

امکان سنجی پیش فروش پروژه توسط بانی در اوراق سفارش ساخت

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۰۵/۱۱ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۰۹/۲۹

۱۶۵ حنظله فندرسکی*

چکیده

صنعت ساختمان از صنایعی است که نیاز به سرمایه قابل توجهی دارد. تأمین آن، یکی از دغدغه‌های اصلی سازندگان می‌باشد. عدم تأمین بموقع آن موجب تأخیر در اجرای پروژه‌ها و در نتیجه افزایش بهای تمام شده می‌گردد. از جمله روش‌های تأمین مالی این صنعت، ابزارهای بازار سرمایه مخصوصاً صکوک می‌باشد. علی‌رغم توسعه ابزارهای مالی اسلامی و استفاده سایر صنایع و بنگاه‌های اقتصادی، این روش‌ها هنوز مورد استقبال انبوه‌سازان قرار نگرفته است. عدم استقبال حتی در خصوص اوراق سفارش ساخت (اوراق خاص این صنعت) نیز وجود دارد. تاکنون پژوهش‌های قابل توجهی در حوزه مباحث فقهی و حقوقی این ابزار صورت گرفته است؛ اما خلأ تحقیقات در خصوص مدل کاربردی و رفع دلایل عدم استقبال آن، محسوس می‌باشد. یکی از این دلایل، عدم امکان پیش‌فروش واحدهای مسکونی احداثی پروژه به عنوان یک روش تأمین مالی و مدیریت ریسک است. سؤال تحقیق درباره امکان استفاده از پیش‌فروش در اوراق سفارش ساخت توسط بانی می‌باشد. در این پژوهش تلاش شده است با استفاده از دو عقد سلف و اجاره به شرط تملیک، این محدودیت مرتفع گردد. در این راستا عقود پیشنهادی از جنبه مباحث فقهی و اقتصادی مورد تحلیل قرار گرفته و مزایا و راهکارهای پیشنهادی جهت مدیریت ریسک مدل‌ها نیز ارائه شده است. نتایج تحقیق حاکی از امکان استفاده از هر دو عقد جهت پیش‌فروش بر اساس مباحث فقهی و اقتصادی است. البته استفاده از عقد اجاره به شرط تملیک به دلیل پرداخت بهای واحد در قالب اقساط اجاره، روش مطلوب‌تری بوده، حداکثر انطباق با عرف این صنعت را دارد.

واژگان کلیدی: ابزارهای تأمین مالی اسلامی، صکوک، اوراق سفارش ساخت، پیش‌فروش، اجاره به شرط تملیک، املاک و مستغلات.

طبقه‌بندی JEL: R51, D53, G23, D14

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

Email: hfendereski@yahoo.com.

مقدمه

تأمین مالی و طراحی شیوه تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی با هدف حداکثرکردن ثروت سهامداران با در نظر گرفتن منافع ذی‌نفعان، یکی از عناصر و مؤلفه تعیین‌کننده در بررسی روش تأمین مالی شرکت‌هاست. برای این منظور، شناخت دقیق منابع مالی و ویژگی‌های حاکم بر آنان و همچنین شناخت مصارف مالی مورد نیاز ضرورت دارد. با تلفیق منابع و مصارف و تهیه جدول بهینه، طراحی مالی مناسب صورت می‌پذیرد (ظهیری و همکاران، ۱۴۰۰، ص ۱۹۹). در سال‌های اخیر با توجه به گسترش مفاهیم مالی و ابزارهای آن در اقتصاد کشور، شاهد رونق و شکوفایی در این حوزه‌ایم. سیاست‌گذاران و برنامه‌ریزان بازارهای مالی با بهره‌گیری از عقود اسلامی به دنبال طراحی ابزارهای نوین مالی اسلامی و جایگزینی آنها با ابزارهای مالی رایج‌اند (موسویان، وثوق و فرهادیان آرانی، ۱۳۹۲، ص ۱۸۷). یکی از ابزارهای مالی اسلامی، اوراق سفارش ساخت (استصناع= Istisna) می‌باشد.

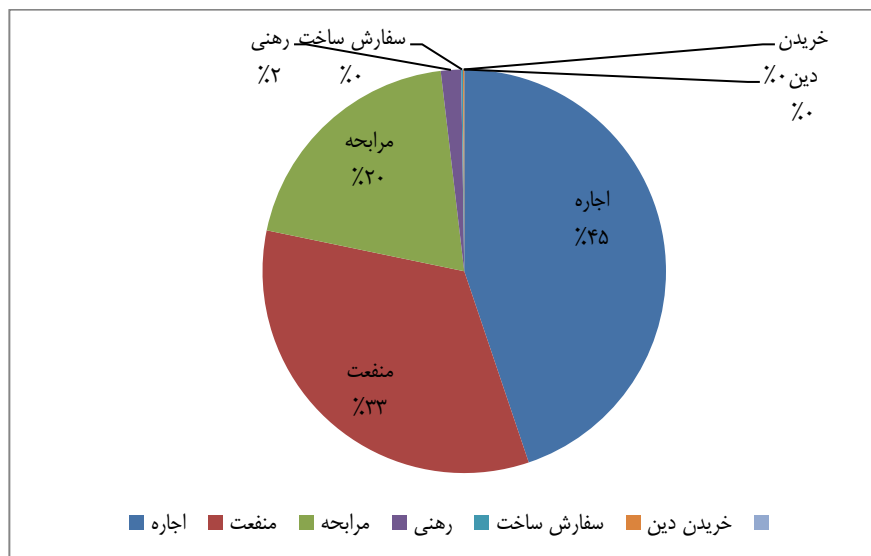
اوراق سفارش ساخت که نسبت به سایر ابزارهای تأمین مالی از پیچیدگی بیشتری برخوردار است، برای تأمین مالی پروژه‌ها و طرح‌های بزرگ قابل استفاده است؛ به گونه‌ای که در صورت طراحی مدل‌های مالی صحیح مبتنی بر این عقد، تأمین مالی پروژه‌محور در کشور به شدت رشد خواهد کرد و زمینه لازم برای ایجاد یک جهش اقتصادی در کشور فراهم خواهد شد. عدم استفاده از چنین ابزاری، تأمین مالی پروژه‌ها را عمدتاً به تسهیلات بانکی یا استفاده از بودجه عمومی کشور محدود می‌کند که این موضوع در عمل پاسخگوی تمام نیازهای کشور نیست (سروش و موسویان، ۱۳۹۵، ص ۶۳۴).

علی‌رغم اینکه دستورالعمل اوراق سفارش ساخت در سال ۱۳۹۲ مورد تصویب هیئت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار قرار گرفته است، تا کنون استقبال کمی از آن شده و صرفاً یک مرتبه توسط ناشران جهت تأمین مالی استفاده گردید. در جدول ذیل میزان کل اوراق صکوک منتشر شده از ابتدا تا کنون (از سال ۱۳۸۹ تا تابستان ۱۴۰۱) به تفکیک نوع آن ارائه شده است:

جدول ۱- اطلاعات اوراق صکوک منتشره در بازار سرمایه

نوع اوراق	مبلغ (میلیارد ریال)
اجاره	501,404,703
منفعت	374,000,000
مراجعه	222,445,306
رهنی	18,087,205
استصناع	1,629,314
خرید دین	1,133,200
جمع کل	1,118,699,728

منبع: اطلاعات شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه



نمودار ۱- ترکیب اوراق بدهی منتشره در بازار سرمایه

بر اساس جدول و نمودار فوق، حجم ریالی اوراق سفارش ساخت منتشرشده کمتر از ۰/۲ درصد اوراق صکوک منتشره در بازار سرمایه می‌باشد. علی‌رغم انتظار اولیه در خصوص انتشار این اوراق توسط شرکت‌های ساختمانی، حتی تنها انتشار صورت گرفته نیز مربوط به

این صنعت نیست. این انتشار مربوط به یک شرکت صنعتی و معدنی در سال ۱۳۹۴ است (شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه).

از جمله دلایل عدم استقبال صنعت ساختمان و سایر صنایع از این اوراق، می‌توان به مواردی از قبیل فرایند اداری مربوط به آن، افزایش بهای تمام شده ساخت، احتمال تغییر در شرایط پروژه در زمان ساخت، عدم امکان پیش‌فروش، پرداخت سود دوره‌ای و... اشاره نمود. در فرایند انتشار اوراق سفارش ساخت بر خلاف سایر اوراق، رکن ناظر و نهاد واسط نیز اضافه می‌گردد که این موضوع منجر به افزایش بهای تمام شده خواهد شد (موسویان و حدادی، ۱۳۹۲، ص ۹۳). علاوه بر این موضوع، با توجه به فرایند پیش‌بینی شده برای انتشار این اوراق، بانی نیاز به انعقاد قرارداد با نهاد واسط - به عنوان مالک پروژه - جهت ساخت دارد. این موضوع در حالی است که اگر سازنده از سایر روش‌های تأمین مالی از قبیل اخذ تسهیلات استفاده نماید، به دلیل عدم انتقال مالکیت، نیاز به انعقاد قرارداد جداگانه برای ساخت نیست. انعقاد این قرارداد موجب تحمیل هزینه‌هایی از قبیل بیمه و مالیات بر ارزش افزوده قرارداد ساخت خواهد شد.

از دیگر موارد عدم استقبال انتشار اوراق توسط سازندگان، عدم انطباق جریان نقد اوراق با جریان نقد پروژه می‌باشد. اگرچه طبق دستورالعمل انتشار اوراق، امکان ترکیب آن با اوراق اجاره و سایر عقود وجود دارد (ماده ۱۲ دستورالعمل انتشار اوراق سفارش ساخت، ۱۳۹۲)، اما ترکیب آن بیشتر موجب پرداخت سود دوره‌ای به عنوان یک گزینه مطلوب برای دارندگان اوراق می‌شود (DIFC, 2009). در شرایطی که هنوز پروژه به بهره‌برداری نرسیده است، پرداخت سود دوره‌ای موجب ناتوانی و عدم انطباق جریان نقد برای بانی (سازنده) خواهد شد.

یکی از علل اصلی عدم استقبال سازندگان پروژه‌های مسکونی از اوراق سفارش ساخت، عدم امکان پیش‌فروش طی زمان ساخت است. از یک سو رشد قابل توجه قیمت مسکن و عدم انطباق آن با قدرت خرید مصرف‌کنندگان و از سوی دیگر تأمین مالی سازنده و مدیریت ریسک عرضه واحدها برای وی، از جمله عواملی محسوب می‌شوند که پیش‌فروش را به عنوان یک ابزار مرسوم در خرید واحدهای مسکونی حتی برای سرمایه‌گذاران قلمداد می‌کند. در مدل پیش‌فروش، معمولاً سازندگان در نیمه دوم مرحله ساخت پروژه (پیشرفت فیزیکی

بعد از ۵۰ درصد و اجرای اسکلت)، به پیش‌فروش بخشی از پروژه بر اساس منابع مورد نیاز و چشم‌انداز بازار آتی مسکن اقدام می‌کنند. در درصدهای پیشرفت فیزیکی کمتر، پیش‌فروش هم برای سازنده و هم برای پیش‌خریدار با ریسک همراه است. برای سازنده ریسک افزایش قیمت مسکن و در نتیجه تحمل زیان به دلیل ثابت بودن قیمت‌های پیش‌فروش شده در مقایسه با قیمت نهاده‌های تولید خواهد شد (در مدل پیش‌فروش، قیمت در زمان انعقاد قرارداد ثابت و معمولاً اقساط واحد و اگذار شده طی زمان و تا پایان ساخت وصول خواهد شد). به همین دلیل با توجه به میانگین تورم مسکن در کشور، عموماً سازندگان از پیش‌فروش در مراحل پیشرفت پایین خودداری می‌کنند. حتی در برخی موارد که سازندگان توانایی مالی قوی‌تری نیز دارند، به واگذاری واحدها در مراحل پایانی ساخت (نازک‌کاری) یا حتی پس از تکمیل ساخت اقدام می‌کنند. برای پیش‌خریدار نیز پیش‌خرید در مراحل ابتدایی ساخت، ریسک عدم تکمیل ساخت و تحویل بموقع واحدها توسط سازنده را به همراه دارد. علاوه بر مراحل زمانی ساخت، پیش‌بینی آینده بازار مسکن نیز در پیش‌فروش مؤثر است. در صورت پیش‌بینی بازار تورمی، پیش‌فروش به حداقل رسیده، در صورت پیش‌بینی بازار رکودی، حجم پیش‌فروش افزایش می‌یابد (فندرسکی، ۱۴۰۰، ص ۲۷-۲۸). در اوراق سفارش ساخت با توجه به اینکه بانی دارایی را به نهاد واسط منتقل می‌کند، امکان پیش‌فروش برای وی مقدور نیست. این موضوع موجب می‌گردد سازنده در پایان عمر اوراق اگرچه با تأمین مالی صورت گرفته پروژه را کامل نموده است، منابع لازم برای بازپرداخت را نخواهد داشت؛ همچنین با ریسک عرضه یکجای واحدها نیز روبه‌رو خواهد شد.

از میان دلایل مطرح شده درباره عدم استقبال از اوراق سفارش ساخت، بیشتر موارد دارای راهکار است؛ برای مثال در خصوص پرداخت سود دوره‌ای می‌توان از انتشار اوراق بدون پرداخت سود همانند اسناد خزانه استفاده کرد؛ اما در خصوص عدم امکان پیش‌فروش به عنوان یکی از مهم‌ترین دلایل عدم استقبال توسط سازندگان، راهکاری ارائه نشده است. در این پژوهش تلاش شده است برای این موضوع راهکارهای متفاوت در مدل‌های گوناگون ارائه گردد. امید می‌رود با اجرایی شدن راهکارها، این اوراق به عنوان یکی از اصلی‌ترین اوراق تأمین مالی پروژه محور، بتواند نقش خود را ایفا نماید.

در ادامه ابتدا (بخش دوم) ادبیات موضوع و پیشینه تحقیق بیان می‌گردد. در بخش سوم روش تحقیق و در بخش چهارم به طور مختصر کلیاتی در خصوص اوراق و قرارداد سفارش ساخت بیان می‌گردد. در بخش پنجم امکان پیش فروش توسط بانی در اوراق سفارش ساخت و بر اساس مدل‌های متفاوت ارائه شده است. در بخش ششم و هفتم نیز به ترتیب مزایا و ریسک مدل پیشنهادی و در نهایت در بخش پایانی، نتایج پژوهش و پیشنهادهایی در خصوص توسعه این ابزار ارائه خواهد شد.

۳. ادبیات موضوع و پیشینه تحقیق

در کشور ما توسعه بازار سرمایه مخصوصاً بعد از تصویب قانون بازار اوراق بهادار (در آذر ماه ۱۳۸۴) شکل و ساختار جدیدی یافت. یکی از اقدامات صورت گرفته، توسعه ابزارها به ویژه ابزارهای تأمین مالی است. این موضوع سبب شد وزن تأمین مالی از طریق بازار سرمایه در مقایسه با تأمین مالی از طریق سیستم بانکی افزایش یابد (ظہیری و همکاران، ۱۴۰۰، ص ۱۹۸).

در دو دهه اخیر در زمینه تأمین مالی صنعت ساختمان و مسکن از طریق ابزارهای موجود در بازار سرمایه تلاش‌های گسترده‌ای صورت گرفته است. به طور کلی روش‌های تأمین مالی شرکت‌های ساختمانی را می‌توان به شرح ذیل طبقه‌بندی نمود. از میان این گزینه‌ها، به استثنای روش اول، سایر روش‌ها قابلیت استفاده از طریق بازار سرمایه را دارد:

۱. اخذ تسهیلات از سیستم بانکی؛
۲. افزایش سرمایه؛
۳. انتشار اوراق بدهی؛
۴. صندوق زمین و ساختمان؛
۵. صندوق املاک و مستغلات.

یکی از اوراق‌های بدهی که در بازار سرمایه امکان انتشار آن برای صنعت ساختمان وجود دارد، اوراق سفارش ساخت است. اگرچه امکان استفاده از سایر اوراق نیز وجود دارد، ویژگی بارز این اوراق، انتشار آن جهت تأمین مالی پروژه‌هاست که از جمله آنها می‌توان به بخش

مسکونی صنعت ساختمان اشاره نمود. بر اساس بند ۱ ماده ۱ دستورالعمل اوراق سفارش ساخت، اوراق یادشده اوراق بهادار بانامی است که ناشر بر اساس قرارداد سفارش ساخت منتشر می‌کند. این اوراق قابل معامله در بورس‌ها یا بازارهای خارج از بورس می‌باشند (سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۹۲). سه نکته در قرارداد استصناع وجود دارد که آن را از قراردادهای دیگر متمایز می‌کند. این موارد عبارت‌اند از (موسویان، ۱۳۹۱، ص ۲۵۸):

۱. به طور معمول کالای مورد نظر (استصناع) موجود نیست و سازنده در آینده آن را ساخته و تحویل می‌دهد.

۲. تهیه مواد اولیه و لوازم کار بر عهده سازنده است.

۳. در زمان انعقاد قرارداد، تمام ثمن پرداخت نمی‌شود، بلکه بخشی از آن به عنوان پیش‌پرداخت داده می‌شود.

۴. اوراق استصناع به علت پیچیدگی‌هایی که دارد، چندان مورد استفاده تأمین مالی نبود؛ اما به هر حال شرایطی که گزینه‌های قابل انتخاب محدود باشد، از این ابزار می‌توان استفاده کرد (موسویان و حدادی، ۱۳۹۲، ص ۹۲).

استصناع به معنای سفارش ساخت، قرارداد جدیدی نیست. از آن زمان که برخی انسان‌ها به دلایل مختلف در زمینه‌های خاص چون آهنگری، مسگری، نجاری و قالی‌بافی مهارت پیدا کردند، قرارداد استصناع شکل گرفت. مطابق با برخی نقل‌ها، پیامبر اکرم ﷺ سفارش ساخت منبر به نجار و انگشتر به زرگر داده بودند. نهایت اینکه موضوع قرارداد استصناع به تناسب پیشرفت صنعت و تکنولوژی توسعه یافت. در یک دوره موضوع این قرارداد سفارش ساخت شمشیر، سپر، ظروف مسی و چوبی و امثال آن بود، امروز شامل انواع سفارش ساخت کشتی، هواپیما، قطار، فرودگاه، سد، بزرگراه، بیمارستان، دانشگاه، پروژه‌ها و طرح‌های مشابه می‌شود (موسویان، ۱۳۹۱، ص ۲۶۲). نخستین صکوک استصناع (مورد پذیرش تالارهای بورس جهانی) را شرکت سرمایه‌گذاری مسکن قطر (Qatar Real Estate Investment Company) در سال ۲۰۰۶ منتشر کرد که در بورس لوکزامبورگ پذیرش شد (عسکری و همکاران، ۱۳۹۶، ص ۳۸). دومین انتشار به وسیله شرکت ملی سرمایه‌گذاری تبرید (وابسته به امارت متحده عربی) در بازار بورس لندن پذیرش شد (Sukuk Guidebook, 2009,)

p.40 / موسویان و حدادی، ۱۳۹۲، ص ۹۸). در ایران برای اولین بار آقای نظریور (۱۳۸۴) در مقاله‌ای با عنوان «اوراق بهادار استصناع (سفارش ساخت) ابزاری برای سیاست پولی»، انتشار این اوراق در بازار سرمایه را پیشنهاد می‌کند. پس از آن، کمیجانی و نظریور (۱۳۸۷) در مقاله‌ای با عنوان «چگونگی کاربرد عقد استصناع در قانون عملیات بانکی بدون ربا»، به دنبال بررسی امکان پیشنهاد این عقد به بانک جهت پرکردن خلأهای موجود در تخصیص منابع به گونه‌ای مناسب‌تر می‌باشند.

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 آن 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 مورد بررسی گردید.

نظریور و خزایی (۱۳۹۱) در مقاله‌ای با عنوان «طراحی و بررسی انواع صکوک استصناع قابل انتشار در بورس اوراق بهادار»، به بررسی و معرفی انواع اوراق صکوک قابل انتشار می‌پردازد. در این پژوهش سه نوع اوراق استصناع مبتنی بر خرید دین، مبتنی بر اجاره به شرط تملیک و رهنی معرفی و نسبت به یکدیگر مورد مقایسه قرار می‌گیرد.

صالح‌آبادی و سعدآبادی (۱۳۹۱) در تحقیقی 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 گردید.

موسویان و حدادی (۱۳۹۲) در پژوهشی با موضوع «تأمین مالی پروژه‌محور به وسیله صکوک استصناع در صنعت نفت»، امکان استفاده از این اوراق را در پروژه‌های نفتی مورد بررسی قرار دادند. در این پژوهش ضمن معرفی کامل این اوراق به عنوان یک روش تأمین مالی پروژه‌محور، ویژگی‌های کاربردی و نحوه تصفیه در سررسید مطرح گردید.

سروش و مواسویان (۱۳۹۵) در مقاله‌ای با موضوع «طراحی مدل‌های مالی اوراق سفارش ساخت در بازار سرمایه ایران»، به دنبال طراحی مدل‌های عملیاتی بر اساس فقه در ایران پرداختند. در این پژوهش ابتدا مباحث فقهی استصناع ارائه و سپس سه مدل عملیاتی ارائه گردید. در مدل اول سفارش‌دهنده و سازنده بدون حضور نهاد واسط در کنار یکدیگر قرار می‌گیرند. در مدل دوم نهاد واسط نیز حضور دارد که به وکالت از دارندگان اوراق اقدام می‌نماید. در مدل سوم، امکان اجاره‌داری ساخت‌شده به سفارش‌دهنده نیز بررسی می‌گردد. بعد از بررسی مباحث فقهی هر سه مدل، امکان استفاده از همه مدل‌ها مورد تأیید قرار می‌گیرد.

عسکری و همکاران (۱۳۹۶) در پژوهشی با موضوع «تأمین مالی پروژه‌های زیرساختی بر مبنای الگوی تسهیم ریسک از طریق انتشار صکوک استصناع توسط دولت»، به دنبال پیشنهاد استفاده از مدل عملیاتی برای این اوراق با تکیه بر تسهیم ریسک آن می‌باشند. یکی از مشکلات تأمین مالی بر اساس اوراق مبتنی بر پرداخت‌های دوره‌ای، نیاز به پرداخت سود علی‌رغم بهره‌برداری نرسیدن پروژه است. در این تحقیق اوراق استصناع با دید ظرفیت عدم پرداخت سود دوره‌ای پیشنهاد شده است؛ همچنین برای پایان دوره ساخت نیز به سه مدل تأمین مالی با توجه به توزیع ریسک بین عوامل اقتصادی و جریان نقدی به صورت ترکیبی از سه مدل استصناع، مشارکت و انتشار سهام تأکید شده است.

نظریور و همکاران (۱۳۹۷) در تحقیقی با عنوان «بررسی پوشش ریسک انتشار اوراق استصناع در مدل‌های عملیاتی اوراق استصناع موازی، مدل بورس و اوراق استصناع غیر مستقیم»، به بررسی ریسک‌های موجود در هر کدام از آنها و روش‌های مدیریت آن پرداختند. از میان مدل‌های موجود، مدل اجرایی سازمان بورس بهینه‌ترین الگو برای پوشش ریسک معرفی شده است.

الهام و عباسی (۱۳۹۹) در پژوهشی با عنوان «قرارداد استصناع بانکی در ترازوی تحلیل و نقد فقهی»، با مفروض دانستن صحت این قرارداد به عنوان عقدی مستقل، قرارداد استصناع بانکی به عنوان یکی از راهکارهای نظام بانکداری اسلامی بررسی شده است.

پژوهش‌های قبلی بیشتر بر مباحث فقهی اوراق سفارش ساخت و پیشنهاد مدل‌هایی جهت انتشار آن متمرکزند و کمتر به بررسی تخصصی و اجرایی نمودن ابزارها از جنبه

سازوکار و مباحث مالی و اقتصادی پرداخته‌اند. تنها پژوهشی که به حوزه کاربردی اوراق و ارائه پیشنهاد در خصوص کاهش پیچیدگی و تسهیل در انتشار اوراق پرداخته است، پژوهش عسکری و همکاران (۱۳۹۶) است که نسبت به ارائه پیشنهاد انتشار اوراق بدون پرداخت سود دوره‌ای اقدام کرده است. این موضوع بیانگر خلأ تحقیقات در خصوص واشکافی عدم انتشار اوراق و برطرف نمودن مشکلات آن است. هدف اصلی این پژوهش تلاش جهت رفع یکی از دلایل اصلی عدم استقبال از انتشار اوراق سفارش ساخت (عدم امکان پیش‌فروش) از طریق ارائه راهکار در خصوص استفاده از این ابزار مرسوم بازار مسکن، در اوراق سفارش ساخت و بازار سرمایه است.

۴. روش تحقیق

در این تحقیق به دنبال بررسی امکان استفاده از یک روش مرسوم صنعت ساختمان، در اوراق سفارش ساخت مطابق با مصوبات کمیته فقهی و عرف صنعت ساختمان می‌باشیم. از آنجا که این پژوهش به توسعه یکی از روش‌های تأمین مالی بخش مسکن می‌پردازد، جزو تحقیق‌های کاربردی به شمار می‌آید. 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 مدل پیشنهادی و اجرایی اوراق سفارش ساخت استفاده می‌شود. هدف اصلی این تحقیق، توسعه و گسترش ابزار تأمین مالی اسلامی (صکوک) جهت تأمین مالی بخش مسکن صنعت ساختمان برای تولیدکنندگان حرفه‌ای و انبوه‌سازان است. این پژوهش با استفاده از مطالعات و بررسی‌های کتابخانه‌ای به دنبال پاسخ به این پرسش است که آیا طبق معیارهای فقهی و اقتصادی، امکان پیش‌فروش پروژه توسط بانی در اوراق سفارش ساخت وجود دارد؟

۴. قرارداد و اوراق سفارش ساخت

سازمان حسابداری و حسابرسی مؤسسه‌های مالی اسلامی (Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (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، مرابحه، مشارکت، مضاربه، وکالت (نماینده سرمایه‌گذاری)، مزارعه، مساقات، حق الامتیاز و استصناع را معرفی کرده است (موسویان، ۱۳۹۱، صص ۴۳۷ و ۴۴۴). یکی از این اوراق، صکوک سفارش ساخت (استصناع) می‌باشد. در ادامه سفارش ساخت و اوراق سفارش ساخت معرفی می‌گردد.

استصناع در لغت از ماده صنع و بر وزن استفعال به معنای طلب احداث یا انجام کاری است. استصناع یا قرارداد سفارش ساخت، قراردادی بین دو شخص حقیقی یا حقوقی مبنی بر تولید کالایی خاص یا احداث طرح ویژه‌ای است که در آینده ساخته و قیمت آن نیز در زمان یا زمان‌های توافق‌شده به صورت نقد یا اقساط پرداخت شود (نظرپور، ۱۳۸۴، صص ۸۳-۸۴).

برخی فقها به ظاهر قایل به بطلان استصناع‌اند. گروه دوم اصل قرارداد را صحیح می‌دانند. غالب فقهای که قرارداد سفارش ساخت را مطرح کرده‌اند، اصل آن را صحیح می‌دانند، هرچند در تعیین ماهیت و اینکه قراردادی لازم یا جایز است، اختلاف نظر دارند. عموماً در مواردی که استصناع را صحیح می‌دانند، این عقد را در قالب مصداقی از بیع سلف، به عنوان بیع مستقل، به عنوان اجاره یا جعاله، به عنوان قرارداد مستقل یا در قالب قرارداد صلح محسوب می‌کنند (موسویان، ۱۳۹۱، صص ۲۶۴-۲۷۳). با توجه به پژوهش‌های صورت‌گرفته در حوزه اوراق سفارش ساخت و هدف این پژوهش، از پرداختن به مباحث مربوط در خصوص بررسی فقهی اوراق خودداری می‌گردد. علاقه‌مندان می‌توانند به مقالات اشاره‌شده در منابع یا مصوبات کمیته تخصصی فقهی مراجعه کنند.

بر اساس مصوبه کمیته تخصصی فقهی، اوراق سفارش ساخت بر اساس یکی از فروض قرارداد مستقل، بیع مستقل یا صلح، بررسی و منتشر شده است (سازمان بورس و اوراق بهادار، صورت‌جلسه کمیته تخصصی فقهی، ۱۳۸۷/موسویان، ۱۳۹۱، صص ۵۹۸). اوراق سفارش ساخت، اوراق بهادار با نامی است که ناشر بر اساس قرارداد سفارش ساخت منتشر می‌کند. این اوراق قابل معامله در بورس‌ها یا بازارهای بیرون از بورس می‌باشند (دستورالعمل اوراق سفارش ساخت، ۱۳۹۲).

۵. پیشنهاد مدل‌های پیش‌فروش در اوراق سفارش ساخت

همان‌گونه که مطرح شد، در این پژوهش محقق به دنبال بررسی امکان‌سنجی استفاده از پیش‌فروش در اوراق سفارش ساخت با هدف رفع یکی از محدودیت‌های اصلی انتشار این اوراق توسط سازندگان بخش مسکن است. در این پژوهش امکان پیش‌فروش در قالب دو عقد سلف و اجاره به شرط تملیک پیشنهاد می‌گردد. در ادامه نحوه استفاده از هر یک از عقود ارائه خواهد شد.

۵-۱. پیش‌فروش مسکن در اوراق سفارش ساخت در قالب عقد سلف

سلف (سلم = Salam) در لغت به معنای پیش‌پرداخت و بیع سلف به مفهوم پیش‌خرید یا پیش‌فروش 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 می‌رسد. وجه مذکور باید نقدی در مهلت تصفیه و طبق مشخصات قرارداد پرداخت و کالا در سررسید تحویل شود (عبدی‌پور فرد و شهیدی، ۱۳۹۴، ص ۴۲).

با توجه به تعاریف اشاره‌شده، امکان پیش‌فروش پروژه مسکونی موضوع انتشار اوراق سفارش ساخت توسط بانی در قالب قرارداد سلف وجود دارد. در این مدل، سازنده می‌تواند در مراحل پایانی ساخت اقدام به واگذاری واحدهای در حال ساخت در قالب قرارداد سلف نماید. پس از پایان ساخت و پایان عمر اوراق سفارش ساخت، بانی مالکیت دارایی را از نهاد واسطه به خود منتقل و سپس به خریداران واحدهای مسکونی در قالب قرارداد سلف منتقل می‌کند. یکی از ابهامات مدل پیشنهادی، امکان استفاده از قرارداد سلف است در زمانی که دارایی پایه آن مسکن باشد. لازم است یادآوری گردد این موضوع در کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار از نظر انطباق با مباحث فقهی مطرح و تصویب شده است. بر این اساس قرارداد سلف مسکن، قراردادی است که طبق آن، شرکت سازنده (عرضه‌کننده)، مقدار معینی از پروژه ساختمانی را بر مبنای متر مربع 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 (سازمان بورس و اوراق بهادار، صورت‌جلسه کمیته تخصصی فقهی، ۱۳۹۹). علاقه‌مندان جهت اطلاع از مدل عملیاتی و اقتصادی سلف مسکن، می‌توانند

به مقاله ظهیری و همکاران (ظهیری و همکاران، ۱۴۰۰)، منتشر شده در همین نشریه مراجعه نمایند.

در این مدل، نکاتی وجود دارد که باید مد نظر قرار گیرد:

۱. تحویل واحدهای مسکونی مبنای قرارداد سلف باید در توانایی بانی باشد. به همین دلیل واحدهای مسکونی واگذار شده توسط بانی بر اساس قرارداد سلف نباید بیشتر از واحدهای مسکونی پروژه مبنای انتشار اوراق سفارش ساخت باشد؛ همچنین تاریخ سررسید قرارداد سلف باید بعد از تاریخ سررسید اوراق سفارش ساخت باشد؛ همچنین با هدف پوشش ریسک ساخت (علی رغم مکانیزم‌های موجود در اوراق سفارش) می‌توان زمان انتشار اوراق سفارش ساخت را به مراحل پایانی ساخت (پیشرفت فیزیکی بیش از ۵۰ درصد) موکول نمود.

۲. همان گونه که اشاره شد، یکی از اهداف پیش‌فروش پروژه توسط بانی، توانایی بازپرداخت اوراق سفارش است. به همین دلیل بانی می‌تواند در این حالت با منابع حاصل از قرارداد سلف، نسبت به خرید بخشی از اوراق سفارش ساخت خود در بازار سرمایه اقدام نماید. در این گزینه طبق ماده ۱۶ دستورالعمل اوراق سفارش ساخت، خرید اوراق توسط بانی منجر به مالکیت مافی‌الذمه و سقوط تعهد شده و اوراق مزبور باطل و از تعداد کل اوراق کسر می‌شود (سازمان بورس و اوراق بهادار، دستورالعمل انتشار اوراق سفارش ساخت، ۱۳۹۲). در صورت عدم خرید اوراق توسط بانی (ناشی از منابع قرارداد سلف)، ممکن است ریسک عدم بازپرداخت توسط بانی در سررسید ایجاد شود که با توجه به الزام وجود رکن ضامن یا شرایط جایگزین (توثیق سهام)، ریسک خاصی مترتب بر دارندگان اوراق سفارش ساخت نخواهد بود. البته پیشنهاد می‌گردد نسبت به الزام بانی به خرید اوراق اقدام شود.

در این حالت ممکن است در ذهن افراد، انتشار اوراق سلف در ابتدای پروژه به عنوان جایگزین اوراق سفارش ساخت مطرح شود. این پیشنهاد اگرچه اجرایی است، ممکن است به برخی دلایل با استقبال خوبی روبه‌رو نشود. دلیل اول آن از نگاه سازنده مطرح می‌گردد. از دید سازنده، همان گونه که مطرح شد، فروش در مراحل ابتدایی ساخت، ریسک افزایش

نهادهای تولید را به همراه دارد؛ همچنین در صورت وجود بازار تورمی، سازنده از افزایش قیمت آتی منتفع نخواهد شد. در این شرایط سازنده به جای تأمین مالی از طریق اوراق سلف، گرایش به استفاده از ابزارهای تأمین مالی با نرخ ثابت (بدهی) دارد. از نگاه پیش خریدار، در اوراق سلف باید کل ثمن معامله در ابتدا پرداخت شود. این شرایط با مکانیزم عرف پیش خرید (پرداخت اقساطی) در خصوص پروژه‌ای که در مراحل ابتدایی ساخت است و همچنین قدرت خرید افراد مغایر است.

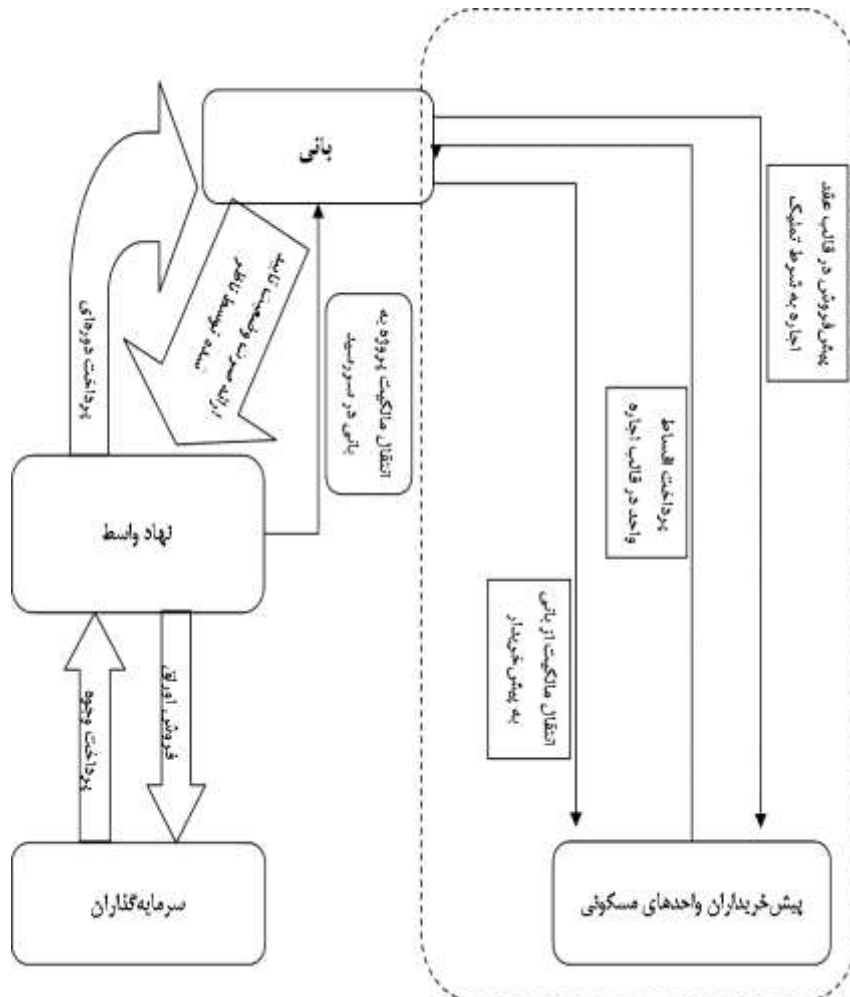
۲-۵. پیش فروش مسکن در اوراق سفارش ساخت در قالب عقد اجاره به شرط تملیک

همان گونه که بیان شد، در عقد سلف، کل ثمن در ابتدا پرداخت می‌شود. در شرایط عرف پیش فروش، معمولاً ثمن واحد در چند مرحله و به صورت اقساطی تا زمان تحویل پرداخت می‌گردد. این موضوع موجب می‌شود در شرایطی که واحد آماده تحویل نباشد (در مرحله ساخت)، پیش خریداران گرایش کمی به پیش خرید با شرایط پرداخت صددرصد ثمن خواهند داشت؛ لذا پیش‌بینی می‌گردد پیش فروش در قالب قرارداد سلف با استقبال کمتری روبه‌رو گردد. مدل پیشنهادی جهت رفع این نقیصه (عدم استقبال به دلیل پرداخت یک‌جای بهای واحد)، استفاده از عقد اجاره به شرط تملیک می‌باشد. اجاره به شرط تملیک عقدی است که در آن، شرط می‌شود مستأجر در پایان مدت اجاره و در صورت عمل به شرایط مندرج در قرارداد، عین مستأجره را مالک گردد. اجاره به شرط تملیک از لحاظ قضایی عبارت است از شرط بیع در ضمن عقد اجاره که با پرداخت تمام اقساط، مستأجر (مشروطه) مالک عین مستأجره می‌شود. در عقد اجاره به شرط تملیک ابتدا احکام عقد اجاره جاری، سپس احکام شرط ضمن عقد رعایت می‌گردد و در نهایت احکام بیع در آن جاری می‌شود (موسویان، ۱۳۹۱، ص ۲۵۱-۲۵۴).

طبق مصوبه کمیته تخصصی فقهی، اشتراط اجاره یا اجاره به شرط تملیک توسط بانی در ضمن قرارداد استتصناع اشکالی ندارد و قرارداد اجاره در قالب اجاره کلی فی‌الذمه می‌تواند همزمان با قرارداد استتصناع منعقد شود و می‌تواند اجاره‌بهای آن از همان دوره ساخت پرداخت شود (سازمان بورس و اوراق بهادار، کمیته تخصصی فقهی، ۱۳۹۳). پیش فروش واحدهای مسکونی موضوع اوراق سفارش ساخت در قالب قرارداد اجاره به شرط تملیک

موجب می‌گردد پیش‌خریدار در قالب اجاره، به صورت اقساطی نسبت به پرداخت بهای واحد مسکونی اقدام نماید. این مدل دقیقاً مشابه مدل پیش‌فروش در عرف صنعت ساختمان است.

یکی از نکات در مدل پیشنهادی، امکان اجاره مجدد ملک توسط مستأجر (بانی) می‌باشد. در قرارداد اجاره، مستأجر می‌تواند به عنوان موجر دوم عمل کند. منفعتی که به اجاره داده می‌شود، باید ملک موجر باشد و لازم نیست موجر حتماً مالک عین مستأجره هم باشد. بنابراین مستأجر می‌تواند به عنوان موجر دوم، عین مستأجره را به دیگری اجاره دهد، مگر اینکه در عقد اجاره عدم واگذاری به غیر، شرط شده باشد (امام خمینی، ۱۳۹۲ / موسویان، ۱۳۹۱، ص ۲۴۵). طبق قانون مدنی نیز مستأجر می‌تواند عین مستأجره را به دیگری اجاره بدهد، مگر اینکه در عقد اجاره خلاف آن شرط شده باشد (قانون مدنی، ماده ۴۷۴). در تصویر ذیل فرایند مدل پیشنهادی ارائه شده است:



تصویر ۱- فرایند پیشنهادی در مدل پیش‌فروش بر اساس عقد اجاره به شرط تملیک

در تصویر فوق برای نمایش بهتر مدل، روابط میان بانی و پیش‌خریداران با تأکید بیشتر (در بخش خط چین) ارائه شده است.

در حالی که پیش‌فروش در قالب عقد اجاره به شرط تملیک اجرایی گردد، پیشنهاد می‌شود همانند مباحث مطرح‌شده در مدل سلف، بانی با استفاده از اقساط اجاره ناشی از اجاره به شرط تملیک وی به پیش‌خریدار (با احتساب منابع مورد نیاز برای اقساط دوره‌ای اوراق)، نسبت بازخرید اوراق سفارش ساخت اقدام نماید.

۶. مزایای پیش‌فروش در اوراق سفارش ساخت

استفاده از پیش‌فروش در اوراق سفارش ساخت، مزایای مختلفی دارد که در صورت عملیاتی شدن آن، موجب استقبال سازندگان از این اوراق برای تأمین مالی صنعت ساختمان خواهد شد. علاوه بر این اجرایی شدن پیش‌فروش در این اوراق، باعث توسعه استفاده از ظرفیت تأمین مالی صنعت ساختمان از بازار سرمایه و کاهش اتکای این صنعت به سیستم بانکی خواهد شد؛ همچنین موجبات توسعه ابزارهای تأمین مالی اسلامی نیز فراهم می‌شود. ۱۸۱ در ادامه مزایای مدل پیشنهادی به تفکیک برای سازندگان بخش مسکن (بانی اوراق) و پیش‌خرداران (مصرف‌کنندگان نهایی پروژه موضوع اوراق) ارائه می‌گردد:

۶-۱. مزایای مدل پیشنهادی برای سازندگان (بانی)

همان‌گونه که در مقدمه اشاره گردید، مسکن یکی از صنایع مهم و تأثیرگذار در کشور - مخصوصاً در اشتغال و رفاه جامعه به واسطه نوع تولیدات آن - می‌باشد. افزایش قیمت و عدم انطباق آن با قدرت خرید مصرف‌کننده موجب ایجاد مشکلات فراوانی شده است. یکی از روش‌های کاهش بهای تمام‌شده برای سازنده و در نتیجه کاهش قیمت، کاهش نرخ تأمین مالی می‌باشد. اگرچه در مباحث فقهی و زمان تدوین دستورالعمل اوراق سفارش ساخت، مصرف اوراق بیشتر برای صنعت ساختمان در نظر گرفته شد، تا کنون این اوراق برای این صنعت استفاده نشده و تنها انتشار آن نیز برای صنعت معدن است. با استفاده از مدل پیشنهادی، امکان پیش‌فروش پروژه در زمان ساخت توسط سازنده (بانی) و در نتیجه موجب کاهش ریسک عرضه یک‌جای واحدها توسط سازنده می‌گردد. در صورت استفاده از منابع حاصل از پیش‌فروش در بازخرید اوراق، انطباق جریان نقد برای سازنده فراهم می‌شود. این موضوع موجب کاهش ریسک نکول برای بانی نیز خواهد شد؛ از سوی دیگر بازخرید اوراق موجب کاهش هزینه تأمین مالی نیز می‌گردد.

۶-۲. مزایای مدل پیشنهادی برای پیش‌خرداران

پیش‌خرید به عنوان یک ابزار مرسوم خرید واحد مسکونی در صنعت ساختمان محسوب می‌شود. این ابزار به دلیل امکان پرداخت قسطی بخش قابل توجهی از بهای واحد مسکونی - به استثنای پیش‌پرداخت - در شرایط فعلی بازار مسکن بسیار کارا خواهد بود. یکی از

دغدغه‌های اصلی پیش‌خریداران در بازار مسکن، مسائلی از قبیل عدم تکمیل ساختمان در موعد مقرر، مشکلات مالکیت زمین توسط سازنده و سایر موارد مشابه می‌باشد (ظهیری و همکاران، ۱۴۰۰، ص ۲۱۷). در اوراق سفارش ساخت، منابع مورد نیاز بانی بر اساس گزارش امکان‌سنجی مورد تأیید ناظر پروژه و بررسی شده توسط سازمان بورس و اوراق بهادار تأمین می‌گردد؛ همچنین بانی با ارائه گزارش‌های دوره‌ای سازنده و تأیید ناظر در این خصوص (دستورالعمل اوراق سفارش ساخت، ۱۳۹۲، ماده ۲۱)، ریسک عدم تکمیل پروژه را تا حد زیادی حذف خواهد کرد. بنابراین در صورت پیش‌خرید واحدهای مسکونی موضوع اوراق سفارش ساخت، پیش‌خریدار ریسک عدم تکمیل پروژه در زمان‌بندی مقرر را نخواهد داشت.

ویژگی دیگر مدل پیشنهادی، حذف ریسک ناشی از مالکیت زمین و مجوزات قانونی ساخت در واحدهای مسکونی موضوع اوراق سفارش ساخت برای پیش‌خریدار می‌باشد. در اوراق سفارش ساخت، دارایی‌هایی مبنای انتشار قرار می‌گیرند که هیچ‌گونه محدودیت یا منع قانونی، قراردادی یا قضایی برای ساخت و انتقال دارایی وجود نداشته باشد؛ همچنین دارایی در حال ساخت تا پرداخت کلیه وجوه اوراق به وکالت از طرف دارندگان اوراق تحت مالکیت نهاد واسط قرار می‌گیرد (دستورالعمل اوراق سفارش ساخت، ۱۳۹۲، ماده ۱۰). این موضوع باعث حذف ریسک ناشی از مشکلات مالکیت زمین برای پیش‌خریدار خواهد شد.

۷. ریسک‌های مدل پیشنهادی و روش‌های پوشش آن

در اوراق سفارش ساخت همانند سایر اوراق و ابزارها، ریسک‌هایی وجود دارد که در فرایند اجرایی و دستورالعمل انتشار آن، مکانیزم‌های پوشش این ریسک‌ها ارائه شده است؛ لذا از تکرار آنها در این پژوهش خودداری می‌گردد. ریسک مدل پیشنهادی، استفاده از منابع حاصل از پیش‌فروش توسط بانی در سایر طرح‌ها و پروژه‌ها می‌باشد. همان‌گونه که مطرح شد، یکی از علل پیشنهادی استفاده از مکانیزم پیش‌فروش در اوراق سفارش ساخت، تطابق جریان نقدی و کاهش ریسک نکول در این اوراق توسط سازنده است. اگرچه وجود رکن ضامن این ریسک را برای دارندگان اوراق حذف خواهد کرد، در مدل پیشنهادی بدون حضور رکن ضامن نیز ریسک نکول تا مقدار قابل توجهی تقلیل خواهد یافت. در صورتی که بانی منابع حاصل از پیش‌فروش را در سایر طرح‌ها سرمایه‌گذاری نماید، ریسک نکول پابرجا خواهد

بود؛ افزون بر اینکه در این سناریو بخش قابل توجهی از دارایی مبنای انتشار اوراق از طریق پیش‌فروش واگذار شده است. با توجه به این موارد برای پوشش ریسک نکول، منابع حاصل از پیش‌فروش واحدهای مسکونی موضوع انتشار اوراق -در قالب هر دو عقد سلف و اجاره به شرط تملیک- یا باید به بازخرید اوراق اختصاص یابد یا در حساب مخصوص جهت بازپرداخت اصل اوراق، نزد ضامن یا سایر ارکان سپرده‌گذاری گردد. البته برای کاهش هزینه فرصت بانکی، گزینه مطلوب، بازخرید اوراق است. جهت پوشش ریسک‌های احتمالی در مدل عقد اجاره به شرط تملیک، می‌توان در عقد اجاره به شرط تملیک اول (میان بانکی و نهاد واسطه)، به بانکی تنها در زمانی اجازه پیش‌فروش واحدها در قالب اجاره به شرط تملیک مجدد را داد که منابع حاصل از آن -بعد از کسر وجوه مورد نیاز برای پرداخت‌های دوره‌ای اوراق- به بازخرید اوراق اختصاص یابد.

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

گزارش‌های بازار اولیه سازمان بورس و اوراق بهادار و شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه، حاکی از عدم استقبال مناسب سازندگان بخش مسکن از اوراق بدهی است. یکی از ابزارهای تأمین مالی بدهی مبتنی بر پروژه، اوراق سفارش ساخت است که این اوراق نیز نه تنها توسط سازندگان بلکه توسط سایر بنگاه‌های اقتصادی نیز استفاده نشده است. این موضوع موجب اتکای سازندگان و انبوه‌سازان به سیستم بانکی شده است که اثرات نامناسبی در اقتصاد کشور به جای خواهد گذاشت. از جمله این موارد می‌توان به مشکلات بانکی مسکن در تأمین مالی مسکن مهر و اثرات خلق پول و تورم آن اشاره نمود.

اگرچه این اوراق دارای پیچیدگی‌های خاصی است، تلاش شده است با رفع برخی نقیصه‌ها، قابلیت استفاده را پیدا نماید. در این پژوهش تلاش شده است یکی از دغدغه‌های اصلی انبوه‌سازان پروژه‌های مسکونی در استفاده از اوراق سفارش ساخت و مدل پیشنهادی جهت رفع آن ارائه شود. جهت مشکل عدم انطباق جریان نقد (Cash Flow Mismatching) در این اوراق، استفاده از دو عقد سلف و اجاره به شرط تملیک پیشنهاد شده است که امکان پیش‌فروش را به سازندگان پروژه‌های مسکونی ارائه خواهند کرد. تلاش شده است امکان استفاده از عقود پیشنهادی بر اساس دستورالعمل‌ها، مصوبات کمیته

تخصصی فقهی و مباحث قانونی بررسی گردد. از میان دو عقد پیشنهادی، عقد اجاره به شرط تملیک، انطباق بیشتری با مدل پیش فروش عرف صنعت ساختمان دارد؛ همچنین جهت ریسک نکول اصل و فرع اوراق، بر اساس دستورالعمل اوراق سفارش ساخت، پیشنهاد بازخرید بخشی از اوراق ارائه شده است.

در صورت عملیاتی شدن این مدل در اوراق سفارش ساخت، انتظار می رود انتشار این اوراق توسط سازندگان پروژه های مسکونی گسترش یابد. این موضوع موجب اتکای کمتر تأمین مالی شرکت های ساختمانی به سیستم بانکی می گردد. با توجه به اینکه منابع حاصل از انتشار اوراق از طریق پذیرهنویسی و استفاده از سرمایه خرد مردم تأمین می شود، کمترین اثر منفی بر اقتصاد کشور داشته و می تواند به عنوان روش تأمین مالی پروژه های نهضت ملی مسکن نیز محسوب گردد. در همین راستا یکی از پیشنهادهای آتی در این حوزه، امکان انتشار اوراق سفارش ساخت قابل تبدیل به واحدهای مسکونی موضوع انتشار اوراق است. این موضوع می تواند سبب تسهیل فرایند پیشنهادی جهت کاهش ریسک نکول اوراق توسط سازنده در پیش فروش گردد.

منابع و مأخذ

۱. سروش، ابوذر و سیدعباس موسویان؛ «طراحی مدل های مالی اوراق سفارش ساخت در بازار سرمایه ایران»، *تحقیقات مالی*؛ دوره ۱۸، ش ۴، ۱۳۹۵، ص ۶۳۳-۶۵۲.
۲. الهام، صادق و یونس عباسی؛ «قرارداد استصناع بانکی در ترازوی تحلیل و نقد فقهی»، *فصلنامه علمی-پژوهشی اقتصاد اسلامی*؛ س ۲۰، ش ۷۹، ۱۳۹۹، ص ۸۷-۱۱۳.
۳. امام خمینی، سیدروح اله؛ *تحریر الوسيله*؛ تهران: مؤسسه تنظیم و نشر آثار امام خمینی (ره)، ۱۳۹۲.
۴. حسینی زاده مظلومی، سیدرضا؛ «بررسی استفاده از صکوک استصناع در تأمین مالی مسکن»، پایان نامه کارشناسی ارشد؛ دانشگاه امام صادق علیه السلام، ۱۳۸۹.
۵. سازمان بورس و اوراق بهادار؛ دستورالعمل انتشار اوراق سفارش ساخت؛ ۱۳۹۲.
۶. سازمان بورس و اوراق بهادار؛ صورت جلسه کمیته تخصصی فقهی؛ ۱۳۸۷.
۷. سازمان بورس و اوراق بهادار؛ صورت جلسه کمیته تخصصی فقهی؛ ۱۳۹۳.

۸. سازمان بورس و اوراق بهادار؛ صورت‌جلسه کمیته تخصصی فقهی؛ ۱۳۹۹.
۹. شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه؛ اطلاعات آماری صکوک منتشره در بازار سرمایه ایران؛ ۱۴۰۱.
۱۰. 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؛ ۱۳۹۱.
۱۱. ظهیری‌هاشمی، روزبه، حنظله فندرسکی، حمیدرضا شیرزاد و سیدمسعود مروج جهرمی؛ «طراحی روش نوین تأمین مالی خرید مسکن از طریق اوراق سلف استاندارد مسکن»، فصلنامه علمی اقتصاد اسلامی؛ دوره ۲۱، ش ۸۳، ۱۳۹۴، ص ۱۹۵-۲۲۵.
۱۲. عبدی پورفرد، ابراهیم و سیدمرتضی شهیدی؛ «ابعاد فقهی، حقوقی و مالی قراردادهای سلف در بورس»، پژوهشنامه حقوق اسلامی؛ س ۶، ش ۱، ۱۳۹۴.
۱۳. عسکری، محمدمهدی، مجید کریمی ریزی و علی مصطفوی‌ثانی؛ «تأمین مالی پروژه‌های زیرساختی بر مبنای الگوی تسهیم ریسک از طریق انتشار صکوک استصناع توسط دولت»، دوفصلنامه علمی-پژوهشی تحقیقات مالی اسلامی؛ س ۷، ش ۱۳، ۱۳۹۶، ص ۳۳-۵۶.
۱۴. عیسوی، محمود و وهاب قلیچ، «صکوک سلف بانک مرکزی، ابزاری نوین برای سیاست‌گذاری پولی»، فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی؛ س ۱۴، ش ۵۴، ۱۳۹۳، ص ۱۳۱-۱۵۸.
۱۵. فندرسکی، حنظله، «ارزیابی پروژه‌های املاک و مستغلات با استفاده از اختیارات واقعی»، پایان‌نامه دکترا؛ دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، ۱۴۰۰.
۱۶. قانون مدنی، مصوب مجلس شورای اسلامی.
۱۷. کمیجانی، اکبر و محمدنقی نظرپور؛ «چگونگی کاربرد عقد استصناع در قانون عملیات بانکی بدون ربا»، فصلنامه علمی-پژوهشی اقتصاد اسلامی؛ س ۸، ش ۳۰، ۱۳۸۷، ص ۶۹-۹۷.

۱۸. موسویان، سیدعباس و جواد حدادی؛ «تأمین مالی پروژه‌محور به وسیله صکوک استصناع در صنعت نفت»، فصلنامه علمی-پژوهشی اقتصاد اسلامی؛ س ۱۳، ش ۵۰، ۱۳۹۲، ص ۷۹-۱۱۰.

۱۹. موسویان، سیدعباس، بلال وثوق و علی فرهادیان آرانی؛ «شناخت و رتبه‌بندی ریسک‌های ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)»، اندیشه مدیریت راهبردی؛ س ۷، ش ۱۳، ۱۳۹۲.

۲۰. نظرپور، محمدنقی و ایوب خزائی؛ «طراحی و بررسی انواع صکوک استصناع قابل انتشار در بورس اوراق بهادار»، فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی ایران؛ س ۱۷، ش ۵۲، ۱۳۹۱، ص ۱۸۳-۲۰۹.

۲۱. نظرپور، محمدنقی؛ «اوراق بهادار استصناع (سفارس ساخت) ابزاری برای سیاست پولی»، فصلنامه اقتصادی اسلامی؛ س ۵، ۱۳۸۴، ص ۸۱-۱۱۰.

۲۲. نظرپور، محمدنقی، روح‌اله عبادی و هادی میرحسینی؛ «بررسی پوشش ریسک انتشار اوراق استصناع در مدل‌های عملیاتی اوراق استصناع موازی، مدل بورس و اوراق استصناع غیر مستقیم»، دوفصلنامه علمی-پژوهشی جستارهای اقتصادی ایران؛ س ۱۵، ش ۲۹، ۱۳۹۷، ص ۳۹-۶۷.

23. DIFC; **Sukuk Guidebook**; 2009.