می‌تواند قبل از سررسید، بر اساس قرارداد سلف دیگری، مقدار مشخصی از پروژه را به صورت کلی فی‌الذمه به خریدار جدید بفروشد و او را به شرکت سازنده جهت دریافت مقدار مذکور یا تسویه نقدی حواله دهد، به این قرارداد سلف مستقل می‌گویند (سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۹۹).

برای ایجاد مزیت نقدشوندگی، معمولاً اوراق دارای بازارگردان می‌باشد. چنانچه اوراق از نوع تأمین مالی باشد (اوراق با اختیارهای خریدوفروش)، نرخ‌های بازارگردانی مطابق با رویه‌های بورس کالا مشخص و در امیدنامه اوراق اعلام می‌گردد. در این حالت دامنه بازارگردانی و قیمت اوراق محدود و با توجه به قیمت اعمال اختیارهای خریدوفروش تعیین می‌گردد. در صورتی که اوراق بدون اختیار و با هدف تحویل مسکن در سررسید منتشر گردد، با توجه به قیمت دارایی پایه (مسکن)، قیمت اوراق متفاوت می‌باشد.

### ۳-۵. تحویل مسکن در سررسید

علاوه بر تفاوت در نوع و نحوه تعیین دارایی پایه، یکی از تفاوت‌های اوراق سلف مسکن طراحی و ارائه‌شده در این مقاله با سایر اوراق‌های سلف، در سررسید و تحویل مسکن می‌باشد. چنانچه اوراق دارای اختیارهای خرید و فروش تبعی باشد، مشابه سایر اوراق‌های سلف، یکی از این اختیارها - حسب قیمت دارایی پایه در سررسید - اعمال و تسویه نقدی صورت می‌پذیرد. چنانچه اوراق بدون اختیار منتشر شده باشد - بدون اختیار خرید برای عرضه‌کننده - در این صورت در سررسید موضوع تحویل مسکن رخ خواهد داد. در خصوص کالاهایی از قبیل نفت و میلگرد، با توجه به دوره ساخت و تولید متداوم کالا توسط عرضه‌کننده، موضوع تأخیر در تحویل به دلیل عدم تکمیل در ساخت کالا، موضوعیت کمتری خواهد داشت؛ اما این موضوع در صنعت ساختمان مخصوصاً به دلیل مواردی از جمله تأخیرات غیرمجاز رخ خواهد داد. در صورتی که بروز تأخیر به خاطر شرایط غیرقابل پیش‌بینی و عواملی که خارج از اختیار و قصور سازنده باشد، جریمه‌ای مترتب بر سازنده نمی‌باشد؛ اما در صورتی که تأخیر غیرمجاز - ناشی از قصور سازنده - باشد، مطابق با دستورالعمل‌ها و ضوابط بورس مشمول جریمه خواهد شد (سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۹۹).

بهرتر است برای هر دو تأخیر مجاز و غیرمجاز، سقف زمانی پیش‌بینی گردد. این موضوع مخصوصاً در شرایط تأخیر غیرمجاز ضرورت بیشتری دارد. در صورت آماده‌بودن تحویل مسکن - با احتساب یا بدون احتساب تأخیر - پیشنهاد می‌گردد زمانی برای بررسی تکمیل بودن و بازدید دارندگان اوراق سلف مسکن از پروژه ساختمانی فراهم گردد. برای سهولت در فرایند تحویل مسکن، در زمان عرضه اولیه، حداقل تعداد واحد برای فرایند تحویل برای هر فرد (دارنده اوراق) تعیین می‌گردد و صرفاً افرادی که معادل یا بیش از این حداقل اوراق را مالک باشند، وارد فرایند تحویل خواهند شد. در خصوص افرادی که اوراق تحت تملک آنها کمتر از حداقل مورد نیاز برای فرایند تحویل (طبق امیدنامه) باشد یا به هر دلیلی دارنده اوراق تمایلی به تحویل مسکن ندارد، ناشر می‌تواند به وکالت از دارندگان اوراق، مسکن باقیمانده را در فرایند حراج به فروش رسانده و با دارندگان اوراق تسویه نماید (سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۹۹). در این صورت با توجه به ظرفیت

ایجادشده در خصوص عرضه املاک در بازار فرعی می‌توان از مکانیزم این بازار برای عرضه این واحدها و اوراق مربوطه استفاده نمود.

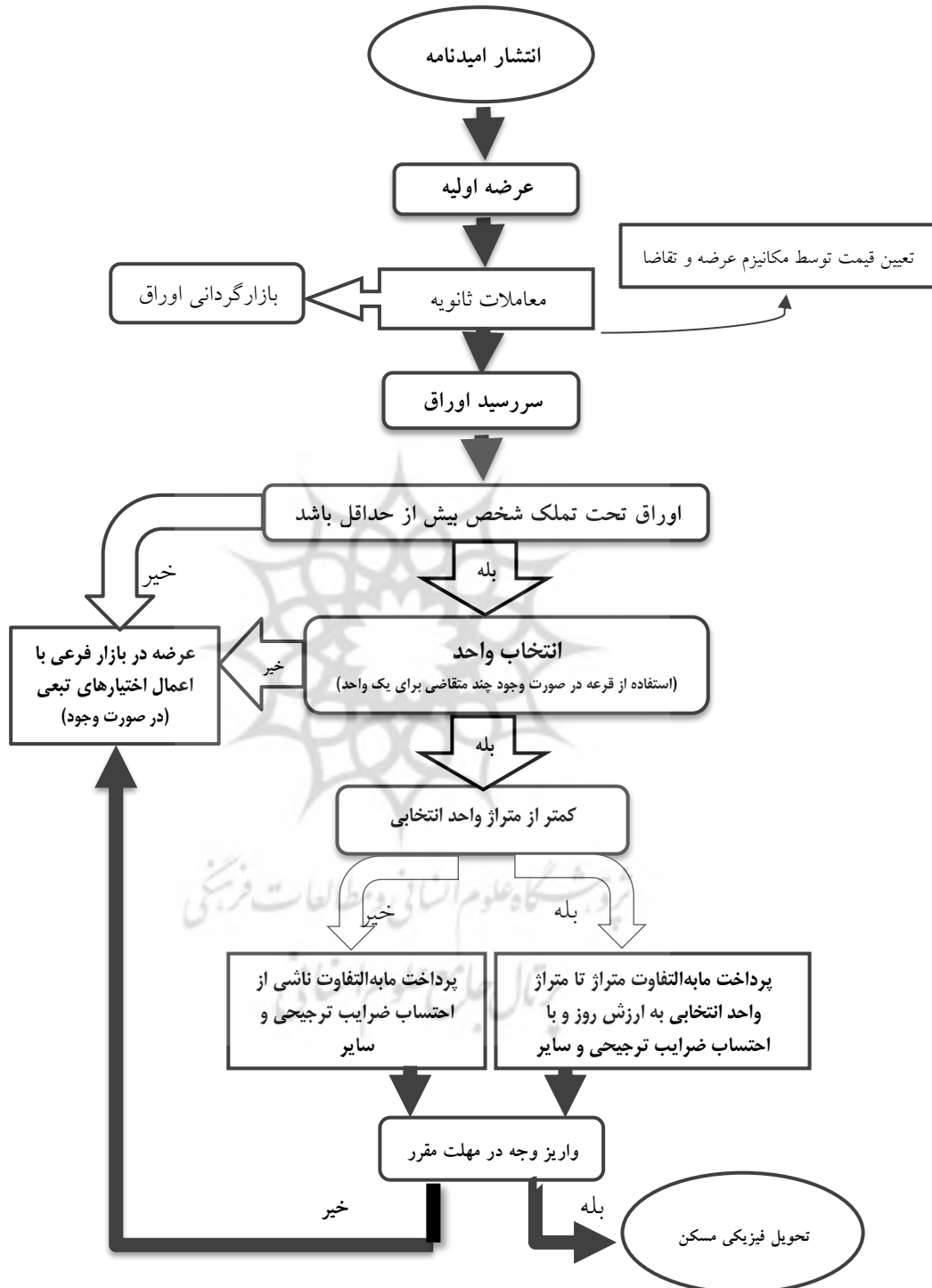
چنانچه دارنده اوراق دارای حداقل اوراق برای تحویل بوده و قصد دریافت واحد را داشته باشد، پس از انتخاب واحد، چنانچه واحد انتخابی متقاضی دیگری نداشته باشد، واحد به وی تحویل می‌گردد. در صورتی که برای آن واحد بیش از یک نفر متقاضی دارای شرایط باشند، با استفاده از قرعه، نفر منتخب معین می‌شود (سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۹۹).

در تصویر ۱، فرایند عرضه اولیه تا تحویل مسکن در سررسید برای اوراق سلف مسکن پیشنهادی ارائه شده است.

## ۶. تفاوت‌های اوراق سلف مسکن با سایر روش‌ها و مزایای آن

اوراق سلف مطرح‌شده، در کنار سایر روش‌های تأمین مالی صنعت ساختمان می‌تواند نقش مؤثر تأمین مالی برای سمت تقاضا (مصرف‌کننده نهایی) را ایفا نماید. البته این اوراق می‌تواند در شرایط رکود به دلیل ترمیم قدرت خرید مصرف‌کننده، موجب سهولت در عرضه و در نتیجه تأمین مالی سازنده نیز گردد؛ لیکن اثربخشی و تمایز اصلی این ابزار که در طراحی آن به‌طور ویژه مورد توجه نویسندگان مقاله حاضر بوده است، ایجاد امکان تأمین مالی مصرف‌کننده و حفظ و تقویت قدرت خرید وی و نهایتاً امکان خانه‌دار شدن ایشان می‌باشد.

تفاوت دیگر این اوراق، تحویل مسکن - در صورت افزایش متراژ خریداری‌شده به میزان حداقل تعیین‌شده - در سررسید به خریدار می‌باشد. این موضوع در حالی است که در ابزارهای موجود مخصوصاً صندوق سرمایه‌گذاری زمین و ساختمان، واحدهای ساختمانی واگذارشده و عایدات آن میان دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق توزیع می‌گردد.



تصویر ۱: فرایند عرضه تا تحویل اوراق سلف مسکن

در ابزارهای تأمین مالی موجود از قبیل اوراق سفارش ساخت، اجاره، مرابحه و سایر موارد مشابه، نرخ بازدهی ثابت می‌باشد. در اوراق سلف با توجه به اینکه بخشی از واحد مسکونی مبنای اوراق بوده و دارنده اوراق مالک آن بخش محسوب می‌گردد، متناسب با افزایش قیمت مسکن، از بازدهی آن منتفع خواهد شد. همچنین این ابزار می‌تواند به عنوان پوشش (Hedge) تورم نیز عمل کند. در این صورت دارندگان اوراق به میزان برگه‌های (مترائز) خریداری شده در مقابل افزایش قیمت مسکن مصون خواهند بود. این موضوع موجب می‌گردد این ابزار بتواند به عنوان ابزار سرمایه‌گذاری در صنعت ساختمان نیز محسوب گردد. یکی از علل افزایش قیمت مسکن در بازار واقعی، وجود تقاضای سرمایه‌گذاری است. در این حالت سرمایه‌گذاران با هدف پوشش تورم - مخصوصاً به دلیل همبستگی بالا میان تورم عمومی کشور و تورم مسکن - نسبت به خرید واحد مسکونی به عنوان ابزار سرمایه‌گذاری اقدام نمایند. با تعریف اوراق سلف، می‌توان به نیاز سرمایه‌گذاری از این طریق بدون حضور در عرضه و تقاضای بازار واقعی مسکن پاسخ داد و همزمان از این منابع برای افزایش تولید و عرضه بهره برد. مخصوصاً در شرایطی که معامله در بازار سرمایه با سهولت و هزینه کمتری در مقایسه با بازار واقعی املاک همراه باشد. اوراق طراحی شده، علاوه بر موارد اشاره شده، دارای ویژگی‌های بارزی می‌باشد که به شرح ذیل و به تفکیک برای خریداران، سازندگان و دولت ارائه می‌گردد:

### ۶-۱. مزایای اوراق سلف مسکن برای خریداران

اوراق سلف پیشنهادی، به خریداران امکان خرید بخشی از یک واحد مسکونی و افزایش آن تا یک واحد را در طی مدت ساخت خواهد داد. حتی اگر مصرف‌کننده نتواند تا پایان عمر اوراق نسبت به افزایش میزان خریداری شده تا یک واحد مسکونی اقدام نماید، در ازای مترائز خریداری شده از تورم مصون خواهد ماند؛ به‌طور مثال در حال حاضر بهای رهن پرداختی توسط مستأجر برای یک واحد مسکونی، معادل با قیمت خرید همان واحد در ۴ سال پیش می‌باشد. در صورتی که فرد امکان خرید بخشی از واحد مسکونی را داشت، می‌توانست در سنوات قبل اقدام به خرید چند مترمربع نموده و در ازای منابع صرف شده برای خرید آن بخش، در مناطق ارزان‌تری سکونت کند تا در بلندمدت بتواند با افزایش

متراژ خریداری شده، نسبت به تملک یک واحد مسکونی اقدام نماید. این موضوع در حالی است که با توجه به عدم امکان خرید بخشی از واحد مسکونی، فرد از این ظرفیت محروم است؛ بنابراین یکی از ویژگی‌های اوراق سلف مطرح شده، امکان خرید بخشی از یک واحد مسکونی می‌باشد. همچنین ویژگی دیگر آن، خرید مرحله‌ای برای مصرف‌کنندگان است. سومین ویژگی نیز پوشش در مقابل تورم به ازای متراژ خریداری شده است. تمام موارد ذکر شده مبین تبدیل یک نیاز بالقوه به تقاضای فعال و مؤثر است که علاوه بر جبران قدرت خرید تقاضای مصرفی، موجب افزایش رونق در بازار تولید و عرضه مسکن خواهد شد.

در کنار ویژگی‌های یادشده، می‌توان برخی از مزایای اوراق بهادار پذیرفته شده در بازار سرمایه را نیز برای اوراق سلف مسکن احصا نمود. مهم‌ترین این موارد نقدشوندگی و کاهش هزینه معاملات می‌باشد. یکی از ویژگی‌های بازار سرمایه نقدشوندگی است که این موضوع از طریق وجود ارکانی از قبیل بازارگردان تأمین می‌گردد؛ به عبارت دیگر خریداران می‌توانند در صورت نیاز به راحتی نسبت به واگذاری تمام یا بخشی از متراژ خریداری شده خود اقدام نمایند. این موضوع در خصوص خرید اوراق نیز وجود خواهد داشت. وجود بازار نظام‌مند و پایین بودن هزینه معاملات در مقایسه با بازار واقعی مسکن، موجب کاهش هزینه واقعی و هزینه پنهان (زمان) برای خرید و فروش می‌گردد. علاوه بر این موارد، می‌توان به شفافیت نیز اشاره نمود. یکی از دغدغه اصلی پیش‌خریداران در بازار مسکن، مسائلی از قبیل عدم تکمیل ساختمان در موعد مقرر، موارد مربوط به فروش یک واحد به چندین نفر، مشکلات مالکیت زمین توسط سازنده و سایر موارد مشابه می‌باشد. این موارد با توجه به ابزارهای نظارتی بورس کالا و سازمان بورس و اوراق بهادار و همچنین تضامین اخذشده به راحتی قابل پوشش می‌باشد.

## ۶-۲. مزایای اوراق سلف مسکن برای سازندگان

اگرچه مباحث مطرح شده تاکنون، بیشتر تأکید بر معرفی سلف به عنوان یک روش تأمین مالی برای خریداران می‌باشد، این ابزار قابلیت تأمین مالی برای سازنده را نیز داراست. تأمین مالی خریدار، موجب افزایش تقاضا و در نتیجه سهولت در عرضه و در نهایت تأمین

مالی سازنده نیز خواهد شد. علاوه بر آن سازنده می‌تواند از نوع با اختیار تبعی خرید و فروش (نوع تأمین مالی اوراق سلف) برای تأمین مالی خود استفاده نماید. در ابزارها و اوراق تأمین مالی موجود، سازنده به نوعی ملزم به پرداخت سود طی دوره و بازپرداخت اصل آن در سررسید می‌باشد (شیرمردی احمدآباد و ندی، ۱۳۹۶، ص ۱۳۵)؛ اما در اوراق سلف ارائه شده در مقاله حاضر، با توجه به اینکه سازنده عملاً واحدهای احداثی خود را واگذار نموده است، هیچ‌گونه تعهد پرداخت سود دوره‌ای یا اصل اوراق را ندارد. از سوی دیگر در اوراقی از قبیل مشارکت یا سفارش ساخت، سازنده صرفاً ملزم به مصرف منابع تأمین شده در پروژه خاص می‌باشد. این در حالی است که در اوراق سلف طرح شده، سازنده می‌تواند از آن برای تأمین مالی سایر مصارف خود نیز اقدام نماید. به عبارت بهتر اوراق سلف، اوراق تأمین مالی شرکت است (همان).

اوراق سلف مسکن تا حدودی مشابه پیش‌فروش مسکن می‌باشد. در شرایط اقتصاد تورمی، مخصوصاً شرایط چند سال اخیر، به دلیل رشد قابل توجه در نهادهای تولید مسکن و همچنین واحدهای مسکونی، پیش‌فروش ریسک‌های زیادی از قبیل افزایش بهای تمام شده و منجر به زیان‌شدن پیش‌فروش‌های صورت گرفته را به همراه دارد. این موضوع موجب گردید سازندگان گرایش کمتری در شرایط تورمی به این ابزار داشته باشند. در این روش سازنده کل بهای واحد را به صورت ثابت تعیین کرده، اما وجوه آن را در طی عمر ساخت دریافت می‌کند. در صورت افزایش قیمت، صرفاً پیش‌خریدار منتفع شده و سازنده ریسک افزایش بهای تمام شده را خواهد شد. در اوراق سلف، سازنده بهای کامل بخش واگذار شده را دریافت می‌نماید. علاوه بر آن سازنده می‌تواند در چند مرحله تا زمان تکمیل ساخت نسبت به واگذاری اقدام نماید. این موضوع تا حدی موجب می‌گردد که سازنده از افزایش قیمت احتمالی مسکن نیز منتفع گردد.

در کنار ویژگی‌های یادشده، استفاده از اوراق سلف مسکن برای واگذاری واحد، کاهش هزینه‌های بازاریابی و فروش را نیز به همراه خواهد داشت.



## ۶-۳. مزایای اوراق سلف مسکن برای دولت

اوراق پیشنهادی در کنار مزیت برای خریداران مسکن و سازندگان، مزایای قابل توجهی را نیز برای دولت به همراه خواهد داشت. تأمین مسکن به عنوان نیاز اساسی هر خانوار و طبق اصل ۳۱ قانون اساسی بر عهده دولت می‌باشد. در صورت اجرای درست و صحیح این ابزار، می‌تواند موجب تسهیل در تأمین مالی خرید مسکن و خانه‌دار کردن افراد گردد که این خود مهم‌ترین مزیت برای دولت محسوب می‌شود.

۲۱۹

علاوه بر مزیت تأمین مسکن، همواره یکی از دغدغه‌های مسئولان دولت مخصوصاً تیم اقتصادی، حرکت نقدینگی از بازار سرمایه به عنوان یک بازار مولد و نظام‌مند به سایر بازارها از قبیل، ارز، مسکن، طلا و سایر بازارها می‌باشد که موجب افزایش قیمت قابل توجه آنها می‌گردد. با طراحی و تعریف این ابزار، عملاً یکی از بازارهای موازی اصلی بازار سرمایه، وارد خود بازار سرمایه می‌گردد. این موضوع شفافیت و مدیریت بیشتر را به همراه خواهد داشت. همچنین در بلندمدت می‌توان با تعریف ابزارهای مالی دیگر که از اوراق سلف منتج گردند - از قبیل اوراق مشتقه، اختیار، شاخص مسکن و غیره - ابزار سرمایه‌گذاری و هدایت تقاضای سرمایه‌گذاری مسکن و ابزار پوشش تورم را نیز در بازار سرمایه فراهم نمود. این موارد هم موجب توسعه بازار سرمایه و هم موجب هدایت نقدینگی به بازار نظام‌مند خواهد شد.

تجربه‌های قبلی اقدامات دولت در حوزه مسکن (مسکن مهر و اقدام ملی)، نشان از مشکلات در این بخش و عدم توانایی تأمین مالی دولت یا اثرات منفی اقتصادی تأمین مالی از سوی دولت بوده است. در مدل پیشنهادی، منابع خرد از سوی مصرف‌کنندگان و خریداران نهایی تأمین می‌شود؛ لذا هیچ‌گونه مشکلی در سیستم و نظام بانکی ایجاد نخواهد کرد. از سوی دیگر با توجه به اینکه این اوراق مختص هر پروژه می‌باشد و از ابتدا مشخصات واحدها معلوم است، افراد به راحتی نسبت به انتخاب واحد و پروژه مدنظر خود اقدام می‌کنند. این موضوع از وجود مواردی از قبیل مسکن مهرهای در حاشیه، خالی و بی‌کیفیت نیز جلوگیری خواهد کرد.

## ۷. ریسک‌های اوراق سلف مسکن و روش‌های پوشش آن

اوراق سلف خود به عنوان یکی از ابزارهای پوشش ریسک می‌باشد. در این اوراق مصرف‌کننده برای پوشش ریسک عدم تأمین مواد و کالای مورد نیاز یا مدیریت ریسک افزایش قیمت، اقدام به انعقاد قرارداد سلف می‌نماید. مشابه این موضوع در خصوص تولیدکننده کالا نیز وجود دارد. تولیدکننده کالا با هدف مدیریت ریسک عدم وجود تقاضا و مدیریت ریسک قیمت وارد قرارداد و اوراق سلف می‌گردد. وجود بازار سلف برای مواد اولیه و کالاهای واسطه‌ای به‌ویژه در قالب اوراق سلف سبب رفع نگرانی درباره هر دو گروه از تولیدکنندگان و مصرف‌کنندگان می‌شود. تولیدکننده با اطمینان از تقاضا و قیمت آینده به برنامه‌ریزی اقدام می‌کند و استفاده‌کننده از آن مواد و کالا نیز برای خود برنامه‌ریزی می‌کند (فراهانی‌فرد، ۱۳۸۸، ص ۱۲).

اوراق سلف مسکن طراحی شده همانند سایر ابزارهای موجود در بازار سرمایه دارای ریسک می‌باشد و این موضوع ذات بازار سرمایه است. تنها ابزار بدون ریسک شامل اوراق و اسناد خزانه می‌باشد که با اندکی اغماض بدون ریسک است. کاهش ریسک می‌تواند موجب افزایش تقاضا و حضور بیشتر افراد باشد. در همین راستا می‌توان با تعریف برخی از سازوکارها، این ریسک‌ها را تا حد معقولی کاهش داد. در ادامه برخی از ریسک‌ها و روش‌های پوشش آنها ارائه می‌گردد:

**ریسک نقدشوندگی اوراق:** یکی از مشخصه‌های اصلی بازار مسکن، عدم نقدشوندگی می‌باشد. در بازار مسکن افراد برای خرید و فروش معمولاً زمان چندماهه برای بررسی، خرید، انعقاد قرارداد و غیره را سپری می‌نمایند. این موضوع موجب می‌گردد خرید و فروش به زمان قابل توجهی نیاز داشته باشد که سبب کاهش نقدشوندگی می‌گردد. اوراق سلف در بازار سرمایه این ریسک را از چند طریق کاهش خواهد داد. وجود بازار ثانویه فعال موجب می‌گردد خرید و فروش میان افراد در کوتاه‌ترین زمان صورت پذیرد. همچنین می‌توان برای زمانی که خریدار یا عرضه‌کننده برای این اوراق وجود ندارد، با تعریف رکن بازارگردان، نقدشوندگی را تضمین نمود.

**ریسک تورم:** یکی از ریسک‌های ابزارهای مالی، عدم پوشش در مقابل تورم می‌باشد. این موضوع مخصوصاً در خصوص اوراق با درآمد ثابت موضوعیت بیشتری خواهد داشت.

با توجه به عدم وجود نرخ برای بازدهی، ارزش اوراق تحت تملک خریدار به میزان تورم مسکن رشد خواهد داشت؛ لذا عملاً این ابزار با توجه به نوع طراحی آن (طراحی بر اساس تحویل مسکن در سررسید)، در مقابل تورم مصون خواهد بود.

**ریسک افزایش بهای تمام شده برای سازنده:** در اوراق سلف، کل بهای معامله در ابتدا و به صورت نقد دریافت می‌گردد؛ لذا سازنده به راحتی می‌تواند با منابع حاصل از فروش اوراق، نسبت به خریداری مواد اولیه و جلوگیری از زیان افزایش قیمت نهاده‌های تولید اقدام نماید. همچنین سازنده می‌تواند در کنار این موضوع، با مرحله‌ای نمودن انتشار این اوراق از افزایش قیمت مسکن نیز تا حدی بهره‌مند شود.

**ریسک نکول سازنده:** یکی از ریسک‌های اصلی پیش‌خریداران، نکول سازنده در ساخت پروژه یا ساخت با تأخیر می‌باشد. در این خصوص تضامین اخذ شده از ناشر توسط شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار می‌تواند موجب پوشش این ریسک شود. علاوه بر آن، در صورت موافقت با انتشار مرحله‌ای، می‌توان مجوز انتشار مراحل بعدی به سازنده، مشروط به پیشرفت پروژه مطابق با برنامه باشد. لازم است ذکر شود در صورت تأخیر نیز می‌توان جریمه محسوب کرد. در این صورت جریمه تأخیر صرفاً مشمول دوره زمانی تأخیر غیرمجاز (ناشی از قصور سازنده) خواهد شد (سازمان بورس و اوراق بهادار، صورتجلسه کمیته تخصصی فقهی، ۱۳۹۹). شایان گفتن است در صنعت ساختمان ممکن است تأخیراتی که ناشی از قصور سازنده نباشد نیز رخ دهد که این موضوع مشمول جریمه نخواهد شد؛ به‌طور مثال در ابتدای شیوع ویروس کرونا، به دلیل قطع زنجیره انتقال، بسیاری از پروژه‌های ساختمانی توسط شهرداری‌ها متوقف گردید که این‌گونه موارد خارج از اختیار سازنده بوده و به عنوان تأخیر مجاز محسوب می‌گردد.

## ۸. نتیجه‌گیری و پیشنهادها

اکثر اوراق و ابزارهای تأمین مالی مطرح شده در حوزه صنعت ساختمان و سایر حوزه‌ها - از قبیل اوراق اجاره، خرید دین و غیره - بیشتر متمرکز بر تأمین مالی سازنده (عرضه‌کننده) می‌باشند. این در حالی است که در سنوات اخیر با توجه به افزایش قابل توجه قیمت

مسکن، افراد توانایی خرید مسکن را نداشته و نیاز است توجه بیشتری به تأمین مالی سمت خرید (تقاضا)، علاوه بر تسهیلات خرید بانک مسکن صورت پذیرد.

اوراق طراحی شده علاوه بر فراهم نمودن خرید مسکن در طی زمان برای مصرف کنندگان نهایی، امکان پوشش تورم را نیز برای افراد ایجاد می نماید. مهم ترین ویژگی اوراق سلف مسکن، امکان خرید بخشی از یک واحد مسکونی بر اساس توانایی و قدرت خرید افراد می باشد.

علاوه بر موارد اشاره شده، با توجه به اینکه این ابزار تکیه بر جمع آوری سرمایه خرد مردم برای تأمین مالی داشته، هیچ گونه اختلال در سیستم پولی و اقتصادی کشور ایجاد نمی کند. تجربه سنوات گذشته و طرح هایی از قبیل مسکن مهر و اقدام ملی بیانگر ناتوانایی دولت در حوزه تأمین مالی این صنعت بزرگ دارد. در این اوراق نه تنها منابع از خریداران تجهیز می گردد، بلکه به دلیل وجود اختیار افراد در انتخاب پروژه و حتی واحد مدنظر، مشکلات واحدهای مسکن مهر خالی نیز ایجاد نخواهد شد.

در این پژوهش تلاش شده است اوراق سلف استاندارد در حوزه مسکن پیاده سازی و با ارائه راهکارهایی استانداردسازی مسکن و مدل عملیاتی آن ارائه گردد. لازم است ذکر شود مباحث فقهی و حقوقی اوراق سلف مسکن پیشنهادی توسط نویسندگان در جلسه شماره ۲۱۴ کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار ارائه و انتشار آن مورد تأیید و تصویب قرار گرفته است. این مدل بر اساس صورتجلسه کمیته مزبور و با هدف اجرایی شدن انتشار اوراق طراحی، تدوین و بیان شده است. با توجه به اینکه اکثر اوراق سلف استاندارد منتشر شده، دارای اختیار خرید و فروش می باشند، در دستورالعمل موجود اوراق سلف، امکان تحویل فیزیکی مطرح نشده است؛ لذا نیاز است بر اساس مدل ارائه شده اصلاح لازم در دستورالعمل صورت پذیرد که با توجه به پیگیری ها این موضوع مراحل نهایی خود را طی می نماید.

تعریف این ابزار در حوزه مسکن، نوآوری جدیدی می باشد که سبب اتصال دو بازار موازی به یکدیگر می گردد. اگرچه در سال گذشته گام هایی برای تأسیس بورس مسکن برداشته شده است، اما پیشنهاد می گردد قبل از هر گونه اقدام اجرایی، ابتدا نسبت به تعریف ابزارها و نهادسازی در حوزه صنعت ساختمان اقدام و سپس نسبت به تأسیس این بورس

اقدام شود. در همین راستا پیشنهادهایی برای پژوهش‌های آتی در حوزه بازارها و نهادهای مالی مسکن به شرح ذیل ارائه می‌گردد:

- ✓ تعریف اختیار خرید و فروش روی اوراق سلف مسکن؛
- ✓ تعریف قراردادهای آتی مسکن؛
- ✓ تعیین مدل ارزش‌گذاری اوراق سلف مسکن؛
- ✓ تعریف مدل شاخص مسکن در کشور.

### منابع و مأخذ

۱. اسلامی بیدگلی، غلامرضا و سیدمحسن فاضلیان؛ «معرفی روش‌های تأمین مالی اسلامی مسکن»؛ دین و ارتباطات، ش ۲۵، ۱۳۸۴.
۲. بانک مرکزی؛ «گزارش تحولات بازار معاملات مسکن شهر تهران»؛ خرداد ۱۴۰۰.
۳. بورس کالای ایران؛ «دستورالعمل اجرایی سلف استاندارد در بورس کالای ایران»؛ ۱۳۹۲.
۴. بورس کالای ایران؛ «گزارش فعالیت هیئت‌مدیره به مجمع عمومی صاحبان سهام»؛ ۱۳۹۹.
۵. پاک‌نیت، محمدجواد و میثم فدایی واحد؛ «طراحی مدل قیمت‌گذاری اوراق سلف با استفاده از مدل دو جمله‌ای»؛ دوفصلنامه علمی - پژوهشی تحقیقات مالی اسلامی، س ۸، ش ۱۵، ۱۳۹۷.
۶. تملکی، حسین و میثم احمدوند؛ «اولویت‌بندی تکنیک‌های تأمین مالی اسلامی مسکن در نظام بانکی کشور»؛ دوفصلنامه پژوهش‌های مالی اسلام، س ۲، ش ۴، ۱۳۹۳.
۷. حسینی‌زاده مظلومی، سیدرضا؛ «بررسی استفاده از صکوک استصناع در تأمین مالی مسکن»؛ پایان‌نامه کارشناسی ارشد دانشگاه امام صادق (ع)، ۱۳۸۹.
۸. خوزین، علی؛ «رتبه‌بندی عوامل مؤثر بر گسترش سرمایه‌گذاری بر روی صکوک با استفاده از تحلیل سلسله‌مراتبی فازی»؛ دوفصلنامه علمی - پژوهشی تحقیقات مالی اسلامی، س ۷، ش ۱۳، ۱۳۹۶.
۹. راعی، رضا و علی سعیدی؛ مبانی مهندسی مالی و مدیریت ریسک؛ ج ۳، تهران: سازمان مطالعه و تدوین کتب دانشگاه‌ها (سمت)، ۱۳۸۷.
۱۰. سازمان بورس و اوراق بهادار؛ اطلاعیه عرضه اوراق بهادار در سال ۱۳۹۱.

۱۱. سازمان بورس و اوراق بهادار؛ اطلاعیه عرضه اوراق بهادار در سال ۱۳۹۹.
۱۲. سازمان بورس و اوراق بهادار؛ صورتجلسه کمیته تخصصی فقهی؛ جلسه شماره ۲۱۴، ۱۳۹۹/۰۶/۲۶.
۱۳. سروش، ابوذر؛ «اوراق مشارکت رهنی بازاری نوین در تأمین مالی بانکها»؛ فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، س ۸، ش ۲۹، ۱۳۸۷.
۱۴. شیرمردی احمدآباد، حسین و کامران ندری؛ «اوراق سلف موازی، ابزاری مناسب برای تأمین مالی مسکن»؛ دوفصلنامه علمی پژوهشی جستارهای اقتصادی ایران، س ۱۴، ش ۲۸، ۱۳۹۶.
۱۵. شیرمردی احمدآباد، حسین و محمد فطانت‌فرد؛ «صکوک وکالت، ابزار مالی نوین در تأمین مالی مسکن»؛ پژوهش‌های راهبردی بودجه و مالی، س ۲، ش ۲، ۱۳۹۹.
۱۶. صالح‌آبادی، علی و معصومه سعدآبادی؛ «سازوکار عملیاتی مدل تأمین مالی پروژه‌های پیمانکاری توسط اوراق سفارش ساخت (صکوک استصناع)»؛ پنجمین کنفرانس نظام تأمین مالی در ایران، ۱۳۹۴.
۱۷. عبدی‌پورفرد، ابراهیم و سیدمرتضی شهیدی؛ «ابعاد فقهی، حقوقی و مالی قراردادهای سلف در بورس»؛ پژوهشنامه حقوق اسلامی، س ۱۶، ش ۱، ۱۳۹۴.
۱۸. عیسوی، محمود و وهاب قلیچ؛ «صکوک سلف بانک مرکزی، ابزاری نوین برای سیاست‌گذاری پولی»؛ فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، س ۱۴، ش ۵۴، ۱۳۹۳.
۱۹. فراهانی‌فرد، سعید؛ «صکوک سلف، ابزاری مناسب برای تأمین مالی و پوشش ریسک»؛ فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، س ۹، ش ۳۳، ۱۳۸۸.
۲۰. مرکز آمار ایران؛ گزیده سرشماری عمومی نفوس و مسکن؛ ۱۳۹۵.
۲۱. معصومی‌نیا، غلام‌علی و مصطفی شهیدی‌نسب؛ «بررسی فقهی و اقتصادی ابزار تأمین مالی مشارکت کاهنده»؛ فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، س ۹، ش ۳۵، ۱۳۸۸.
۲۲. موسویان، سیدعباس؛ «اوراق سلف، ابزاری برای تأمین مالی پروژه‌های بالادستی صنعت نفت»؛ فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، س ۱۰، ش ۳۹، ۱۳۸۹.
۲۳. موسویان، سیدعباس؛ بازار سرمایه اسلامی؛ ج ۱، تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، ۱۳۹۱.

۲۴. موسویان، سیدعباس، وثوق، بلال و علی فرهادیان آرانی؛ «شناخت و رتبه‌بندی ریسک‌های

ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)»؛ اندیشه مدیریت راهبردی، س ۷، ش ۱۳، ۱۳۹۲.

۲۵. نجفی، حامد، نیک‌جو، قاسم و کامران سلمانی؛ «ارائه الگویی برای قیمت‌گذاری اوراق

سلف موازی نفتی بر اساس مدل قیمت‌گذاری اختیار معامله بلک شولز»؛ مجله مهندسی

مالی و مدیریت اوراق بهادار، ش ۳۶، ۱۳۹۷.

۲۶. وزارت راه و شهرسازی؛ طرح جامع مسکن (۱۳۹۶-۱۴۰۵)؛ ۱۳۹۶.

۲۲۵

27. Wilson, Rodney; "Innovation in the structuring of Islamic sukuk security"; **Humanomics**, Vol.24, No.3, 2008.

