



## Sukook Vekala, a New Financial Instrument in Housing Financing

Hussein Shirmardi abbas abad\*, Mohammad Fatanat Fard\*\*

0000-0003-1595-5099

0009-0000-9436-0282

### Abstract

The housing sector is the driving force of economy, where more than 120 industries are directly and indirectly involved. Hence, lack of proper policymaking in the financing of the housing sector, and lack of balance in supporting this sector can lead to a financial crisis, and consequently, to an economic and social crisis. For this reason, financing of the housing sector has always been a main concern of the country's political and administrative institutions and housing companies, especially in the current economic conditions and internal and international credit crunch. Due to the underdevelopment of the capital market in Iran, and the inconvenient interaction between different economic institutions, financial support of housing markets are still traditional and very feeble, generally financed and equipped by state-owned banks, especially by Bank Maskan. Using library analytical-descriptive methods, this study is intended to explain that, in terms of jurisprudence, economics, finance and risks, it is possible to design and publish Vekalat bonds as a new Islamic financial instrument in the Iranian capital market. The results demonstrated that, according to the most important criteria of microeconomics, Vekalat bonds include acquiescence with customer objectives and motives, relevance to the attitudes and tastes of investors, liquidity and efficiency. Furthermore, in terms of the most important macroeconomic criteria, including impact on economic growth and development, distributive justice and the ability to make monetary and financial policies, it can be used as an appropriate financial instrument in the country's capital market to finance the housing sector.

**Keywords:** housing financing, Islamic financial instruments, Sukook (Islamic bonds), Sukook Vekalat.

---

\* Corresponding author: PhD candidate of financial management, Imam Sadegh (AS) University, Tehran, Iran  
hosseinshirmardi@gmail.com

\*\* Assistant professor at Imam Sadegh (AS) University, Tehran, Iran  
fatanat@isu.ac.ir



## صکوک و کالت، ابزار مالی نوین در تأمین مالی مسکن

حسین شیرمردی احمدآباد\*، محمد فطانت فرد\*\*

تاریخ دریافت: ۱۳۹۹/۰۳/۰۵ 0009-0000-9436-0282 0000-0003-1595-5099

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۹/۰۵/۲۵

### 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 است. بنابراین، عدم سیاست‌گذاری صحیح 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. به همین دلیل، تأمین مالی بخش مسکن، همواره و مخصوصاً در شرایط موجود اقتصادی و تنگناهای اعتباری داخلی و بین‌المللی، یکی از دغدغه‌های اصلی نهادهای سیاست‌گذار و اجرایی کشور و شرکت‌های مسکن‌ساز بوده است. در کشور ما به دلیل توسعه نیافتگی بازار سرمایه و از طرفی تعامل نه‌چندان مناسب بخش‌های مختلف اقتصادی با یکدیگر، بازارهای مالی مسکن هنوز بسیار ضعیف و سنتی بوده و غالباً توسط بانک‌های دولتی و آن‌هم اختصاصاً توسط بانک مسکن، تأمین مالی و تجهیز می‌شود. این پژوهش با استفاده از مطالعات کتابخانه‌ای و براساس روش تحلیلی - توصیفی، به دنبال تبیین این است 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. یافته‌های تحقیق نشان می‌دهد اوراق و کالت 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 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.

**کلیدواژه‌ها:** تأمین مالی مسکن، ابزارهای مالی اسلامی، صکوک، صکوک و کالت

طبقه‌بندی JEL: D14, D53, G23, R51

\* نویسنده مسئول؛ دانشجوی دکتری مدیریت مالی، دانشکده معارف اسلامی و مدیریت، دانشگاه امام صادق(ع)، تهران، ایران  
hosseinshirwardi@gmail.com

\*\* استادیار گروه مدیریت مالی؛ دانشکده معارف اسلامی و مدیریت، دانشگاه امام صادق(ع)، تهران، ایران  
fetanat@isu.ac.ir

این مقاله یک مقاله با دسترسی آزاد است که تحت شرایط و ضوابط مجوز Creative Commons Attribution Non-Commercial (CC BY-NC) توزیع شده است.



## مقدمه

باتوجه به اینکه تأمین مالی طرح‌های کلان بخش مسکن به سرمایه زیادی نیاز دارد، جهت جذب منابع سرمایه‌گذاران مسلمان و غیرمسلمان داخلی و خارجی، ناچار به توسعه و تنوع در طراحی و به‌کارگیری انواع ابزارهای تأمین مالی هستیم که هم منطبق با اصول شریعت باشند و هم توجیه اقتصادی و مالی داشته باشند. ازجمله رایج‌ترین این روش‌ها صکوک (اوراق بهادار اسلامی) است. در حال حاضر، در بخش مسکن کشور از بین انواع مختلف صکوک، تنها اوراق مشارکت و اوراق اجاره در حجم بسیار ناچیز نسبت به حجم تأمین مالی در کشور منتشر شده است.

بخش مسکن به‌عنوان موتور محرک اقتصاد به‌شمار می‌رود و بیش از ۱۲۰ صنعت به‌طور مستقیم و غیرمستقیم با آن در ارتباط می‌باشند. بنابراین، عدم سیاست‌گذاری صحیح 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 و ساختمان و املاک، تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار، انتشار انواع اوراق بهادار و بازار رهن ثانویه). در کشورهای توسعه‌یافته 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 توسعه‌نیافتگی بازار سرمایه و از طرفی تعامل نه‌چندان مناسب بخش‌های مختلف اقتصادی با یکدیگر، بازارهای مالی مسکن هنوز بسیار ضعیف و سنتی بوده و غالباً توسط بانک‌های دولتی و آن‌هم اختصاصاً توسط بانک مسکن، تأمین مالی و تجهیز می‌شود و تأمین مالی بخش مسکن از بازار سرمایه حجم بسیار ناچیزی را شامل می‌شود. باتوجه به مشکلات متعدد نظام تأمین مالی موجود مخصوصاً 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 روبه‌رو 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 نماید.

ازطرفی، کاهش تولید مسکن بر 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 سوی 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 تمام‌شده از طرف مسکن‌سازان و در پی 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 (آهن‌آلات، سیمان و سایر مواد) به دلیل نوسانات قیمت‌های جهانی و نوسانات شدید ارزی و ارائه تسهیلات اعتباری گران‌قیمت به مشتریان.

طی سال‌های پیش، راهکارهای مختلفی جهت تأمین مالی بخش مسکن به کار گرفته شده یا پیشنهاد شده است که عبارتند از: تسهیلات کلان بانکی با نرخ سود پائین، 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. لکن بخش مسکن طی سال‌های گذشته به منابع بانکی وابسته بوده و توانسته در سال‌های مختلف از تسهیلات نظام بانکی برای توسعه خود استفاده کند، ولی با گسترش نیاز به بخش ساختمان و مسکن، سرمایه بانک‌ها افزایش متناسبی نداشته و نظام 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 سرمایه‌ی قابل کاربرد در بخش مسکن محدود می‌باشند 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.

باتوجه به مباحث فوق، به نظر می‌رسد راهکار جدیدی که بتواند منابع مالی مورد نیاز بخش مسکن را فراهم کند و در عین حال مسائل تأمین مالی خارجی، دولتی، مبتنی بر بانک و دیگر روش‌ها را نداشته باشد، امری ضروری به نظر می‌رسد. از طرفی، روش‌های تأمین مالی پیشنهادی، باید از نظر معیارهای فقهی، تخصصی و اقتصادی قابلیت کاربرد در کشور را داشته باشند. لذا این پژوهش به دنبال بررسی این است که آیا طبق معیارهای فقهی، اقتصادی و مالی، اوراق وکالت می‌تواند به عنوان ابزاری مناسب در جهت تأمین مالی بخش مسکن کشور به کار گرفته شود؟ از آنجاکه این پژوهش به طراحی یکی از روش‌های تأمین مالی بخش مسکن می‌پردازد، کاربردی است. در این تحقیق از روش مطالعات کتابخانه‌ای در گردآوری اطلاعات مقدماتی و از روش تحلیلی - توصیفی در طراحی و ارائه مدل‌های عملیاتی استفاده می‌شود.

### پیشینه تحقیق

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

اسلامی بیدگلی و فاضلیان (۱۳۸۴) در مقاله "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 به تفکیک در بانک‌ها بررسی نموده‌اند.

مجتهد (۱۳۸۷) در کتاب "شناسایی روش‌های نوین تجهیز منابع در بانک مسکن با نگرش تخصیص در بخش مسکن" با مروری بر شیوه‌های تأمین منابع در نظام اعتباری مسکن در سایر کشورها، امکان استفاده از روش‌های تخصیص منابع در بازار تأمین مالی مسکن در ایران را بررسی

می‌نماید.

معصومی‌نیا و شهیدی‌نسب (۱۳۸۸) در مقاله "بررسی فقهی و اقتصادی ابزار تأمین مالی مشارکت کاهنده" 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) در مقاله "تأمین مالی مسکن از طریق اوراق رهنی" با بررسی ساختار بازار رهنی ایالات متحده و اروپا، با معرفی اوراق رهنی، ساختار پیشنهادی را برای انتشار اوراق در بازار کشور ارائه می‌دهد.

علی‌زاده و سیف‌الدینی (۱۳۸۸) در مقاله "تبدیل به اوراق بهادارسازی املاک و مستغلات"، الزامات اصلی تبدیل به اوراق بهادارسازی دارایی‌های ملکی آماده بهره‌برداری و درحال ساخت را مورد بررسی قرار داده و ویژگی‌های هر کدام از این انواع تبدیل به اوراق بهادارسازی تشریح کرده است.

موسویان (۱۳۸۸) در مقاله "نقش اوراق استصناع در تأمین مالی بخش مسکن" با بررسی فقهی انواع اوراق استصناع، مدل پیشنهادی استفاده از این اوراق در تأمین مالی مسکن را ارائه می‌دهد.

شیرمردی و ندری (۱۳۹۴) در مقاله "امکان‌سنجی استفاده از اوراق جعاله در تأمین مالی مسکن" به بررسی امکان طراحی و انتشار اوراق جعاله از منظر معیارهای فقهی و تخصصی پرداخته‌اند.

موسویان (۱۳۹۱) در کتاب "بازار سرمایه اسلامی" ضمن معرفی اصول و مبانی فقهی انواع عقود اسلامی، به بررسی فقهی و اقتصادی اوراق بهادار متعارف و اسلامی پرداخته است.

موسویان و همکاران (۱۳۹۱) در مقاله "اوراق بهادار (صکوک) و کالت؛ ابزاری مناسب برای تأمین مالی صنعت پتروشیمی" با توجه به ویژگی‌های خاص صنعت پتروشیمی به ارائه مدل پیشنهادی اوراق و کالت با رعایت راهکارهای مدیریت ریسک پرداخته‌اند.

فدائی و صفایی (۱۳۹۰) نیز در پژوهشی با عنوان "صکوک و کالت، ابزاری برای تأمین مالی

با رویکرد کاهش ریسک " به تبیین صکوک وکالت پرداخته و اشاره دارند که این صکوک، دست مدیران مالی شرکت‌ها را در متنوع‌سازی دارایی‌ها و انتخاب پرتفویی از سرمایه‌گذاری‌های سودآور به‌طور نسبی باز می‌گذارد و درعمل توانایی آنها را برای مدیریت و کاهش ریسک شرکت، افزایش می‌دهد.

مؤسسه مالی بین‌المللی دبی (۲۰۰۹) در بخشی از کتاب «راهنمای صکوک» به معرفی صکوک وکالت پرداخته است. سپس به برخی از مزیت‌های این نوع صکوک اشاره نموده و درنهایت مدل عملیاتی انتشار صکوک وکالت را ارائه نموده است.

احمد علوی و همکاران (۲۰۱۱) در گزارشی با عنوان «مطالعه جامع بازار جهانی صکوک» در بخش‌هایی از گزارش خود به چندین مدل عملیاتی از انتشار صکوک با استفاده از الگوی وکالت در کشورهای مختلف از جمله ترکیه اشاره نموده‌اند.

بشیر و امین (۲۰۱۲) در کتاب «صکوک جهانی و بازار تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار اسلامی» در بخشی از کتاب به مدل‌های جهانی عملیاتی انواع صکوک از جمله صکوک وکالت اشاره نموده است. درضمن به برخی از موارد انتشار این نوع از صکوک در دنیا اشاره و موارد قانونی آنها را مورد بحث قرار داده است.

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 می‌نماید.

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

آکادمی پژوهش‌های بین‌المللی شریعت مالی اسلامی (۲۰۱۷) در کتاب "صکوک: مبانی و کاربردها" ضمن معرفی، طبقه‌بندی انواع صکوک، چشم‌انداز و چالش‌های صکوک در آینده را بررسی نموده است.

پژوهش‌های فوق عمدتاً روش‌هایی از تأمین مالی را برای بخش‌های متعدد و ازجمله بخش مسکن بررسی نموده‌اند و در طراحی به‌عنوان ابزار مالی بحثی ارائه نداده‌اند و یا اینکه به ابزار مالی پیشنهادی را از ابعاد مختلف بررسی نکرده‌اند.

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 به‌ویژه در اوراق وکالت مطرح است، تطبیق کاربردهای قابل اجرای آن در بخش‌های مختلف طبق اصول شریعت و معیارهای اقتصادی و مالی است؛ لکن پژوهش‌های فوق کم‌تر به بررسی تخصصی این اوراق و کاربردی کردن آن پرداخته‌اند. در حال حاضر، این اوراق هنوز در مراحل بحث‌های فقهی - تخصصی در محافل علمی و کمیته فقهی سازمان بورس بوده و اجرایی نشده‌اند و از طرف دیگر، یکی از زمینه‌های جدی و مشکلات اساسی تأمین مالی کشور، در بخش مسکن است. مهم‌ترین نوآوری مقاله در این است که با موضوع‌شناسی تأمین مالی بخش مسکن و پیدا کردن مناسب‌ترین صکوک، با بهره‌گیری از نظرات فقهی مراجع تقلید، نشان می‌دهد که اوراق وکالت با تطابق با معیارهای تخصصی می‌تواند به بهترین شکل نیازهای کوتاه‌مدت و بلندمدت این بخش را تأمین مالی کند.

## مبانی نظری

### تجربه اوراق بهادار اسلامی

امروزه با توجه به جمعیت کشورهای مسلمان و از طرفی جذب سرمایه‌گذاران مسلمان در کشورهای غیرمسلمان، صنعت خدمات مالی اسلامی گسترش چشمگیری داشته است؛ به طوری که انواع مخلف صکوک داخلی و بین‌المللی شرکتی، دولتی و شبه‌دولتی نه فقط در بازارهای مالی کشورهای مسلمان بلکه در کشورهای از قبیل امریکا، آلمان، انگلیس و ژاپن منتشر می‌شود، تاجایی که مجموع حجم انتشار صکوک از ۱،۱۷۲ میلیون دلار در سال ۲۰۰۱ با رشد بیش از ۹۴۰ برابری در کم‌تر از ۱۷ سال؛ به مبلغ ۱۱۰،۵ میلیارد دلار تا پایان سال ۲۰۱۸ رسیده است. طبق



گزارش مؤسسه بازار بین‌المللی مالی اسلامی در سال‌های اخیر، انتشار اوراق وکالت مخصوصاً در سطح بین‌الملل گسترش چشمگیری داشته است؛ به طوری که صکوک وکالت در سال ۲۰۱۸ سهم ۹۲ درصدی انتشار صکوک شبه دولتی را از آن خود کرده است. همچنین صکوک وکالت از سال ۲۰۰۱ تا ۲۰۱۸ با سهم ۷۷,۵ درصدی از مجموع صکوک شبه دولتی رتبه اول انتشار را بین انواع صکوک دارد. در صکوک شرکتی نیز بعد از صکوک اجاره، با ۲۱,۷۵ درصد رتبه دوم و در صکوک بین‌المللی با ۵۰ درصد رتبه اول را کسب نموده است (IIFM, 2019). 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 از سال ۱۳۹۳، اوراق استصناع، اوراق وقف و اسناد خزانه از سال ۱۳۹۴ و اوراق منفعت از سال ۱۳۹۶ در دفعات محدود و حجم ناچیز نسبت به میزان تأمین مالی در کل کشور اجرایی شده‌اند و هنوز اوراق وکالت در کشور منتشر نشده است. در بخش مسکن نیز از اوراق مشارکت و اوراق اجاره منتشر شده‌اند. به نظر می‌رسد اوراق وکالت می‌تواند از سویی برخی از مشکلات تأمین مالی بخش مسکن در کشور را سامان دهد و از سوی دیگر با توسعه ابزارهای مالی و جذب منابع مالی، بازار سرمایه کشور را توسعه دهد. لذا ابتدا قرارداد وکالت را به عنوان عقد پایه اوراق وکالت بیان نموده و سپس به مدل‌های عملیاتی اوراق وکالت می‌پردازیم.

### تعریف عقد وکالت

وکالت در لغت به معنای تفویض و واگذاری کاری به کسی و اعتماد کردن به اوست (عمید، ۱۳۸۹) و در اصطلاح، عقدی است که به موجب آن یکی از طرفین، دیگری را برای انجام امری، نایب خود قرار می‌دهد (نجفی، ۱۳۶۷: ۱۹۳؛ موسوی خمینی، ۱۳۶۳: ۵۳۸ و توضیح المسائل مراجع، ۱۳۷۸: ۳۲۷).

## ارکان عقد وکالت

### الف. طرفین عقد

شخصی که نایب می‌گیرد موکل و نایب را وکیل می‌گویند. وکیل و موکل باید شرایط عمومی طرفین عقد شامل بلوغ، عقل، قصد و اختیار را دارا باشند (نجفی، ۱۳۶۷؛ موسوی خمینی، ۱۳۶۳ و توضیح‌المسائل مراجع، ۱۳۷۸). همچنین در موکل شرط است که در آنچه به وکالت واگذار می‌کند، حق تصرف داشته باشد. بنابراین، محجور به‌خاطر سفاهت و ورشکستگی نمی‌تواند در انعقاد بیع و امثال آن وکیل بگیرد؛ برخلاف اموری مانند طلاق که محجور بودن موکل اشکالی ندارد (موسوی خمینی، ۱۳۶۳ و ماده ۶۸۲ ق.م.).

### ب. ایجاب و قبول

عقد وکالت همانند سایر عقود نیاز به اعلام اراده و رضایت طرفین به انعقاد آن دارد و طرفین با هر لفظ و زبانی که مقصود از وکالت را برسانند، می‌توانند عقد را جاری سازند. همچنین اگر کسی به دیگری بفهماند که او را وکیل کرده است؛ مثلاً مال خود را به دیگری بدهد تا بفروشد و او مال را بگیرد، وکالت صحیح است (توضیح‌المسائل مراجع، ۱۳۷۸ و ماده ۶۵۷ و ۶۵۸ ق.م.).

### ماهیت عقد وکالت

۱. عقد وکالت از جمله عقود جایز است، بنابراین، هرکدام از طرفین هر زمانی که بخواهد، می‌تواند عقد وکالت را فسخ کند با این تفاوت که اگر موکل بخواهد عقد را فسخ کند، لازم است که با اطلاع وکیل باشد، اما وکیل می‌تواند بدون اطلاع‌دادن به موکل، خود را عزل کند.

۲. با فوت یکی از طرفین، عقد وکالت باطل می‌شود. همچنین اگر یکی از طرفین دچار جنون شود، در صورتی که بعداً حالش بهبود یابد، برای وکالت نیاز به عقد جدید است.

۳. طرفین می‌توانند در ضمن یک عقد لازم خارجی، شرط کنند تا زمانی که آن عقد باقی است، عقد وکالت هم باقی باشد و طرفین حق فسخ آن را نداشته باشند (توضیح‌المسائل مراجع، ۱۳۷۸ و ماده ۶۵۶ ق.م.).

## اقسام وکالت

وکالت بر سه قسم است:

۱. وکالت خاص، در این نوع، مورد وکالت و محدوده اختیارات وکیل کاملاً معلوم است.
  ۲. وکالت عام، این نوع وکالت بر سه گونه است (توضیح المسائل مراجع، ۱۳۷۸ و ماده ۶۶۰ ق.م.ا.:
- عام، از جهت تصرف و خاص، از جهت متعلق وکالت. به عنوان مثال، گفته شود این سرمایه معین را هر نوع که صلاح می‌دانی، استفاده کن اعم از بیع و اجاره و...
  - عام، از جهت متعلق وکالت و خاص، از جهت تصرف. به عنوان مثال، موکل بگوید هر آنچه از اموال من را که صلاح می‌دانی، بفروش.
  - عام، از جهت تصرف و متعلق وکالت. به عنوان مثال، موکل به هر نوع تصرفی در جمیع اموال خود وکالت دهد.
  - وکالت مطلق، در این نوع، مورد وکالت و محدوده اختیارات مطلق است.

## تعریف اوراق وکالت

اوراق وکالت درحقیقت گواهی‌هایی هستند که توسط یک طرف (بانی) به منظور تأمین مالی جهت تملک یا سرمایه‌گذاری در دارایی‌ها، کالاها یا خدمات منتشر می‌شود. این اوراق بیانگر مالکیت مشاع دارندگان آنها در دارایی‌ها، کالاها یا خدمات پایه‌ای این اوراق است. در مرحله بعد، این تملک‌ها یا سرمایه‌گذاری‌ها در اختیار یک وکیل قرار داده می‌شود تا آنها را از طرف انتشاردهنده و دارندگان این اوراق مدیریت نماید. دارندگان اوراق ریسک این تملک‌ها و سرمایه‌گذاری‌ها را پذیرفته و در عوض، حق کسب سود ناشی از آنها را به دست می‌آورند (موسویان و همکاران، ۱۳۹۱).

## ارکان اصلی در فرایند انتشار اوراق وکالت

در معامله‌های مرتبط با اوراق وکالت، افزون بر سازمان بورس و اوراق بهادار که مجوز تأسیس مؤسسه واسط و انتشار اوراق وکالت را صادر می‌کند، عنصرهای ذیل به صورت ارکان اصلی معامله‌ها حضور دارند:

## ۱. واسط

نهاد واسط در قالب حقوقی شرکت با مسئولیت محدود، توسط شرکت مدیریت دارایی مرکزی تشکیل می‌شود. فعالیت نهاد واسط و اداره آن بر اساس قانون تجارت و اساسنامه شرکت انجام خواهد شد (سازمان بورس، دستورالعمل فعالیت نهادهای واسط). واسط به انتشار اوراق وکالت اقدام کرده و آنها را در برابر دریافت وجوه مشخص (قیمت اسمی اوراق) به سرمایه‌گذاران واگذار می‌کند. رابطه حقوقی واسط با متقاضیان اوراق رابطه وکالت است به این معنای واسط با اعطای اوراق وکالت، وجوه سرمایه‌گذاران را در جایگاه وکیل دریافت می‌کند و سپس به وکالت از طرف آنها با بانی قرارداد وکالت می‌بندد و وجوه را در اختیار شرکت بانی قرار می‌دهد و دیگر مسایل مرتبط با وکالت را نیز پیگیری می‌کند.

## ۲. سرمایه‌گذاران (دارندگان) اوراق وکالت

اشخاص حقوقی یا حقیقی هستند که اوراق بهادار را خریداری و از این طریق بانی را تأمین مالی می‌نمایند. دارندگان اوراق می‌توانند اوراق را تا زمان سررسید نگه دارند، همان‌طور که می‌توانند در مواقع نیاز به نقدینگی، در بازار ثانوی با فروش اوراق از بازار خارج شوند.

۳. **بانی:** بانی هر شخص حقوقی است که به منظور تأمین مالی بخش مسکن، به واسط سفارش انتشار اوراق وکالت را می‌دهد.

۴. **امین:** امین شخص حقوقی که حافظ منافع سرمایه‌گذاران است و وظیفه بررسی وثیقه‌ها و ضمانت‌های لازم جهت انتشار اوراق را برعهده دارد و بر کل فرایند اوراق وکالت نظارت کامل دارد. همچنین تمام مبادله‌های مالی از طریق امین صورت خواهد گرفت.

## ۵. شرکت تأمین سرمایه

شرکت تأمین سرمایه به عنوان کارگزار از سوی شرکت واسط اوراق بهادار وکالت را پذیره‌نویسی می‌کند و این پذیره‌نویسی به دو روش بهترین تلاش و تعهدپذیره‌نویسی امکان‌پذیر است (قانون بازار اوراق بهادار، ماده ۱، بند ۲۹).

## ۶. شرکت رتبه‌بندی اعتباری

شرکت رتبه‌بندی اعتباری مؤسسه‌ای است که با اخذ مجوز فعالیت از سازمان بورس و اوراق

بهادار به رتبه‌بندی اعتباری شرکت بانی و اوراق وکالت اقدام می‌کند. در حال حاضر، به دلیل وجود اوراق با درآمد ثابت و عموماً دولتی و شبه‌دولتی در بازار، شرکت‌های رتبه‌بندی در بازار سرمایه کشور وجود ندارند.

**۷. ضامن:** شخصی حقوقی است که انجام تعهدات بانی در سرسید مقرر را تضمین می‌نماید.

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

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

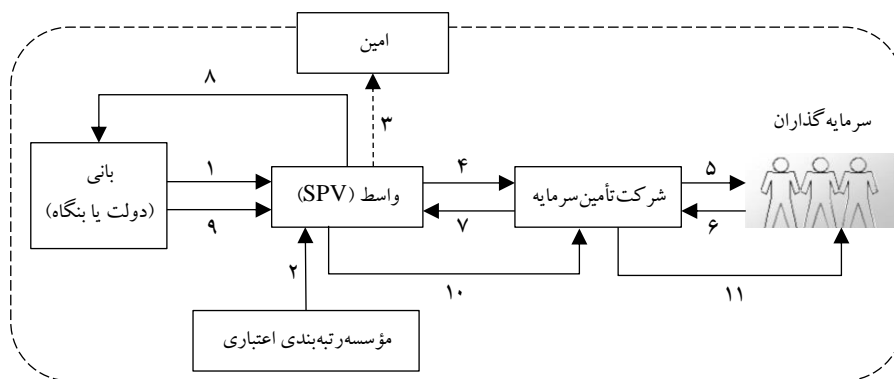
### مدل‌های کاربردی پیشنهادی اوراق وکالت

اوراق وکالت را می‌توان با کاربری‌های مختلف طراحی کرد که در این پژوهش انواع مهم آن را با به همراه مدل‌های کاربردی پیشنهادی، شرح می‌دهیم.

#### ۱. اوراق وکالت خاص

دولت‌ها گاهی یا بنگاه‌های فعال در بخش مسکن (بانی) برای تأمین مالی با مشکل مواجهند. برای حل این مشکل و برای تأمین سرمایه موردنیاز، با مراجعه به امین و تأسیس یک شرکت واسط، تقاضای انتشار اوراق وکالت می‌کنند. واسط بعد از مطالعه امیدنامه و کسب مجوزهای لازم به انتشار اوراق وکالت اقدام کرده و با واگذاری اوراق و تجهیز سرمایه لازم، آن را در اختیار بانی قرار می‌دهد. بانی پروژه مربوطه را انجام داده، در پایان فعالیت سود حاصله را بین صاحبان اوراق تقسیم می‌کند. صاحبان اوراق می‌توانند اوراق را نگهداری کرده و از سود دوره استفاده کنند و یا می‌توانند اوراق خود را در بازار ثانوی به فروش برسانند. در سرسید یا بازخرید زودتر از موعد، ناشر تمامی حقوق، عایدات و مالکیت دارایی‌های صکوک را در مقابل دریافت قیمت از پیش مشخص شده‌ای به نام قیمت تحویل، به بانی واگذار می‌نماید. در صورتی که بانی از

پرداخت مقادیری که باید طبق تفاهم‌نامه پرداخت نماید، سر باز زند و یا به تعهد خرید یا فروش خود به‌طور کامل عمل ننماید، ضامن طی دوره ضمانت خود باید کمبودهای ایجادشده فوق را جبران نماید. ضامن طرفی است که هنگام نکول یا کمبود توزیع سودهای دوره‌ای مورد توافق، آن را تعهد می‌نماید. مدل عملیاتی این اوراق به‌صورت نمودار شماره ۱ خواهد بود.



نمودار ۱. مدل عملیاتی اوراق وکالت خاص

### گردش مالی و روابط حقوقی اوراق وکالت خاص

۱. دولت یا بنگاه‌های فعال در بخش مسکن، در جایگاه بانی با انتخاب شرکت واسط (ناشر)، از بین شرکت‌های واسط موردپذیرش سازمان بورس، درخواست خود را برای انجام سرمایه‌گذاری به‌وسیله واسط اعلام و واسط را در جایگاه ناشر اوراق در انجام طرح تعیین می‌کند تا با وی به‌عنوان وکیل سرمایه‌گذاران قرارداد وکالت ببندد.

۲. واسط با انجام مطالعه‌های اولیه و تهیه امیدنامه، تأیید لازم را از مؤسسه رتبه‌بندی اعتبار دریافت می‌کند.

۳. شرکت واسط با موافقت سازمان بورس و اوراق بهادار، جهت کنترل و نظارت بر تمام فرایندها، مؤسسه امین را انتخاب می‌کند. امین نیز بر کل عملیات نظارت می‌کند.

۴. واسط، با موافقت سازمان بورس و اوراق بهادار، اوراق وکالت خاص را منتشر کرده و جهت واگذاری در اختیار شرکت تأمین سرمایه می‌گذارد.
- ۵ و ۶ و ۷. شرکت تأمین سرمایه با واگذاری اوراق وکالت خاص به سرمایه‌گذاران، وجوه آنان را جمع‌آوری کرده، در اختیار واسط قرار می‌دهد.
۸. شرکت واسط وجوه سرمایه‌گذاران را در اختیار بانی قرار می‌دهد.
۹. بانی، وجوه سرمایه‌گذاران را در پروژه موردنظر به کار گرفته، سپس در مقاطع زمانی معین، سود مربوطه از طریق واسط با سرمایه‌گذاران تسویه می‌شود. به‌طورخاص با اتمام پروژه در سررسید نهایی، اصل و سود را به مرور یا یکجا طبق امیدنامه منتشره، در اختیار واسط قرار می‌دهد.<sup>۱</sup>
۱۰. واسط نیز این وجوه را به‌منظور توزیع بین سرمایه‌گذاران در اختیار شرکت تأمین سرمایه قرار می‌دهد.
۱۱. شرکت تأمین سرمایه نیز وجوه را به صاحبان اوراق می‌پردازد.

## ۲. اوراق وکالت عام با سررسید

در این نوع از اوراق وکالت، بانی قصد یک فعالیت محدود و خاص را ندارد، بلکه شرکتی است که به‌صورت تخصصی در زمینه مسکن فعال است و فعالیت این شرکت محدود به زمان مشخصی نیست. این شرکت برای تأمین مالی، در جایگاه بانی با مراجعه به امین و تأسیس یک شرکت واسط، تقاضای انتشار اوراق وکالت عام با سررسید معین (برای مثال دوساله یا پنج ساله) با دوره‌های پرداخت سود معین (برای مثال، فصلی یا سالانه) می‌کند، واسط با مطالعه امیدنامه و با کسب مجوزهای لازم، به انتشار اوراق وکالت اقدام کرده و در اختیار متقاضیان قرار می‌دهد. سپس وجوه حاصله را به‌عنوان وکالت در اختیار بانی قرار می‌دهد. بانی با آن سرمایه به اجرای پروژه مربوطه می‌پردازد و در مقاطع زمانی معین، سود با سرمایه‌گذاران تسویه می‌شود. در زمان سررسید نیز افزون‌بر سود آخرین دوره مالی، اصل سرمایه صاحبان اوراق را برمی‌گرداند و یا به اوراق

---

۱. کلیه هزینه‌های مربوط به انتشار اوراق وکالت از قبیل کارمزد واسط و شرکت تأمین سرمایه، برعهده بانی بوده و از عایدات وکالت کم نخواهد شد.

و کالت عام با سررسید جدیدی تبدیل می‌کند.

### ۳. اوراق و کالت عام بدون سررسید

در این نوع از اوراق، واسطه، اوراق و کالت عام بدون سررسید با دوره‌های پرداخت سود تعریف شده (سه‌ماهه، شش‌ماهه یا سالانه) منتشر می‌کند و وجوه حاصل از آن را در اختیار بانی قرار می‌دهد. در پایان هر دوره مالی، بانی، سود حاصل از فعالیت را به واسطه مربوطه می‌پردازد تا میان صاحبان اوراق توزیع کند. این وضعیت تا زمان انحلال ادامه می‌یابد و در صورت انحلال، دارایی شرکت طبق مقررات بین صاحبان اوراق تقسیم می‌شود.

### بررسی اقتصادی خرد و کلان اوراق و کالت بخش مسکن

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

### اصول و معیارهای اقتصاد خرد ابزارهای مالی

#### - 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 به کار گیرند. بر این مبنا، عقود اسلامی به دو بخش عقود انتفاعی و عقود غیرانتفاعی تقسیم می‌شوند. از آنجاکه اوراق و کالت بر مبنای کسب سود برای خریداران طراحی شده‌اند، در دسته ابزارهای مالی انتفاعی قرار می‌گیرند.

#### - تناسب با روحیات و سلیقه‌های خریداران ابزارهای مالی

ابزارهای مالی زمانی مورد توجه خریداران مسلمان قرار می‌گیرد که افزون‌بر اهداف و



انگیزه‌ها، با روحیات و سلیقه مشتریان ابزارهای مالی نیز تطابق داشته باشد. به‌طور معمول، صاحبان وجوه مازاد که با 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 موردانتظار برابر، ترجیح می‌دهند. به‌عبارت‌دیگر، اگر شخصی ریسک‌گریز باشد، حاضر نیست درآمد مطمئن یک‌صد واحدی را درازای دو درآمد یک‌صد و پنجاه واحدی و پنجاه واحدی با احتمال نصف‌نصف ازدست بدهد، گرچه این بازی منصفانه (بازی با ارزش انتظاری صفر) است؛ چراکه بیشتر مردم همان‌طور که تحت تأثیر متوسط نتیجه موردانتظار 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 فوق را که با روحیات سه‌گانه مشتریان تطابق دارد، صادر کرده است (موسویان، ۱۳۹۱).  
اوراق وکالت از نوع ابزارهای مالی انتفاعی است. با توجه به ماهیت پروژه پایه قرارداد وکالت، در صورتی که پروژه مربوطه دارای بازدهی معینی باشد، این اوراق در بخش ابزارهای مالی با بازدهی معین قرار می‌گیرند که می‌توانند هدف‌ها و سلیقه‌های آن گروه از صاحبان وجوه را که دنبال سود معین و بدون ریسک هستند، پوشش دهند و در صورتی که پروژه مربوطه دارای بازدهی متغیر باشد، این اوراق در بخش ابزارهای مالی با بازدهی متغیر قرار می‌گیرند و می‌توانند هدف‌ها و سلیقه‌های آن گروه از سرمایه‌گذاران را که حاضرند برای رسیدن به سود بالاتر متحمل ریسک

شوند، پوشش می‌دهد. بنابراین، نسبت به اوراق با بازدهی انتظاری (مانند اوراق مشارکت، مضاربه) که فقط برای افراد ریسک‌پذیر مناسب است و نسبت به اوراق با بازدهی ثابت (مانند اوراق اجاره) که فقط برای افراد ریسک‌گریز مناسب است، برتری دارد.

لازم به ذکر است که می‌توان در زمان طراحی اوراق با اتخاذ سازوکارهایی از قبیل ایجاد اختیارات خرید و فروش شرعی، میزان تغییرات بالقوه سود یا زیان را محدود و یا غیر محدود قرار داد. به همین دلیل، می‌توان این اوراق را برای هر سه نوع سرمایه‌گذار ریسک‌پذیر، ریسک‌خشی و ریسک‌گریز طراحی نمود.

#### **- نقدشوندگی**

سهولت نقدکردن یک دارایی مالی با سرعت و هزینه کم در بازار، را نقدشوندگی آن دارایی گویند (شیرمردی، ۱۳۹۰). بازار ثانویه این اوراق مشکل شرعی نخواهد داشت؛ چراکه علاوه بر قرارداد محوری وکالت، تمام معامله‌های به‌کاررفته در بازار اولیه اوراق وکالت مورد اتفاق فقیهان است و نسبت به معامله‌های بازار ثانویه اوراق نیز غیر از معامله خرید و فروش دین که با نظر مشهور فقیهان و قوانین مدنی ایران مطابق است، دیگر قراردادها مورد اتفاق فقیهان است. بنابراین، در طراحی این اوراق با مشکل فقهی خاصی روبرو نخواهیم بود (موسویان، ۱۳۸۷). لذا با فرض پذیرش اوراق وکالت در یکی از بورس‌ها یا فرابورس‌های اوراق بهادار مانند بورس اوراق بهادار تهران، نقدشوندگی اوراق وکالت همانند دیگر اوراق بهادار براساس شرایط بازار (نوسانات قیمت مسکن، میزان تقاضا و عرضه، نرخ تورم، نرخ سودبانکی، تغییر در رتبه اعتباری اوراق و...) تعیین خواهد شد. البته درجه نقدشوندگی اوراق وکالت با بازدهی معین از اوراق وکالت با بازدهی متغیر و سهام عادی بیشتر خواهد بود.

#### **- کارایی**

در طراحی ابزارهای مالی اسلامی علاوه بر 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 وکالت بیشتر و دارای بازار اولیه و ثانویه فعال، و شرکت‌های متنوع‌تر و فعال‌تری در بخش احداث و سرمایه‌گذاری در بخش مسکن وجود داشته باشد، انتظار

می‌رود در اثر رقابت، این اوراق به سمت کارایی بالاتر حرکت نمایند. لذا برای افزایش کارایی اوراق وکالت بخش مسکن، این اوراق باید چنان طراحی شوند که اعتماد سیاست‌گذاران، عموم مردم، سرمایه‌گذاران بخش خصوصی، سرمایه‌گذاران داخلی و خارجی و پیمانکاران بخش مسکن به آنها جلب شود.

### **اصول و معیارهای اقتصاد کلان ابزارهای مالی**

#### **- همسویی با رشد اقتصادی**

ابزارهای مالی وسیله مناسبی برای تجهیز سرمایه‌های ریز و درشت ملی و جهت‌دادن آن به سمت فعالیت‌های خاص است. حال اگر این فعالیت‌ها با رشد اقتصادی همسو باشد، ابزارهای طراحی شده در خدمت رشد خواهند بود، اما اگر فعالیت‌های مربوطه در جهت خلاف رشد باشند، ابزارهای مالی وسیله‌ای برای نابودی رشد و کمبود سرمایه در بخش‌های مولد خواهند بود (موسویان، ۱۳۹۱). اوراق وکالت بخش مسکن، از یک طرف نقدینگی سرگردان را در جامعه کنترل می‌کند و از طرف دیگر با سوق‌دادن آنها به سمت پروژه‌های بخش مسکن، زمینه اشتغال و تولید در بخش مسکن و صنایع وابسته و در نهایت افزایش رشد اقتصادی را فراهم می‌آورد.

#### **- همسویی با عدالت اقتصادی**

پیش شرط تحقق مفهوم عدالت در بازار به معنای عام و در بازارهای مالی به معنای خاص آن است که: اولاً معاملات روشن و شفاف صورت پذیرد؛ ثانیاً معیارهای سنجش، عادلانه و دقیق باشد؛ ثالثاً قیمت‌ها بر اساس حقوق طرفین شکل گیرد. بر این اساس، بازارها و ابزارهای مالی باید از ابعاد مختلف حقوقی و اقتصادی به گونه‌ای طراحی شوند که صاحبان وجوه مازاد (دارندگان ابزارهای مالی) به ارزش افزوده حاصل از به کارگیری سرمایه خود برسند (موسویان، ۱۳۹۱). در فرض وجوه رقابت سالم در بازار اولیه و ثانویه اوراق وکالت و اینکه نرخ بازدهی اوراق به نرخ بازدهی بخش مسکن و نرخ آن بخش به سمت متوسط نرخ بازدهی سرمایه در کل اقتصاد حرکت کند، این اوراق قابلیت لازم جهت تبدیل شدن به ابزاری مناسب برای توزیع عادلانه درآمدها و ارزش افزوده بین عوامل تولید (سرمایه و نیروی انسانی) و همچنین در کل اقتصاد را دارد و گرنه انتظار می‌رود به جهت قدرت چانه‌زنی بالای عامل سرمایه، نرخ بازده اوراق بیشتر از سهم واقعی

آنها از ارزش افزوده باشد و در بلندمدت، توزیع منافع به نفع عامل سرمایه سوق پیدا کند.

#### **- قابلیت برای سیاست مالی**

باتوجه 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؛ چراکه با هدایت نقدینگی سرگردان در جامعه علاوه بر تأمین مالی پروژه‌های عمرانی و تولیدی، به مهار تورم کمک کرده و به نوعی مشکلات ذکر شده را نخواهد داشت.

در اوراق وکالت نیز زمانی که دولت و مؤسسه‌های وابسته به دولت مانند وزارت مسکن برای توسعه و بهبود بخش مسکن با کسری منابع مواجه هستند، می‌توانند برای تأمین کسری از انتشار اوراق وکالت استفاده کنند.

#### **- 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. لکن با استقرار بانکداری بدون ربا در کشور و حذف اوراق قرضه دولتی از نظام اقتصادی کشور، اجرای سیاست پولی در کشور با اختلال روبه‌رو 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 این رو، 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 توسعه یافته که طبق معمول بازار ثانویه ساختاریافته 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 نماید، عملاً دلیلی برای انتشار مستقیم توسط بانک مرکزی وجود نخواهد داشت (میثمی و ندری، ۱۳۹۴). از چالش‌های حقوقی اوراق مشارکت بانک مرکزی وجود تناسب عملکردی و ورود بانک مرکزی به عرصه اجرایی تولید و عمران در اقتصاد کشور است. در مدل پیشنهادی اوراق وکالت بخش مسکن، این چالش عمکردی وجود ندارد؛ چرا که بانک مرکزی خود بانی انتشار اوراق نیست و لازم نیست به انتشار مستقیم اوراق وکالت بپردازد، بلکه اگر بانک مرکزی قصد اعمال سیاست پولی انبساطی داشته باشد، با خرید این اوراق (اوراق وکالت 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 وکالت را به قیمت پایین‌تر از قیمت بازار بفروشد تا مردم انگیزه خرید از بانک مرکزی را داشته باشند. از آنجا که اوراق وکالت با بازدهی معین، 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. هر چند در صورتی که در طراحی این اوراق، امکان استفاده از اختیارات شرعی خرید و فروش برای ارکان موجود در فرایند انتشار اوراق وجود داشته باشد، این اوراق بسته به نوع اختیار می‌توانند روحیات و سلیق مختلف سایر افراد را پوشش داده و ابزاری

کارا تر برای اجرای سیاست‌های پولی به‌شمار آیند و در کنار اوراق مشارکت و دیگر اوراق بهادار، جایگزین مشروع و مطمئنی برای اوراق قرضه تلقی شود.

### **- شناسایی ریسک‌های اوراق وکالت بخش مسکن**

از آنجاکه در طراحی هر ابزار مالی اسلامی، علاوه بر ابعاد فقهی، حقوقی، اقتصادی و مالی؛ باید به ابعاد ریسک آن ابزار نیز توجه نمود، در ادامه، مهم‌ترین ریسک‌های ساختار اوراق وکالت بیان می‌شوند.

ریسک ابزارهای مالی را می‌توان از دو دیدگاه کمی و کیفی بررسی کرد. از دیدگاه کمی پس از به‌دست آوردن اطلاعات و داده‌ها محقق به اندازه‌گیری میزان ریسک‌ها اقدام می‌کند. اما برخی ریسک‌ها را نمی‌توان با چنین دیدگاهی محاسبه و اندازه‌گیری کرد (سروش و کاوند، ۱۳۹۰). از آنجاکه تاکنون اوراق وکالت در بازارهای مالی کشور منتشر نشده است، امکان بررسی ریسک این اوراق به‌صورت کمی وجود ندارد. از این‌رو، با در نظر گرفتن روش‌ها و سازوکار اوراق وکالت، نقش ارکان اصلی این نوع صکوک و روابط بین آنها؛ در این بخش تعدادی از ریسک‌های شناسایی شده این ابزار همراه با تعاریف مربوطه ذکر می‌شود.

### **الف. ریسک‌های مالی**

#### **۱. ریسک‌های بازار اولیه**

در بازار اولیه، بااهمیت‌ترین ریسک، ریسک بازارپذیری است و در صورتی که به هر دلیل، اوراق وکالت در عرضه عمومی اولیه در بازار به‌فروش نرود، بانی با ریسک بازارپذیری مواجه خواهد بود. میزان اقبال سرمایه‌گذاران به این اوراق، به عوامل مختلفی از قبیل شرایط جهانی و داخلی بازار مسکن و بازارهای رقیب، شرایط کلان اقتصادی و بازارهای مالی کشور، اعتبار و شهرت بانی، نوع طراحی اوراق و قرارداد انواع گزینه‌های تشویقی جهت جذب سرمایه‌گذاران بستگی خواهد داشت.

#### **۲. ریسک‌های بازار ثانویه**

#### **- ریسک نرخ سود بانکی**

کلیه دارایی‌های با بازدهی ثابت و متغیر از اوراق قرضه متعارف گرفته تا ابزارهای مالی

اسلامی مانند اوراق اجاره، مضاربه و استصناع با این ریسک مواجه خواهند بود. نوسانات نرخ سود بانکی به ایجاد این ریسک در این دارایی‌ها منجر می‌شود. قیمت اوراق بهادار با درآمد ثابت با نرخ سود بانکی رابطه معکوس دارد. به عبارت دیگر با افزایش نرخ سود بانکی، قیمت اوراق بهادار کاهش و با کاهش نرخ سود بانکی، قیمت اوراق بهادار افزایش می‌یابد، کمابینکه قیمت اوراق با بازدهی متغیر نیز متأثر از نرخ سود بانکی است. اگر نرخ سود بانکی نسبت به نرخ سود انتظاری اوراق با بازدهی متغیر بالاتر رود، قیمت این اوراق در بازار کاهش می‌یابد و بالعکس (موسویان و شیرمردی، ۱۳۹۰). با توجه به ماهیت بازدهی انواع اوراق وکالت، قیمت اوراق وکالت با نرخ سود بانکی رابطه معکوس دارد.

#### **- ریسک سرمایه‌گذاری مجدد**

ریسک سرمایه‌گذاری مجدد، مربوط به دارایی‌های مالی است که بیش از یک جریان نقدی دارند. بازدهی این گونه سرمایه‌گذاری‌ها به نحوه سرمایه‌گذاری مجدد جریان‌های نقدی که در طول دوره سرمایه‌گذاری دریافت می‌شوند، بستگی دارد (راعی و سعیدی، ۱۳۸۷). سرمایه‌گذار در اوراق وکالتی که بیش از یک جریان نقدی دارد و سرمایه‌گذار نتواند با نرخ موردانتظار خود مجدداً سرمایه‌گذاری کند، با این ریسک مواجه خواهد بود. هرچه بخش بزرگتری از جریان‌های نقدی مربوط به اصل و فرع سرمایه‌گذاری در پایان دوره سرمایه‌گذاری دریافت شود، این ریسک کم‌تر می‌شود.

#### **- ریسک نرخ ارز**

ریسک ارز از نوسانات نامطلوب نرخ ارز ناشی می‌شود. دارندگان اوراق وکالت در صورت تفکیک بین واحد پولی که پروژه‌های موضوع وکالت براساس آن ارزش‌گذاری می‌شوند و واحد پولی که وجوه صکوک در آن جمع‌آوری می‌شود و یا در صورت سرمایه‌گذاری در اوراق وکالت بین‌المللی، با این ریسک مواجه هستند.

#### **- ریسک نوسان سطح عمومی قیمت‌ها**

این نوع ریسک که تمامی اوراق بهادار را تحت تأثیر قرار می‌دهد، عبارت است از ریسک قدرت خرید. در اوراق وکالتی که پروژه بازدهی معین دارد، چون دارندگان اوراق وکالت بهای

ثابتی را دریافت می‌کند، در صورت افزایش سطح عمومی قیمت‌ها (تورم) قدرت خرید آنها کاهش و در صورت کاهش سطح عمومی قیمت‌ها قدرت خرید سرمایه‌گذاران افزایش می‌یابد. لکن در اوراق وکالتی که پروژه بازدهی متغیر دارد، این ریسک با توجه به ماهیت پروژه و میزان همبستگی آن با نرخ تورم به‌طور نسبی تعدیل می‌شود.

#### **- ریسک نقدشوندگی**

نقدشوندگی یک دارایی، عبارت است از سهولت معامله آن دارایی در یک بازار خاص بدون ایجاد هزینه اضافی. هر دارایی که در بازار ثانویه مورد معامله قرار گیرد، ممکن است با این ریسک مواجه شود. با توجه به عدم مشکل شرعی در ایجاد بازار ثانویه، اوراق وکالت نیز مانند دیگر اوراق بهادار با این ریسک روبه‌رو می‌باشد.

#### **- ریسک ورشکستگی بانی**

زمانی است که ارزش دارایی‌های نهاد مالی کم‌تر از بدهی‌هایش است، لذا سرمایه‌کافی برای تسویه بدهی‌ها را نخواهد داشت، ریسک ورشکستگی خود می‌تواند نتیجه نهایی ریسک‌های مختلفی باشد (Sunders, 2007). در صورت ورشکستگی بانی، طلبکاران به مصادره اموال اقدام می‌کنند و سرمایه‌گذاران متحمل ریسک ناشی از ورشکستگی بانی خواهند شد.

#### **- ریسک بازار ناشی از نوسان قیمت مسکن**

در صورتی که قیمت مسکن، نوسان قابل ملاحظه‌ای داشته باشد، این ریسک پدید می‌آید. در اوراق وکالت اگر قیمت مسکن و مصالح پروژه موضوع وکالت کاهش یافته باشد، بانی با این ریسک مواجه خواهد بود.

#### **- ریسک رتبه‌بندی پایین بانی و اوراق توسط مؤسسه رتبه‌بندی**

از آنجا که میزان رتبه اوراق بر قیمت‌گذاری و میزان اقبال سرمایه‌گذاران تأثیر دارد (موسویان و شیرمردی، ۱۳۹۰)، در صورتی که مؤسسه رتبه‌بندی، بانی و اوراق وکالت وابسته به آن را رتبه‌بندی پایین کند، بانی با این ریسک مواجه می‌باشد.

#### **- ریسک عدم پرداخت مبالغ تحویل به واسطه در سررسید وکالت از طرف بانی**

ممکن است واسطه در سررسید به بانی مراجعه کند، اما بانی به هر دلیل قادر به تحویل مبلغ



تحویل پروژه به واسط نباشد، در این صورت واسط و سرمایه گذاران با این ریسک روبه‌رو خواهند بود.

#### **- ریسک نقدینگی بانی**

ریسک نقدینگی دارایی مربوط به توانایی شرکت جهت به‌دست آوردن وجه نقد کافی جهت پرداخت بدهی‌های خود است (Crouhy, Galai and Mark, 2006). این ریسک را ریسک عدم تطابق سررسید حساب‌ها نیز می‌گویند. در اوراق و کالت در صورتی که بانی در ایفای تعهدات مالی کوتاه‌مدت ناتوان باشد، با این ریسک مواجه می‌شود.

#### **ب. ریسک‌های غیر مالی**

در فرایند انتشار اوراق و کالت مسکن همانند دیگر اوراق بهادار، ریسک‌های غیرمالی مختلفی از قبیل ریسک‌های قوانین و مقررات، شریعت، سیاسی، عملیاتی و شهرت نیز قابل تصور است.

### **نتیجه‌گیری و پیشنهادها**

باتوجه به حجم تأمین مالی موردنیاز بخش مسکن کشور و ضرورت جذب سرمایه‌گذاران مسلمان و غیرمسلمان داخلی و خارجی؛ ناچار به توسعه و تنوع در ابزارهای تأمین مالی هستیم که هم منطبق بر اصول شریعت بوده و هم منطبق بر اصول و معیارهای اقتصادی و مالی باشند. از جمله این ابزارها که اکنون در کانون توجه سرمایه‌گذاران مسلمان و غیرمسلمان قرار دارد، صکوک یا ابزارهای مالی اسلامی می‌باشند. از طرفی، بنابر قانون ششم برنامه توسعه، دولت مجاز است برای تأمین مالی بخش مسکن از راه انتشار صکوک استفاده کند. یکی از مناسب‌ترین ابزارهای مالی اسلامی جهت این امر، اوراق و کالت است.

اوراق و کالت بخش مسکن طبق مهم‌ترین معیارهای اقتصاد خرد شامل تطابق با اهداف و انگیزه‌های مشتریان، تناسب با روحیات و سلايق سرمایه‌گذاران، میزان نقدشوندگی اوراق و درجه کارایی و همچنین از جهت مهم‌ترین معیارهای اقتصاد کلان شامل اثرگذاری بر 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 به کار گرفته شود. هرچند می‌توان با سیاست‌گذاری مناسب، این اوراق را در راستای حداکثرسازی این معیارها منتشر نمود. به‌نظر می‌رسد راهکارها و پیشنهادهای زیر می‌تواند به حل مشکلات ناشی از انتشار اوراق و کالت بخش مسکن کمک نماید:

۱. تدوین قوانین، دستورالعمل‌ها و آئین‌نامه‌های لازم جهت انتشار اوراق و کالت در بازار پول

و سرمایه؛

۲. مهندسی مالی انواع ابزارهای مالی اسلامی با قابلیت کاربرد در بخش مسکن؛

۳. امکان‌سنجی فقهی و اقتصادی روش‌های پوشش ریسک‌های ارکان انتشار اوراق و کالت

بخش مسکن؛

۴. ایجاد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در انواع اوراق بهادار اسلامی جهت رونق این

ابزارها.

## منابع

- بنی‌هاشمی خمینی، سیدمحمدحسن (۱۳۷۸)، توضیح المسائل مراجع عظام، ج ۲، قم: دفتر انتشارات اسلامی وابسته به مدرسین حوزه علمیه قم.
- راعی، رضا و سعیدی، علی (۱۳۸۷)، مبانی مهندسی مالی و مدیریت ریسک، تهران: سمت.
- زهتابیان، مصطفی (۱۳۸۸)، طراحی صکوک مضاربه برای شرکت‌های بازرگانی، تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد دانشکده معارف اسلامی و مدیریت دانشگاه امام صادق(ع).
- سازمان بورس و اوراق بهادار، دستورالعمل فعالیت نهادهای واسط، مصوب ۱۳۸۹/۵/۱۱ شورای عالی بورس و اوراق بهادار
- سروش، ابوزر و کاوند، مجتبی (۱۳۹۰)، راهکارهای پوشش ریسک اوراق رهنی، دوفصلنامه جستارهای اقتصادی، ش ۱۶: ۱۴۵ - ۱۱۷.
- شیرمردی، حسین (۱۳۹۰)، شناسایی، معرفی، طبقه‌بندی و مدیریت ریسک‌های صکوک مضاربه باتأکید بر فقه امامیه، تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد دانشگاه امام صادق(ع).
- عربی، سیدهادی و معارفی، محسن (۱۳۸۹)، بررسی مسائل گذار به ابزار غیرمستقیم پولی در کشورهای اسلامی (بررسی فقهی - اقتصادی)، دوفصلنامه جستارهای اقتصادی، ش ۱۳: ۱۰۱ - ۷۳.
- فدایی واحد، میثم و صفایی، محمد (۱۳۹۰)، صکوک وکالت، ابزاری برای تأمین مالی با رویکرد کاهش ریسک، چهارمین کنفرانس بین‌المللی توسعه نظام تأمین مالی در ایران، مرکز مطالعات تکنولوژی دانشگاه صنعتی شریف.
- موسویان، سیدعباس و حدادی، جواد (۱۳۹۲)، تأمین مالی پروژه‌محور به‌وسیله صکوک استصناع در بخش مسکن، فصلنامه اقتصاد اسلامی، سال سیزدهم، ش ۵۰: ۱۰۰ - ۷۹.
- موسویان، سیدعباس و همکاران (۱۳۹۱)، اوراق بهادار (صکوک) وکالت؛ ابزاری مناسب برای تأمین مالی صنعت پتروشیمی، اقتصاد اسلامی، ش ۴۷: ۱۰۳ - ۱۳۰.
- موسوی‌خمینی، سیدروح‌الله (۱۳۶۳)، تحریرالوسیله، قم: نشر اسلامی.
- موسویان، سیدعباس و شیرمردی، حسین (۱۳۹۰)، شناسایی، طبقه‌بندی و اولویت‌بندی ریسک‌های اوراق بهادار مضاربه باتأکید بر فقه امامیه با رویکرد مدل‌سازی تصمیم‌گیری چندمعیاره، دوفصلنامه معرفت اقتصاد اسلامی، ش ۵.
- موسویان، سیدعباس (۱۳۸۹)، اوراق سلف؛ ابزاری مناسب برای تأمین مالی پروژه‌های بالادستی بخش مسکن، فصلنامه اقتصاد اسلامی، ش ۳۹: ۱۱۶ - ۸۹.

موسویان، سیدعباس (۱۳۹۱)، بازار سرمایه اسلامی، قم: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.  
میثمی، حسین و نادری، کامران (۱۳۹۴)، عملیات بازار باز با اوراق بهادار دولت و بانک مرکزی، فصلنامه تحقیقات مالی اسلامی، ش ۹، ۱۵۴ - ۱۱۹.

نجفی، محمدحسن (۱۳۶۷)، جواهر الکلام، بیروت: دارالکتب الإسلامیه.

- Al Bashir, Muhammad. Al Amin, Muhammad (2007). Sukuk Markt: Innovations and challenges, Islamic Economic Studies, Vol 15, No. 2. January.
- Alvi, Ijlal Ahmed ,Ahmed Rufai Mohammed, Usman Mohammad Naseer, A comprehensive study of sukuk Market- sukuk Report 2th edition, Internatinal Islamic Financial Market. May 2011.
- Baliño, Tomás J. T. & Lorena M. Zamalloa (1997), Instruments of Monetary Management: Issues and Country Experiences, International Monetary Fund.
- Boualem, Bendjilali (2004). The Ja'ala Contract and its Applicability to the Mining Sector, saudi arabia, The Islamic Research and Teaching Institute (IRTI) Dubai International Financial Center, 2009, Sukuk Guidbook, Dubai: Dubai International Financial Center (DIFC).
- IIFM. (2019). IIFM Sukuk Report 8d EditioN, IIFM, Kingdom of Bahrain.
- ISRA (2017). Sukuk: Principles & Practices, ISRA, Malaysia, Kuala Lumpur.
- Obaidullah, Mohammed. (2005). Islamic Financial Services, Jaddah, King Abdulaziz university.
- Shusak, Aroonpoolsup. (2012). Islamic Financial Markets: Performance and Prospects, Aligarah Muslim University, Aligarah (India).
- Sunders. (2007). Financial Institution Management , 4th ed , New York, McGraw-Hill.