

مطالعه تطبیقی اوراق سلف با اوراق بهادار با پشتوانه دارایی

تاریخ دریافت: ۱۳۹۴/۷/۳ تاریخ تأیید: ۱۳۹۴/۱۱/۱۰

عبدالحسین شیروی*
هادی رحمانی**

چکیده

اوراق سلف به دلیل ساختار، نحوه انتشار و مدل عملیاتی آن، ویژگی‌هایی مشابه اوراق بهادار با پشتوانه‌ی دارایی دارد و فرایند انتشار اوراق سلف نیز مشابه تبدیل دارایی به اوراق بهادار در معنای خاص آن می‌باشد. با توجه به اینکه تعدادی از پژوهشگران، اوراق سلف را اوراق بهادار «مبتنی بر دارایی» دانسته‌اند، این سؤال مطرح می‌گردد که آیا این دو نوع اوراق در واقع یکی هستند یا دو نهاد مستقل‌اند. اگر این دو نهاد یکی باشند اولاً، تمام مزایای اوراق بهادار با پشتوانه دارایی برای اوراق سلف متصور است و ثانیاً، ابهاماتی که در مشروعیت اوراق بهادار با پشتوانه دارایی وجود دارد به وسیله جایگزینی با اوراق سلف مرتفع می‌گردد. این تحقیق با بررسی ویژگی‌های اوراق سلف و اوراق بهادار با پشتوانه دارایی و با استفاده از روش تحقیق «مختار» بدین نتیجه دست یافته است که اوراق سلف بر خلاف تصور رایج، نوعی اوراق بهادار با پشتوانه دارایی تلقی می‌گردند و فرایند انتشار آن نوعی تبدیل دارایی به اوراق بهادار است و تمام مزایای تبدیل دارایی به اوراق بهادار برای انتشار این اوراق از جمله اوراق سلف نفتی قابل تصور می‌باشد.

واژگان کلیدی: اوراق سلف نفتی، اوراق بهادار با پشتوانه دارایی، تبدیل دارایی به اوراق بهادار، اوراق بهادار مبتنی بر دارایی.

طبقه‌بندی JEL: K22، G30، G32، K19.

Email: ashiravi@ut.ac.ir.

*. استاد دانشگاه تهران.

**دکترای حقوق خصوصی دانشگاه تهران (نویسنده مسئول). Email: Rahmani.hadi@yahoo.com.

مقدمه و بیان مسئله

اوراق سلف نوعی از صکوک اسلامی هستند که در سال‌های اخیر توسط متخصصین اقتصاد اسلامی برای تأمین مالی طرح‌های اقتصادی و به‌طور ویژه برای تأمین مالی بخش بالادستی صنعت نفت مورد استفاده قرار گرفته‌اند. این اوراق که اوراق سلف موازی استاندارد نیز نامیده می‌شوند باید به پشتوانه آن دسته از دارایی‌ها منتشر گردد که استانداردپذیر بوده و از میان کالاهای پذیرفته‌شده در بورس یا دارای بازار نقدی انتخاب گردد. انتشار اوراق سلف برای شرکت‌های فعال در صنایع نفتی، پتروشیمی، معدنی و فلزی از قبیل فولاد، مس و ... امکان‌پذیر است. یکی از این کالاهای پایه، نفت است که به دلیل اهمیت اقتصادی ویژه در تأمین بودجه کشور، در مرکز توجه محققین مالی و مسئولین کشور قرار گرفته است و در این تحقیق نیز مورد تأکید قرار گرفته است. در اردیبهشت ۱۳۹۴ نخستین مرحله از انتشار اوراق سلف نفتی برای نفت خام عملیاتی شد. این اوراق به مبلغ پنج هزار میلیارد ریال و طی چند مرحله با همکاری شرکت تأمین سرمایه بانک ملت و شرکت ملی نفت ایران منتشر گردید و در دومین روز فروش به اتمام رسید.

با توجه به شباهت اوراق سلف با اوراق بهادار با پشتوانه دارایی، این سؤال مطرح است که آیا می‌توان اوراق سلف را به عنوان جایگزینی برای اوراق بهادار با پشتوانه دارایی تلقی نمود و اوراق سلف نفتی را در تأمین مالی بخش بالادستی صنعت نفت به کار گرفت؟ در این صورت اولاً، تمام مزایای اوراق بهادار با پشتوانه دارایی برای اوراق سلف نفتی متصور است و ثانیاً، ابهاماتی که در مورد مشروعیت اوراق بهادار با پشتوانه دارایی وجود دارد به وسیله جایگزینی با اوراق سلف مرتفع می‌گردد و در نتیجه می‌توان در تأمین مالی بخش بالادستی صنعت نفت، اوراق سلف نفتی را به کار گرفت و از مزایای اقتصادی آن بهره‌مند گردید. در نهایت این نکته که برای تأمین مالی پروژه‌های بالادستی صنعت نفت می‌توان از شیوه تبدیل دارایی به اوراق بهادار متعارف استفاده نمود یا خیر نیازمند بررسی است.

ادبیات موضوع و پیشینه تحقیق

در مورد مقایسه اوراق سلف با اوراق بهادار با پشتوانه دارایی تاکنون هیچ‌گونه پژوهش مستقلی انجام نگرفته است؛ اما در خصوص هر یک از اوراق سلف، اوراق سلف نفتی و اوراق بهادار با پشتوانه دارایی تحقیقاتی انجام گرفته است.

در ایران *فراهانی‌فرد* در سال ۱۳۸۸ در مقاله‌ای با عنوان «صکوک سلف؛ ابزاری مناسب برای تأمین مالی و پوشش ریسک» با استفاده از تجربه کشور بحرین در خصوص انتشار اوراق سلف فروش آلومینیوم، مدل عملیاتی عمومی اوراق سلف را بر مبنای فقه امامیه و قوانین و مقررات بازار سرمایه ایران ارائه نموده و نشان داده است که معاملات بازار اولیه اوراق سلف نفتی با هیچ اشکالی روبه‌رو نیست؛ اما معاملات بازار ثانویه بر اساس دیدگاه مشهور فقیهان، محل اشکال است.

۲۱۳

موسویان (۱۳۸۹) در مقاله‌ای با عنوان «اوراق سلف، ابزاری برای تأمین مالی پروژه‌های بالادستی صنعت نفت» تغییراتی در مدل عملیاتی *فراهانی‌فرد* به وجود آورده است که هم مشکل بازار ثانویه حل شود و هم با استفاده از قراردادهای اختیار معامله، نوسان‌های قیمت کالا در سررسید را کنترل نموده و بدین وسیله ریسک بازدهی اوراق سلف را مدیریت نماید.

شیرمردی و همکارانش (۱۳۹۲) در مقاله «شناسایی و اولویت‌بندی ریسک‌های اوراق سلف نفتی با رویکرد تحلیل سلسله‌مراتبی فازی» با جلب نظر خبرگان ریسک‌های مرتبط با اوراق سلف را دسته‌بندی نموده‌اند.

صادقی‌مقدم و همکاران (۱۳۹۵) در مقاله‌ای تحت عنوان «تحلیل فقهی - حقوقی قرارداد سلف موازی استاندارد ابتکاری جدید برای بازار سرمایه» به بررسی عدم استقلال قرارداد سلف موازی از سلف اولیه پرداخته‌اند و احتمال صوری بودن این قرارداد را مطرح نموده‌اند و در نهایت به این ایرادات پاسخ قابل قبولی داده‌اند.

موسویان و *حدادی* (۱۳۹۱) در مقاله‌ای تحت عنوان «کاربرد ابزارهای پروژه‌محور اسلامی (صکوک) در تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌های بخش نفت و گاز» به این نتیجه رسیده‌اند که بر اساس معیارهای گزینش ابزارهای مناسب تأمین مالی اسلامی در بخش

بالادستی نفت، ابزارهای مالی اسلامی با سود ثابت، از قبیل اوراق سلف، برای تأمین مالی بخش بالادستی صنعت نفت اولویت دارند.

در مورد تبدیل دارایی به اوراق بهادار وینود کونتهاری در کتابی تحت عنوان تبدیل دارایی به اوراق بهادار: ابزار مالی آینده، به بررسی رابطه بین تبدیل دارایی به اوراق بهادار و تأمین مالی ساختاریافته، پرداخته و ساختار تبدیل دارایی به اوراق بهادار و مزایا و معایب آن را مورد بررسی قرار داده است. وی ارزیابی کاملاً روشن و مثبتی از تبدیل دارایی به اوراق بهادار دارد (Kothari, 2006).

نجفی مقدم (۱۳۹۶) نیز در مقاله «تجربه بازار سرمایه ایران در مورد اوراق بهادارسازی دارایی‌ها، موردکاوی انتشار صکوک»، تبدیل دارایی به اوراق بهادار را از شیوه‌های نوظهور بازار سرمایه ایران می‌داند و در این راستا به بررسی تجربه شرکت‌های ایران از تبدیل دارایی به اوراق بهادار از طریق انتشار صکوک می‌پردازد.

شیروی (۱۳۹۳) در کتاب حقوق نفت و گاز پس از بررسی تبدیل دارایی به اوراق بهادار به عنوان یکی از شیوه‌های تأمین مالی، اوراق سلف نفتی را نوعی اوراق بهادار با پشتوانه دارایی دانسته که به منظور دسترسی به نقدینگی مطابق با مبانی شرعی طراحی گردیده است.

تفاوت پژوهش حاضر با سایر پژوهش‌ها در این است که برای نخستین بار میزان مطابقت اوراق سلف نفتی و اوراق بهادار با پشتوانه دارایی را که بارها مورد اذعان محققین و صاحب‌نظران قرار گرفته است، مورد بررسی دقیق علمی قرار داده است.

روش تحقیق

یافتن پاسخ پرسش این تحقیق نیازمند طراحی نوعی ابزار مالی اسلامی است که معادل اوراق بهادار با پشتوانه دارایی متعارف باشد و بدین منظور باید علاوه بر استفاده از روش توصیفی - تحلیلی از روش اجتهاد چندمرحله‌ای برای طراحی ابزارهای مالی اسلامی «مختار»^{*} که ابتکار محققان ایرانی است استفاده نماییم (موسویان و خوانساری، ۱۳۹۵، ص ۵؛

* «مختار» برگرفته از حروف اول اسامی طراحان این روش و حرف اول عبارت «روش تحقیق» است یعنی (موسویان، خوانساری، تاجمیر، روش تحقیق) که به صورت مقاله‌ای پژوهشی در نشریه اقتصاد

موسویان و تاجمیر ریاحی، ۱۳۹۷، ص ۱۷). روش «مختار» کامل‌ترین نسخه روش اجتهاد چندمرحله‌ای می‌باشد. پژوهشگران مزبور با استقرا در ابزارهای مالی اسلامی موجود، چهار رهیافت طراحی این ابزارها را مطرح نموده‌اند که عبارت‌اند از: رهیافت تطبیق ابزارهای مالی متعارف با فقه امامیه، رهیافت تطبیق ابزارهای کشورهای اسلامی با فقه امامیه، رهیافت طراحی ابزارهای جایگزین و رهیافت طراحی ابزار جدید (موسویان و تاجمیر ریاحی، ۱۳۹۷، ص ۲۰). از میان این رهیافت‌ها، رهیافت نخست و سوم یعنی رهیافت تطبیق ابزارهای مالی متعارف (اوراق بهادار با پشتوانه دارایی) و رهیافت طراحی ابزارهای جایگزین (اوراق سلف) مناسب این تحقیق می‌باشند. مطابق رهیافت نخست، ابزار مالی از سایر کشورها اقتباس می‌شود و آن، ساختار با ضوابط عام معاملات و ضوابط خاص عقود تطبیق داده می‌شود. مطابق رهیافت سوم گاهی ابزار متعارف یا ابزار مالی اسلامی کشور دیگر بر اساس فقه امامیه مشروعیت فقهی لازم را ندارد و ناگزیر از طراحی ابزار جایگزین هستیم (همان). رهیافت نخست نشان می‌دهد اوراق بهادار با پشتوانه دارایی در تمام ابعاد مشروعیت لازم را ندارد و لازم است طبق رهیافت سوم یک ابزار مالی اسلامی به عنوان جایگزین آن انتخاب شود؛ به نحوی که ابزار جایگزین همه هدف‌های اصلی ابزار اصلی (متعارف) را پوشش دهد. در این تحقیق بنا بر این است که از ابزارهای مالی موجود (اوراق سلف) به عنوان ایده اولیه استفاده شود. روش تحقیق «مختار» در دو بخش کلی «تحقیق فقهی» و «تحقیق اقتصادی - مالی» ارائه می‌گردد. در بخش تحقیق فقهی محقق با دو چالش مواجه است: نخست انتخاب عقد مناسبی که تطابق بیشتری با ویژگی ابزار داشته باشد و دوم نحوه تأیید این تطابق است که نیازمند قوه اجتهاد فقهی در زمینه فقه معاملات است (همان، ص ۳۳). عقد انتخابی در این مرحله عقد سلف است که تطابق یا عدم تطابق آن در ادامه پژوهش به نظر خبرگان خواهد رسید و تعداد خبرگان باید حداقل پنج نفر باشد (موسویان و خوانساری، ۱۳۹۵، ص ۲۸). در این تحقیق پس از انجام مطالعات تطبیقی به روش توصیفی

اسلامی در سال ۱۳۹۷ به چاپ رسیده است. محقق در این روش افزون بر روش تحلیلی و توصیفی از نظرات خبرگان در طراحی ابزارهای مالی کمک می‌گیرد.

- تحلیلی، یافته‌ها با استفاده از روش تحقیق «مختار» در معرض قضاوت خبرگان قرار می‌گیرد.

۱. فرایند تبدیل دارایی به اوراق بهادار و فرایند انتشار اوراق سلف

عبارت «تبدیل دارایی به اوراق بهادار» (Securitization) در زبان عربی با مصدر «تصکیک» (بن‌نامر، ۲۰۱۴، ص ۵) یا «توریق» (عبدالعزیز، [بی‌تا]، ص ۵) معرفی شده؛ اما در زبان فارسی مصدری که معادل «تبدیل دارایی به اوراق بهادار اسلامی» باشد وجود ندارد و ناگزیریم یا از عبارت «تصکیک» استفاده کنیم یا از معادل فارسی منتخب آن یعنی «تبدیل دارایی به اوراق بهادار اسلامی» استفاده نماییم که استفاده از عبارت اخیر منوط به اثبات فرض این تحقیق است؛ پس فعلاً ناگزیریم از عبارت «فرایند انتشار صکوک» و به‌طور خاص در مورد اوراق سلف نفتی از معادل «فرایند انتشار اوراق سلف نفتی» استفاده نماییم. با توجه به اینکه مطالعه انواع صکوک در منابع مختلف در ذیل عنوان تبدیل دارایی به اوراق بهادار متعارف است و اوراق سلف نیز قسمی از صکوک است برای اثبات میزان مطابقت این دو نهاد لازم است جزئیات این دو فرایند به دقت مورد مطالعه قرار گیرد.

۱-۱. تعاریف تبدیل دارایی به اوراق بهادار و اوراق سلف

تبدیل دارایی به اوراق بهادار فرایندی است که به موجب آن دارایی‌های پایه که جریان نقدی دارند توسط یک بانک، شرکت یا مؤسسه (بانی) تجمیع می‌شوند و بر مبنای یک «معامله معتبر» (True Sale) و غیر قابل برگشت به یک نهاد واسط فروخته می‌شوند. واسط اوراق بهاداری با پشتوانه این دارایی‌ها منتشر می‌نماید و به سرمایه‌گذاران در قبال دریافت پول نقد می‌فروشد و وجوه حاصله از این معامله را در ازای بهای خرید دارایی‌های پایه به بانی پرداخت می‌نماید. سرمایه‌گذاران برای دریافت اصل و فرع خود فقط می‌توانند به دارایی‌های خریداری شده رجوع نمایند و حق مراجعه به بانی را ندارند (al-Bashir & al- Amine, 2012, p.245). این روش غالباً برای تأمین مالی مورد استفاده قرار می‌گیرد.

فرایند انتشار اوراق سلف نفتی نیز بدین صورت است که بانی یعنی شرکت ملی نفت ایران با مراجعه به مؤسسه امین معتبر، طرح خود مبنی بر پیش‌فروش مقدار معینی نفت خام را مطرح نموده تقاضای تأسیس شرکت واسط را مطرح می‌نماید. پس از آن مؤسسه امین با

همکاری بانی مبادرت به انتخاب یا تأسیس شرکت واسط می‌نماید. واسط زیر نظر امین و با کسب مجوز از سازمان بورس و اوراق بهادار اوراق سلف نفت را منتشر می‌نماید و آنها را به وسیله بانک یا شرکت تأمین سرمایه معتبری به خریداران واگذار می‌نماید. سپس وجوه حاصله از فروش اوراق را جمع‌آوری نموده به وکالت از طرف آنان کالای مورد نظر را از بانی (شرکت ملی نفت ایران) به صورت سلف خریداری کرده و قیمتش را می‌پردازد. بر اساس قرارداد سلف بانی متعهد شده است که کالای فروخته شده را در سررسید به واسط تحویل دهد. برای این منظور در کنار قرارداد سلف اوراقی به عنوان گواهی سلف تحویل خریداران می‌شود که به سبب آن، خریداران سلف موازی می‌توانند در سررسید مراجعه نموده نفت خام دریافت نمایند یا با فروش سلف موازی، گواهی سلف را تحویل خریدار سلف موازی داده، وی را برای دریافت نفت خام به بانی حواله دهند (فراهانی فرد، ۱۳۸۸، ص ۱۵ / موسویان، ۱۳۸۹، ص ۹۵-۹۶)؛ پس این دو فرایند کاملاً مشابه یکدیگرند و نقش‌های بانی و واسط (شرکت پروژه) و نحوه انتشار اوراق و جمع‌آوری وجوه و پرداخت آنها به واسط، کاملاً یکسان می‌باشد و صرفاً تفاوت آنها در نوع دارایی پایه و فرایند رسیدن سرمایه‌گذاران به اصل و فرع سرمایه است.

محصول این دو فرایند به ترتیب اوراق بهادار با پشتوانه دارایی و نیز اوراق سلف نفتی است. اوراق بهادار با پشتوانه دارایی، اوراقی هستند که به پشتوانه تجمعی از حساب‌های دریافتی یا دارایی‌های مالی و جریان‌های درآمدی آنها منتشر و عرضه می‌شوند (شرکت تأمین سرمایه امید، ۱۳۹۵، ص ۸). در ماده ۱ «دستورالعمل اجرایی معاملات قرارداد سلف موازی استاندارد نفت و فراورده‌های نفتی در بورس کالای ایران» مصوب ۸۹/۱۲/۱۴ «گواهی سلف موازی استاندارد» بدین صورت تعریف شده است

سندی است که توسط اتاق پایاپای صادر شده و مشتمل بر مجموع دارایی خریدار از هر قرارداد سلف موازی استاندارد می‌باشد. این گواهی در طول دوره معاملاتی مبنای انجام معاملات و پس از پایان آن دوره مبنای تسویه نقدی یا تحویل فیزیکی قرارداد سلف موازی استاندارد خواهد بود.

در ماده یک «دستورالعمل اجرایی عرضه و معامله قرارداد سلف نفت» مصوب ۱۳۹۰/۰۹/۱۹ هیئت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار نیز از «گواهی سلف» تعریف

مشابهی ارائه شده است. بر اساس فرایند انتشار اوراق سلف نفتی می‌توان این اوراق را این‌گونه تعریف نمود:

اوراق سلف نفتی، اوراق بهادار اسلامی هستند که نشانه مالکیت دارنده آنها بر تعداد معینی بشکه نفت خام به صورت مشاع بوده و دربردارنده حق اختیار خرید و فروش نفت در سررسید به مبلغ معین به شرکت نفت می‌باشند و دارنده آنها می‌تواند در سررسید، نفت خام را دریافت نماید یا از اختیار معامله استفاده نموده و آن را به قیمت توافقی به شرکت نفت بفروشد یا قبل از سررسید به وسیله عقد سلف موازی و واگذاری اوراق، همان مقدار نفت با همان اوصاف را به صورت کلی و مشاع به دیگری بفروشند و وی را برای دریافت نفت یا استفاده از اختیار معامله در سررسید، به فروشنده حواله دهد.

۱-۲. تاریخچه تبدیل دارایی به اوراق بهادار و انتشار اوراق سلف

تبدیل دارایی به اوراق بهادار قبل از دهه ۱۹۸۰ میلادی وجود داشته؛ اما تا حدودی متفاوت بوده و معنای گسترده‌تری داشته است (Cerrato, 2010, p.2). برخی بر این باورند که اوراق بهادار با پشتوانه دارایی برای نخستین بار در سال ۱۹۸۵ در آمریکا منتشر شده و مورد استفاده قرار گرفته است و از دل اوراق بهادار با پشتوانه رهنی ظهور یافته است (Cerrato, 2010, p.2). در گزارش بانک جهانی نیز آمده است که اولین معامله «تبدیل جریان نقدی آتی به اوراق بهادار» که نوعی از تبدیل دارایی به اوراق بهادار است، در سال ۱۹۸۷ توسط شرکت مکزیکو تلمکس (Mexico's Telmex) انجام شد (Ketkar and Ratha, 2001, p.2). در اروپا نیز تبدیل دارایی به اوراق بهادار برای اولین بار در دهه ۱۹۸۰ مورد استفاده قرار گرفته است (Fleiner, 2007, pp.23&34). به نظر می‌رسد از اواسط دهه ۱۹۸۰ تبدیل دارایی به اوراق بهادار به معنای امروزی، عملاً مورد استفاده قرار گرفته است. در مورد صکوک و اوراق سلف، اگرچه در میان کشورهای اسلامی، مالزی پیشگام استفاده از صکوک بوده است (Jobst, 2007, p.23)؛ اما مؤسسه پولی کشور بحرین برای نخستین بار در سال ۲۰۰۱ میلادی، از طریق انتشار اسناد دولتی مطابق با قوانین اسلامی مبادرت به انتشار صکوک سلف نموده است (Ariff & Safari, 2014, pp.68-69). فراهانی فرد، ۱۳۸۸، صص ۶ و ۹-۱۰ / علی‌عصار، ۱۳۹۲، ص ۲۸).

در ایران، برای اولین بار، قرارداد سلف موازی استاندارد جهت انجام معاملات نفت تحت عنوان «قرارداد سلف موازی نفتی» مطرح شد. می‌توان گفت که در ایران سازوکار سلف موازی در دو مقطع زمانی مختلف در کمیته فقهی سازمان بورس مطرح گردید. اولین مورد در تاریخ ۱۶/۰۵/۱۳۸۷ بود که در آن کلیات سلف موازی مورد تأیید قرار گرفت. سپس دستورالعمل اجرایی معاملات قرارداد سلف موازی استاندارد نفت و فراورده‌های نفتی در بورس کالای ایران در تاریخ ۱۴/۱۲/۸۹ توسط هیئت مدیره سازمان بورس به تصویب رسید. «دستورالعمل اجرایی عرضه و معامله قرارداد سلف نفت» نیز در تاریخ ۱۹/۰۹/۱۳۹۰ به تصویب هیئت مدیره سازمان بورس رسید. در جلسات دیگری که منتهی به ۳۰/۰۹/۱۳۹۰ شده است، سلف موازی در کمیته فقهی مورد تصویب قرار گرفته است. در مورخ ۲۴/۰۱/۱۳۹۲ «دستورالعمل اجرایی معاملات سلف استاندارد در بورس کالای ایران» برای انتشار اوراق سلف طراحی شد که منجر به انتشار اوراق سلف نسبت به سنگ آهن شرکت گل گهر در تیرماه ۱۳۹۳ به مبلغ ۸۳ میلیارد تومان گردید (ناصرپور، ۱۳۹۳، ص ۴).

۲۱۹

فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی / مطالعه تطبیقی اوراق سلف ...

در بند (۲) از ماده ۲۵ قانون برنامه پنجم توسعه، اجازه «کارسازی انتشار اوراق مالی ریالی و ارزی در داخل و خارج از کشور» در جهت افزایش تولید نفت و گاز به شرکت نفت ایران داده شده است. سپس اوراق سلف نفتی به عنوان ابزاری به منظور دسترسی به نقدینگی، طراحی گردید و «دستورالعمل اجرایی عرضه و معامله قرارداد سلف نفت» در تاریخ ۱۹/۰۹/۱۳۹۰ به تصویب هیئت مدیره سازمان بورس رسید. مطابق با این دستورالعمل، شرکت ملی نفت ایران یا شرکت‌های تابعه می‌توانند نسبت به عرضه اوراق سلف نفتی دلاری یا ریالی به عموم اقدام کند. تبدیل دارایی به اوراق بهادار به شیوه متعارف پیش از تبدیل دارایی به اوراق بهادار اسلامی از طریق صکوک بوده است و به احتمال زیاد انتشار صکوک برای تأمین مالی، ابتکاری است که تحت تأثیر فرایند تبدیل دارایی به اوراق بهادار متعارف کلید خورده است. اوراق سلف نیز از آن دسته صکوک است که سابقه چندانی ندارد و نهادی نوپا می‌باشد. اوراق سلف نفتی نهادی به غایت نوپاست که جزء ابتکارات محققان ایرانی محسوب می‌گردد.

۱-۳. شرکت پروژه در تبدیل دارایی به اوراق بهادار و در فرایند انتشار اوراق سلف

در تبدیل دارایی به اوراق بهادار، شرکت پروژه شخصیتی حقوقی است که توسط بانی و به صورت مصون از ورشکستگی ایجاد شده و برخی دارایی‌ها به وی انتقال یافته است. هدف از ایجاد آن، انجام برخی امور و معاملات و فعالیت در راستای دستیابی به اهداف خاصی می‌باشد. شرکت پروژه نمی‌تواند کارهای دیگری علاوه بر معاملاتی که برای انجام آنها ایجاد شده است انجام دهد و نمی‌تواند تصمیمات مستقل بگیرد. قوانین و مقررات حاکم بر آن، قبلاً مشخص شده است و در واقع کسی برای آن کار نمی‌کند و مکان جغرافیایی خاصی ندارد و نمی‌تواند ورشکسته اعلام شود (Gorton, 2007, p.550). موضوع مصونیت از ورشکستگی شرکت پروژه و بانی در ایران مدنظر قرار نگرفته است. برای تأیید این ادعا می‌توان به گزارش مؤسسه رتبه‌بندی مودیز اشاره نمود که پس از بررسی‌های لازم به این نتیجه رسیده است که بحث ورشکستگی در ساختار بندی و عملیاتی نمودن صکوک در کشورهای خاورمیانه مورد توجه قرار نگرفته است و در بیشتر موارد سابقه‌ای ندارد (Howladar, 2006, p.5). در انتشار اوراق سلف نفتی نیز، هم شرکت پروژه نسبت به بانی و هم بانی نسبت به شرکت پروژه باید مصون از ورشکستگی باشند یعنی در تنظیم اسناد انتقال اموال موضوع اوراق سلف از بانی به شرکت پروژه باید استقلال و شخصیت حقوقی مجزای آنها مدنظر قرار گیرد و تأمین مالی شرکت پروژه نباید به عنوان یک بدهی در ترازنامه بانی تلقی گردد (Al-Bashir & al-Amine, 2012, pp.97&248). در حقوق ایران نیز انتقال دارایی‌ها به شرکت پروژه باید «معامله معتبر» باشد (Morrison, 2017, p.254/ Al-Bashir and al-Amine, 2012, pp.97&249). اینکه شرکت پروژه در مالکیت بانی باشد قابل قبول است؛ اما باید ارتباط بین معاملات سرمایه‌گذار با بانی به خاطر بحث مصونیت از ورشکستگی قطع گردد (Al-Bashir and al-Amine, 2012, p.7/ Howladar, 2006, p.249) در غیر این صورت اگر بانی ورشکسته گردد ممکن است اموال موضوع اوراق سلف، در فرایند تصفیه امور ورشکستگی، جزء اموال بانی به حساب آید.

موضوع دیگری که به علت ارتباط آن با اوراق سلف نفتی در کنار بحث مصونیت شرکت پروژه از ورشکستگی، قابل بررسی است بحث ارتقای اعتبار می‌باشد. در تبدیل دارایی به اوراق بهادار در معنای خاص خود یک شیوه رایج برای ارتقای اعتبار این است که شرکت پروژه کلاس‌های متعددی از اوراق بهادار منتشر نماید که در آن بیشتر اوراق صادره و منتشره، اوراق ممتاز (Senior-priority Securities) باشند. اوراق بهادار ممتاز ریسک کمتری در مقایسه با ریسک متوسط دارایی‌های مالی شرکت پروژه دارند؛ چراکه قبل از پرداخت هرگونه بدهی توسط شرکت پروژه نخست باید وجوه اوراق ممتاز پرداخت گردد (Gorton, 2007, pp.559-560/Schwarcz, 2011, p.7). دارندگان اوراق عادی (غیر ممتاز) نیز ریسک بالاتر خود را با مطالبه سود بیشتر برای این اوراق جبران می‌نمایند. شیوه رایج دیگر برای افزایش اعتبار اوراق بهادار صادره در معاملات تبدیل دارایی به اوراق بهادار - دست‌کم از دیدگاه سرمایه‌گذاران - این است که ریسک اوراق را از سرمایه‌گذاران به اشخاص ثالث ارتقادهنده اعتبار (Third-party Credit Enhancer) انتقال دهیم (Schwarcz, 2011, p.7)؛ پس به نظر می‌رسد ارتقای اعتبار بخش لاینفک فرایند تبدیل دارایی به اوراق بهادار است.

شیوه نخست ارتقای اعتبار یعنی انتشار اوراق ممتاز از طریق سازوکار اختیار معامله‌ای که در ضمن عقد سلف موجود است به راحتی ممکن می‌باشد؛ اگرچه نمی‌توان گفت اوراق سلف صادرشده به این شیوه لزوماً اوراق ممتاز طبق تعریف متعارف آن هستند. در این روش می‌توان گروهی از اوراق را بدین صورت طراحی نمود که حدود اختیار معامله در آن کم و زیاد شود و امتیاز اوراق بدین طریق تغییر نماید؛ یعنی اگر اوراق در حالت عادی دربردارنده حق اختیار فروش در سررسید به مبلغ X هستند، برای ممتاز نمودن برخی از اوراق، حق اختیار فروش در سررسید به مبلغ Y در نظر گرفته شود به شرطی که $Y > X$ باشد؛ یعنی دارنده اوراق بتواند در سررسید، نفت خود را به مبلغ بیشتری بفروشد. به همین طریق می‌توان حق اختیار خرید به مبلغی کمتر از مبلغ اوراق عادی را در نظر گرفت و بدین ترتیب اوراق ممتاز طراحی نمود.

در مورد شیوه دوم ارتقای اعتبار یعنی اشخاص ثالث ارتقادهنده اعتبار، برخی معتقدند وقتی ارتقای اعتبار در قبال حق‌الزحمه‌ای انجام می‌شود به شکلی خطرناک نزدیک به

رباست و در تضاد با نظرات فقهاست و قانون اسلامی برای تضمین اعتبار از طریق سازوکار کفالت ارائه می‌شود و کفالت اجازه نمی‌دهد حق الزحمه به صورت قراردادی مطرح شود (امیرحسینی و قبادی، ۱۳۹۵، ص ۹). بر این اساس آنچه لازم است فراهم آوردن امکان تسهیم سود برای ارتقادهنده اعتبار است.

۱-۴. مقایسه صکوک، با اوراق بهادار با پشتوانه دارایی و اوراق بهادار با پشتوانه رهنی

اوراق بهادار با پشتوانه دارایی و اوراق بهادار با پشتوانه رهنی هر دو به پشتوانه بدهی‌های مالی (اسناد دریافتنی) با سود ثابت منتشر می‌شوند؛ درحالی‌که صکوک، به پشتوانه دارایی‌های عینی منتشر می‌شوند؛ از این رو انتشار صکوک در یک شرکت مالی اسلامی ممکن است؛ اما انتشار اوراق بهادار با پشتوانه دارایی و اوراق بهادار با پشتوانه رهنی خیر. یک شرکت غربی ممکن است نسبت به انتشار صکوک و اوراق مذکور بی‌تفاوت باشد چون کارکرد همه آنها برای آن شرکت یکی است (Adam & Thomas, 2004, p.79)؛ از این روست که انتشار صکوک در کشورهای مختلف غربی آغاز شده و رشد روزافزونی دارد.

تفاوت‌هایی بین صکوک و اوراق بهادار با پشتوانه دارایی وجود دارد که به آنها پرداخته می‌شود: اولاً، در صکوک باید دارایی ملموس و عینی باشد؛ درحالی‌که در اوراق بهادار مذکور هر نوع دریافتنی (Receivable) می‌تواند به سرمایه‌گذاران فروخته شود. فروش صکوک به معنای فروش مالکیت مشاع قسمتی از دارایی به خریدار است؛ درحالی‌که فروش اوراق بهادار معمولاً به معنای فروش هرگونه بدهی می‌باشد. با توجه به اینکه تبدیل دارایی به اوراق بهادار از لحاظ تاریخی نهادی غیر اسلامی بوده است، دارایی‌های پایه در تبدیل دارایی به اوراق بهادار متعارف لزوماً با معیارهای اسلامی سازگاری ندارد؛ به عبارت دیگر در تبدیل دارایی به اوراق بهادار متعارف، دارایی‌ها، ابزارهای دربردارنده بدهی هستند. از آنجایی که اسلام با بهره مخالف است، دارایی‌های پایه در فرایند انتشار صکوک نمی‌توانند بدهی باشند بلکه باید دارایی‌های فیزیکی یا نهایتاً دارایی‌هایی باشند که دربردارنده حق می‌باشند؛ از قبیل حق انتفاع یا مالکیت منفعت (Al-Bashir & Al-Amine, 2012, pp.95-)

96)؛ ثانیاً، دارایی‌های پایه در فرایند انتشار صکوک باید از لحاظ شرعی مجاز و به اصطلاح حلال باشد (Ibid, p.97)؛ ثالثاً، در تبدیل دارایی به اوراق بهادار متعارف می‌توان کلاس‌های مختلف اوراق بهادار با پشتوانه مجموع دارایی‌ها منتشر نمود که بر اساس امتیاز جریان نقدی آنها رتبه اعتباری متفاوتی دارند. برخی ادعا نموده‌اند نمی‌توان کلاس‌های مختلف از صکوک منتشر نمود که دارای رتبه اعتباری متفاوت باشند؛ چراکه جریان‌های نقدی را که از یک مجموع دارایی ناشی می‌شوند نمی‌توان به ممتاز و فرعی تقسیم نمود و بر مبنای آن کلاس‌های مختلف صکوک با رتبه اعتباری متفاوت و جریان نقدی متفاوت منتشر نمود؛ چراکه این امر خلاف شرع است (Ibid, p.97)؛ اما همان‌طوری که در مورد اوراق سلف نفتی بحث نمودیم می‌توان از قرارداد ضمنی اختیار معامله استفاده نمود و اوراق سلف نفتی ممتاز منتشر نمود. مشخص است که رتبه اعتباری این اوراق ممکن است متفاوت باشد؛ چراکه دربردارنده ریسک‌های متفاوتی خواهند بود.

۲۲۳

۲. تحلیل ماهیت اوراق سلف در مقایسه با اوراق با پشتوانه دارایی

برای بررسی ماهیت اوراق سلف در مقایسه با اوراق بهادار با پشتوانه دارایی، باید به بیان تقسیم‌بندی صکوک بر اساس نوع و ماهیت دارایی پایه پرداخت و سپس مشخص کرد اوراق سلف در این تقسیم‌بندی چه جایگاهی دارند.

۲-۱. تقسیم‌بندی صکوک بر اساس نوع و ماهیت دارایی پایه

دارایی‌هایی که در فرایند تبدیل دارایی به اوراق بهادار مورد استفاده قرار می‌گیرند، دارایی‌های تجاری و دارایی‌های غیر تجاری (Fabozzi, 2013, p.331) هستند. دارایی در مورد اوراق سلف، کالاهای مادی نظیر سنگ آهن، مس و آلومینیوم و در مورد اوراق سلف نفتی نیز، نفت می‌باشد که دارایی فیزیکی تجاری به حساب می‌آید.

در نظام‌های غیر اسلامی همه دارایی‌های با جریان‌ات نقدی آتی (اعم از دین و غیر دین) را می‌توان به اوراق بهادار تبدیل نمود. در نظام اسلام مشهور علمای اهل سنت بیع دین را مجاز نمی‌دانند و از نظر ایشان، امکان تبدیل دارایی به اوراق بهادار از محل جریان‌ات نقدی ایجادشده بابت تسهیلات اعطایی وجود ندارد. باین‌حال مشهور فقهای شیعه، فروش دین در اسناد دین واقعی به خود بدهکار و یا شخص ثالث مانند بانک، به

قیمت اسمی دین و یا به کمتر از آن را جایز می‌شمارند. در نظام حقوقی ایران، شورای نگهبان نیز موضوع تنزیل اسناد و اوراق تجاری - که همان خرید دین است - را با موازین شرعی و قانون اساسی مغایر ندانسته است؛ از این رو ظاهراً امکان تبدیل دارایی به اوراق بهادار در مورد تسهیلات ایجاد شده بر اساس قانون بانکداری بدون ربا در ایران وجود دارد (نجفی‌مقدم، ۱۳۹۶، ص ۱۰۶) و می‌توان گفت اگرچه تبدیل حساب‌های دریافتنی به اوراق بهادار که در شیوه متعارف تبدیل دارایی به اوراق بهادار مرسوم است، در فقه اهل تسنن با مشکل مواجه است؛ اما از لحاظ فقه امامیه مجاز تلقی می‌گردد. چون مدل عملیاتی تبدیل دارایی به اوراق بهادار، باید با فقه هر دو گروه شیعه و اهل تسنن سازگار باشد - چراکه خریداران اوراق از هر دو گروه هستند - نمی‌توان با وجود مخالفت اهل تسنن، مشروعیت تبدیل دارایی به اوراق بهادار متعارف را به سادگی پذیرفت.

پس از بررسی اقسام دارایی پایه، می‌توان گفت صکوک به اعتبار نوع و ماهیت دارایی پایه به دو نوع صکوک مبتنی بر دارایی و صکوک با پشتوانه دارایی تقسیم می‌شود.

۲۲۴

۲-۲. تلقی اوراق سلف به عنوان اوراق «به پشتوانه دارایی»

برای بررسی سؤال تحقیق، باید ثابت نمود اوراق سلف از نوع اوراق «به پشتوانه دارایی» هستند نه «مبتنی بر دارایی». برخی، اوراق سلف را نمونه‌ای از صکوک «مبتنی بر دارایی» دانسته‌اند (مخالفتان)؛ اما برخی اوراق سلف را نمونه‌ای از صکوک «به پشتوانه دارایی» دانسته‌اند (موافقان). اگر این نظر را پذیرفته شود می‌توان این اوراق را به عنوان نمونه‌ای از اوراق بهادار با پشتوانه دارایی، مورد بررسی قرار داد. در ذیل این دو نظر مورد بررسی قرار می‌گیرد و در نهایت نظر هیئت خدمات مالی اسلامی مورد بحث قرار خواهد گرفت.

۲-۲-۱. نظر مخالفان

برخی، اوراق سلف را از جمله «اوراق بهادار مبتنی بر دارایی» (Asset Based Securities) دانسته‌اند؛ بدین معنا که ورقه سلف دال بر مالکیت دارنده آن نسبت به مقدار مشخصی از کالای پایه است و این گونه ابزارهای تأمین مالی، مبتنی بر دارایی هستند (کیانی‌زاده، ۱۳۹۲، ص ۶۷)؛ اما تعریفی از عبارت «مبتنی بر دارایی ارائه ننموده‌اند. در ذیل تحت عنوان نظر موافقان علل ضعف این استدلال روشن خواهد شد.

۲-۲-۲. نظر موافقان

کسانی که صکوک سلف را از اوراق به پشتوانه دارایی می‌دانند، دو دسته‌اند. نخست: اندیشمندان حوزه مالیه اسلامی و دوم: هیئت خدمات مالی اسلامی. نظرات این دو دسته در ادامه مورد بررسی قرار می‌گیرد.

۲-۲-۲-۱. نظر اندیشمندان حوزه مالیه اسلامی

از میان اندیشمندان، افشار صکوک مبتنی بر دارایی را آن دسته از صکوک می‌داند که دارنده آنها مالک منفعت دارایی پایه می‌باشد؛ درحالی‌که مالک عین، شخص دیگری است. وی معتقد است اگر پرداخت‌ها با اختلال مواجه شود دارنده به بانی یا ضامن رجوع می‌نماید؛ اما در صکوک به پشتوانه دارایی، دارنده، مالک دارایی پایه به نسبت صکوک خود می‌باشد و حق رجوع به اصل مال و دعوای مالکیت دارد (Afshar, 2013, pp.45). توحیدی ضمن تأیید نظر افشار، معتقد است صکوک به پشتوانه دارایی بر خلاف صکوک مبتنی بر دارایی، به صورت برون‌ترازنامه‌ای و واقعی معامله می‌شوند. در صکوک به پشتوانه دارایی منبع اصلی پرداخت اصل و فرع، وجوه حاصل از دارایی پایه است؛ اما در صکوک مبتنی بر دارایی، منبع اصلی، جریان وجه نقد ناشر است. در صکوک با پشتوانه دارایی، دارندگان در معرض نوسانات ارزش دارایی پایه هستند و لذا ریسک نوسانات قیمت دارایی پایه باید مدیریت شود؛ درحالی‌که در صکوک مبتنی بر دارایی این‌گونه نیست. رتبه‌بندی صکوک مبتنی بر دارایی معمولاً به قدرت جریان نقدی ناشی از دارایی پایه بستگی دارد؛ درحالی‌که رتبه‌بندی صکوک با پشتوانه دارایی به رتبه‌بندی ناشر وابسته است (توحیدی، ۱۳۹۶، ص ۱۳). برخی، صکوک با پشتوانه دارایی را منعکس‌کننده عملیات تبدیل دارایی به اوراق بهادار متعارف می‌دانند که به موجب آن دارندگان صکوک، مالکان دارایی هستند و عملکرد دارایی، محرک اصلی پرداخت به دارندگان صکوک است. در مقابل، صکوک مبتنی بر دارایی همان اوراق قرضه متعارف هستند که دارندگان این اوراق از ناشران آن طلبکارند (Wajdi Dusuki & Mokhtar, 2010, pp.10-11). از آنجایی‌که در مورد اوراق سلف، دارندگان حق رجوع به دارایی پایه و طرح دعوای مالکیت دارند و در معرض نوسانات

دارایی پایه قرار دارند و نیز رتبه‌بندی این اوراق به رتبه اعتباری ناشر بستگی دارد می‌توان اوراق سلف را اوراق بهادار با پشتوانه دارایی به حساب آورد.

تعداد قابل توجهی از صاحب‌نظران، اوراق سلف را جزء اوراق بهادار با پشتوانه دارایی تلقی نموده‌اند. محمد عارف و همکاران، اوراق سلف را قطعاً جزء اوراق به پشتوانه دارایی تقسیم‌بندی نموده‌اند (Ariff & Safari, 2014, pp.27-28). این دسته در تقسیم‌بندی خود، صکوک را در روند تأمین مالی به صکوک بر مبنای مشارکت (صکوک مشارکت)، صکوک به پشتوانه دارایی (صکوک سلف، اجاره و استصناع) و صکوک بدهی خالص (مضاربه) تقسیم نموده‌اند. جوینست معتقد است فرایند انتشار صکوک، مزایای تبدیل دارایی به اوراق بهادار متعارف و توان بالقوه تأمین مالی ساختاریافته در بازارهای اسلامی را دارد (نجفی، ۱۳۸۵، ص ۳۶/۳۱، Jobst, 2007, p.31/36). ریسک اعتباری در صکوک سلف، صرفاً توسط دارایی‌های پایه قابل تعیین است؛ از این رو اگر بانی ورشکسته شود صکوک با عدم پرداخت مواجه نمی‌شوند (Saidi, 2007). با توجه به استدلال‌ات فوق تردیدی باقی نمی‌ماند که اوراق سلف جزء اوراق بهادار با پشتوانه دارایی بوده و فرایند انتشار اوراق سلف نیز همان فرایند تبدیل دارایی به اوراق بهادار می‌باشد.

۲۲۶

فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی / عبدالحسین شیروی و هادی رحمانی

۲-۲-۲-۲. نظر هیئت خدمات مالی اسلامی

«هیئت خدمات مالی اسلامی» (Islamic Financial Services Board) به عنوان نهاد تنظیم‌کننده استانداردهای بین‌المللی به دنبال ایجاد سلامت و ثبات صنعت خدمات مالی اسلامی از قبیل بانک، بازار سرمایه و بیمه می‌باشد (توحیدی، ۱۳۹۴، ص ۳). این هیئت در دستورالعمل شماره ۲ خود در سال ۲۰۰۵ (IFSB2)، صکوک را به دو دسته اوراق مبتنی بر دارایی (مانند صکوک سلف) و اوراق مبتنی بر مشارکت تقسیم نمود؛ اما این تقسیم‌بندی به این دلیل که با واقعیت صکوک همخوانی نداشت، خیلی سریع کنار گذاشته شد (Wajdi Dusuki & Mokhtar, 2010, p.5).

در پی آن IFSB7 در سال ۲۰۰۹ در یک تقسیم‌بندی، صکوک را بر دو نوع ساختارهای با پشتوانه دارایی و ساختارهای مبتنی بر دارایی تقسیم نموده است. صکوک با پشتوانه دارایی، ساختارهایی هستند که الزامات یک ساختار با پشتوانه دارایی را طبق معیارهای

مؤسسات رتبه‌بندی معتبر و مستقل برآورده می‌نمایند. در این ساختارها مالکیت دارایی پایه کاملاً به سرمایه‌گذاران منتقل می‌شود و در نتیجه دارندگان این صکوک متحمل زیان‌های ناشی از معیوب‌شدن دارایی‌ها خواهند شد. دارندگان در این نوع صکوک حق رجوع به بانی را ندارند و می‌توانند مستقیماً ادعای مالکیت خود را نسبت به دارایی پایه مطرح نمایند و هر نوع نقص و عملکرد ضعیف در دارایی پایه به‌طور مستقیم در ارزش صکوک تأثیر خواهد گذاشت. صکوک مبتنی بر دارایی شامل حق مراجعه به بانی یا ناشرند و در آنها هیچ ادعایی نسبت به دارایی پایه پذیرفته نیست (Islamic Financial Services Board, 2009/ Wajdi Dusuki & Mokhtar, pp.6-7). از آنجایی که طبق استاندارد هفتم هیئت خدمات مالی اسلامی، صکوک با پشتوانه دارایی ساختارهایی هستند که الزامات یک ساختار با پشتوانه دارایی را طبق معیارهای مؤسسات رتبه‌بندی معتبر و مستقل، برآورده می‌نمایند، لازم است در ادامه معیارهای مؤسسات رتبه‌بندی در این خصوص مورد بررسی قرار گیرد.

۲۲۷

۲-۲-۳. نظر مؤسسات رتبه‌بندی

مؤسسه مودیز، صکوک با پشتوانه دارایی را آن دسته از صکوک می‌داند که دارندگان اوراق در صورت نکول و یا ورشکستگی ناشر، توانایی احیای موقعیتشان را از طریق دراختیارگرفتن دارایی و تبدیل آن به وجه نقد دارند؛ اما صکوک مبتنی بر دارایی را اوراقی می‌داند که دارندگان آن حقی بر دارایی‌ها نداشته و صرفاً بر توانایی بانی جهت بازپرداخت مبالغ تکیه می‌کنند؛ بنابراین اگر بانی نتواند به تعهدش برای بازخرید دارایی عمل نماید دارندگان اوراق هیچ ترجیحی بر دیگر طلبکاران بانی ندارند (Lotter, 2007/ توحیدی، ۱۳۹۶، ص ۱۱-۱۲). در مورد اوراق سلف اگر دارایی پایه به معامله معتبر به شرکت پروژه منتقل شده باشد، ملک صاحب اوراق به حساب می‌آید.

مودیز تأکید دارد اگرچه بیشتر صکوک به پشتوانه دارایی صادر می‌گردند؛ اما در صورتی آنها را برای رتبه‌بندی، صکوک با پشتوانه دارایی تلقی می‌نماید که عناصر اصلی تبدیل دارایی به اوراق بهادار در معامله صکوک وجود داشته باشند تا اطمینان حاصل شود که

دارندگان صکوک حق قانونی بر دارایی‌های پایه دارند و این حق آنها دارای پشتوانه قابل قبولی می‌باشد (Howladar, 2006, p.5/ Al-Bashir & Al-Amine, 2012, p.246).

واقعیت‌های مذکور نشان می‌دهد در صحنه جهانی وقتی صکوک به پشتوانه دارایی محسوب می‌شوند که دارایی پایه، پشتوانه و ضامنی برای رسیدن سرمایه‌داران به حقوق خویش باشد. از طرفی وقتی مودیز وجود عناصر اصلی تبدیل دارایی به اوراق بهادار را لازم می‌داند یعنی حتی اگر مثلاً مکانسیم مصونیت از ورشکستگی شرکت پروژه رعایت نشود نمی‌توان آمیدی به تلقی اوراق سلف نفتی به عنوان اوراق بهادار با پشتوانه دارایی و در نتیجه استقبال خریداران بین‌المللی از این‌گونه اوراق داشت.

مؤسسه رتبه‌بندی فیچ (Fitch Ratings) و مؤسسه رتبه‌بندی مالزی (Rating (RAM Agency Malaysia) نیز صکوک را از منظر رتبه‌بندی به دو نوع صکوک با پشتوانه دارایی و صکوک مبتنی بر دارایی تقسیم‌بندی نموده‌اند و انتشار صکوک با پشتوانه دارایی را همان تبدیل دارایی به اوراق بهادار متعارف دانسته‌اند. مؤسسه رتبه‌بندی مالزی معتقد است صکوک با پشتوانه دارایی، اوراق بهادار بدون حق رجوعی می‌باشند که دارایی پایه در آنها، تنها منبع پرداخت اصل و فرع است (Al-Bashir & Al-Amine, 2012, pp.402-403/ (Mohd Noor, 2008, pp.147-161). طبق نظر مؤسسه رتبه‌بندی مالزی، در صکوک با پشتوانه دارایی، دارندگان صکوک، مالک دارایی پایه هستند و بازدهی صکوک بر اساس عملکرد واقعی دارایی پایه تعیین خواهد گردید و لذا دارندگان صکوک در معرض ریسک بازار و ریسک اعتباری دارایی قرار دارند (Morrison, 2017, p.253). نتیجه مطالعات انجام‌گرفته در قالب نمودار ذیل ارائه می‌گردد که بر اساس این نمودار، اوراق سلف، تمام ویژگی‌های اوراق بهادار با پشتوانه دارایی را داراست.

ویژگی‌های اوراق بهادار «مبتنی بر دارایی»	ویژگی‌های اوراق بهادار «با پشتوانه دارایی»
دارنده صکوک مالک منفعت مال است نه مالک عین.	دارنده صکوک مالک عین است.
اگر پرداخت با اختلال مواجه شود، دارنده صکوک به بانی یا ضامن رجوع می‌نماید.	اگر پرداخت با اختلال مواجه شود، دارنده صکوک مالک دارایی پایه به نسبت میزان صکوک خود می‌باشد و حق رجوع به اصل مال و اقامه دعوی مالکیت دارد.
به صورت درون‌ترازنامه‌ای معامله می‌شوند.	به صورت برون‌ترازنامه‌ای و واقعی معامله می‌شود.
منبع اصلی پرداخت اصل و فرع، جریان وجه نقد ناشر است.	منبع اصلی پرداخت اصل و فرع، وجوه حاصل از دارایی پایه است.
دارندگان در معرض نوسانات ارزش دارایی پایه نیستند.	دارندگان در معرض نوسانات ارزش دارایی پایه هستند.
رتبه‌بندی صکوک مبتنی بر دارایی معمولاً به قدرت جریان نقد ناشی از دارایی پایه بستگی دارد.	رتبه‌بندی صکوک با پشتوانه دارایی، به رتبه‌بندی شرکت ناشر وابسته است.
صکوک مبتنی بر دارایی همان اوراق قرضه متعارف هستند که دارندگان این اوراق از ناشران آن طلبکارند.	صکوک با پشتوانه دارایی منعکس‌کننده همان عملیات تبدیل دارایی به اوراق بهادار متعارف هستند.

۲۲۹

۳. مطابقت نهاد تبدیل دارایی به اوراق بهادار با معیارهای اسلامی

فرایند تبدیل دارایی به اوراق بهادار در کشورهای اسلامی (انتشار صکوک) نباید همانند تبدیل دارایی به اوراق بهادار متعارف که در بیشتر قسمت‌ها در تضاد با اصول اسلامی بوده و مستلزم ربا و غرر می‌باشد، در تضاد با اصول امور مالی اسلامی باشد (Obaidullah, 2007, p.193 / امیرحسینی و قبادی، ۱۳۹۵، ص ۱۴). چون مؤسسات اسلامی بیشتر نگران مطابقت تبدیل دارایی به اوراق بهادار با احکام اسلامی هستند، اتکای آنها بیشتر بر ماهیت دارایی‌هاست تا بر فرایند تبدیل این دارایی‌ها به اوراق بهادار (Abdi Dualeh, 1998, p.2). در تعدادی از روش‌های تبدیل دارایی به اوراق بهادار متعارف، تبدیل برخی وام‌ها و مطالبات مالی به اوراق بهادار، به صورتی انجام می‌گیرد که مستلزم رباست. در تبدیل دارایی به اوراق بهادار اگر مجموع دارایی‌ها ترکیبی از دارایی‌های فیزیکی و مطالبات مالی از قبیل اسناد دریافتنی باشد، باید دارایی‌های فیزیکی بیش از ۵۰ درصد کل مجموع دارایی‌ها را تشکیل دهد که بتوان مجموع دارایی را با قیمت توافقی یا قیمت بازار فروخت. علت این است که بدهی و پول در اسلام نمی‌تواند با حق امتیاز یا تخفیف منتقل گردد و در نتیجه اگر مخزن مطالبات فقط شامل دارایی‌های از نوع مطالبات و بدهی باشد، فقط با قیمت اسمی خود می‌تواند مورد انتقال قرار گیرد وگرنه مستلزم ربا می‌گردد. حال اگر مخزن

دارایی‌ها، شامل ترکیبی از دارایی‌های فیزیکی و مطالبات دریافتنی باشد، فروش آن تحت نظارت مؤلفه غالب قرار خواهد گرفت و در نتیجه صرفاً اگر دارایی‌های فیزیکی بیش از نیمی از دارایی‌ها را تشکیل دهند، حکم آنها در مورد مطالبات دریافتنی هم جاری می‌گردد و کل مجموع دارایی‌ها با عنوان غالب دارایی فیزیکی به فروش می‌رسد و دیگر ربا در معامله نیز محقق نمی‌شود (Obaidullah, 2007, pp.193-194/ امیرحسینی و قبادی، ۱۳۹۵، ص ۹). بدین طریق می‌توان از سوءاستفاده‌های احتمالی از مقررات شرعی و اصول کلی فقهی و حقوقی نیز اجتناب نمود.

۴. بررسی نظرات خبرگان در مورد یافته‌های تحقیق

با توجه به اینکه ایجاد هر ابزار مالی اسلامی مطابق رهیافت‌های چهارگانه نیازمند جلب نظر خبرگان است باید پرسشنامه‌ای مطابق روش تحقیق «مختار» طراحی و در معرض قضاوت خبرگان قرار گیرد. پرسشنامه ذیل پس از طراحی به تأیید برخی خبرگان (اعضای کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار) رسیده است و سپس در معرض قضاوت ایشان قرار گرفته است.

ردیف	سؤال	جواب	گزینه انتخابی خبره
۱	طراحی اوراق سلف به عنوان جایگزینی برای اوراق بهادار با پشتوانه دارایی، با کدام رهیافت تناسب دارد؟	رهیافت یک	<input type="checkbox"/>
		رهیافت دو	<input type="checkbox"/>
		رهیافت سه	<input type="checkbox"/>
		رهیافت چهار	<input type="checkbox"/>
۲	آیا اوراق سلف به عنوان جایگزینی برای اوراق بهادار با پشتوانه دارایی قابل پذیرش است؟	بله	<input type="checkbox"/>
		خیر	<input type="checkbox"/>
۳	آیا ویژگی‌های اوراق سلف (به عنوان جایگزین پیشنهادی برای اوراق بهادار با پشتوانه دارایی) با ویژگی‌های لحاظ شده در عقد سلف تطابق کامل دارد؟	بله	<input type="checkbox"/>
		خیر	<input type="checkbox"/>
۴	آیا معیارهای ضروری اقتصادی در اوراق سلف (به عنوان جایگزین اوراق بهادار با پشتوانه دارایی) وجود دارد؟	بله	<input type="checkbox"/>
		خیر	<input type="checkbox"/>
۵	آیا اوراق سلف از نظر مالی و مدیریت ریسک به عنوان جایگزینی برای اوراق بهادار با پشتوانه دارایی مناسب است؟	بله	<input type="checkbox"/>
		خیر	<input type="checkbox"/>

<input type="checkbox"/>	بله	آیا اوراق سلف، به عنوان جایگزینی برای اوراق بهادار با پشتوانه دارایی، قابلیت تطبیق با قوانین و استانداردهای حسابداری را دارد؟	۶
<input type="checkbox"/>	خیر		
<input type="checkbox"/>	بله	اگر پاسخ سؤال قبل منفی است آیا امکان پیشنهاد تدوین یا تغییر قوانین و استانداردهای حسابداری وجود دارد؟	۷
<input type="checkbox"/>	خیر		

در خصوص سؤال نخست ۴۰ درصد از خبرگان رهیافت یک را مناسب دانسته‌اند و ۴۰ درصد دیگر رهیافت سه را مناسب دانسته‌اند و ۲۰ درصد رهیافت یک و سه را مناسب دانسته‌اند. در خصوص سؤال دوم که سؤال اصلی این پژوهش است، خوشبختانه ۱۰۰ درصد خبرگان، اوراق سلف را به عنوان جایگزینی برای اوراق بهادار با پشتوانه دارایی قابل پذیرش دانسته‌اند. در خصوص سؤال سوم ۸۰ درصد خبرگان ویژگی‌های اوراق سلف را با ویژگی‌های عقد سلف کاملاً مطابق نمی‌دانند؛ چراکه مطابق موازین فقهی، مبیع سلف را قبل از سررسید نمی‌توان فروخت (رحمانی و شیروی، ۱۳۹۶، ص ۵۲-۵۴)؛ ولی اوراق سلف بازار ثانوی دارند. در خصوص وجود معیارهای ضروری اقتصادی در اوراق سلف، ۸۰ درصد خبرگان به این سؤال پاسخ مثبت داده‌اند و ۲۰ درصد از پاسخ به سؤال صرف‌نظر نموده‌اند. در خصوص سؤال پنجم ۶۰ درصد خبرگان، اوراق سلف را از نظر مالی و مدیریت ریسک، جایگزین مناسبی برای اوراق بهادار با پشتوانه دارایی دانسته‌اند و ۴۰ درصد به این سؤال پاسخ منفی داده‌اند. در خصوص ریسک اوراق سلف و اوراق سلف نفتی قبلاً مطالعاتی انجام گرفته است (شیرمردی و همکاران، ۱۳۹۲). در خصوص سؤال ششم ۶۰ درصد خبرگان اوراق سلف را قابل تطبیق با قوانین و استانداردهای حسابداری دانسته‌اند و بیست درصد نیز این اوراق را قابل تطبیق ندانسته‌اند؛ اما در پاسخ به سؤال هفتم معتقد بوده‌اند امکان پیشنهاد تدوین یا تغییر قوانین و استانداردهای حسابداری وجود دارد و نهایتاً ۲۰ درصد از خبرگان از پاسخگویی به این سؤال صرف‌نظر نموده‌اند.

۲۳۱

فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی / مطالعه تطبیقی اوراق سلف ...

۵. پیشنهادهای کاربردی و پیشنهاد برای تحقیقات آتی

۱. برای تأمین مالی بخش بالادستی صنعت نفت و برای جبران کسری بودجه در شرایط تحریم‌های اقتصادی، از اوراق سلف نفتی استفاده شود.

۲. نظر به اینکه خبرگان در مورد قابلیت جایگزینی اوراق بهادار با پشتوانه دارایی با اوراق سلف از منظر مالی و مدیریت ریسک و نیز قابلیت تطبیق اوراق سلف با قوانین و استانداردهای حسابداری اجماع نداشته‌اند در این خصوص تحقیقات بیشتری انجام گیرد.

۳. با توجه به تجربه بازار سرمایه ایران، کارایی اقتصادی اوراق سلف با استفاده از معیارهای شناخته‌شده جهانی مورد مطالعه قرار گیرد و با کارایی اوراق بهادار با پشتوانه دارایی متعارف مقایسه شود که مطابقت دو نهاد از نظر کارایی روشن شود.

۴. مزایای اثبات‌شده برای اوراق بهادار با پشتوانه دارایی در مورد اوراق سلف مورد بررسی علمی و آماری دقیق قرار گیرد که مشخص شود آیا محدودیت‌های شرعی در مورد صکوک مانع تحقق مزایای مذکور می‌گردد یا خیر.

۶. جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

تبدیل دارایی به اوراق بهادار به شرکت‌ها و مؤسسات اسلامی کمک می‌کند با آزادکردن و نقدکردن آن مقدار از سرمایه خود که در حصار دارایی‌های غیر نقدی محصور شده است، نقدینگی را به سمت خود سرازیر نمایند (Abdi Dualeh, 1998, pp.1-10). مزایای استفاده از اوراق بهادار اسلامی عبارت است از اینکه: اولاً، یک معامله در بخش واقعی اقتصاد در پس‌زمینه فرایند تبدیل دارایی به اوراق بهادار وجود دارد؛ ثانیاً، هر کدام از طرف‌های معامله در ریسک و بازده اوراق سهام هستند؛ ثالثاً، دارایی‌های پشتوانه اوراق، مطالبات ناشی از تسهیلات نیست و رابعاً، تبدیل دارایی‌های پشتوانه به اوراق بهادار به هدف سفته‌بازی نبوده است؛ به عبارت دیگر مدل عملیاتی در تبدیل دارایی به اوراق بهادار اسلامی تقریباً همانند تبدیل دارایی به اوراق بهادار متعارف است، با این تفاوت که در فرایند تبدیل دارایی به اوراق بهادار اسلامی خرید و فروش دارایی واقعی رخ می‌دهد. همین امر امتیازاتی برای تبدیل دارایی به اوراق بهادار اسلامی ایجاد نموده است که شبیه ربا نیز در آن کاملاً منتفی است. اوراق سلف ممکن است قبل از سررسید به شخص دیگری منتقل گردند، در سررسید، تسویه نقدی شوند یا تسویه فیزیکی انجام گیرد. این امر برای اوراق بهادار با پشتوانه دارایی نیز مشابه همین ترتیب است و صرفاً چون دارایی پایه در اوراق سلف، دارایی فیزیکی است تحویل فیزیکی برای اوراق سلف پیش‌بینی شده که همین امر امتیازی

اضافی برای اوراق سلف تلقی می‌گردد که موجب تفاوت ماهیت دو نهاد نمی‌گردد و صرفاً نسخه‌ای اسلامی از تبدیل دارایی به اوراق بهادار متعارف را معرفی می‌نماید.

اوراق سلف نفتی به علت اینکه در فرایند انتشار آنها، مالکیت نفت به دارندگان منتقل می‌شود و حق دعوی مالکیت بر سهم مشاع خود را دارند و نیز نفت انتقال داده‌شده، پشتوانه اوراق به حساب می‌آید، جزء اوراق بهادار با پشتوانه دارایی به حساب می‌آیند.

با نگاه به نظرات خبرگان، اوراق سلف نفتی نیز نمونه‌ای از اوراق بهادار با پشتوانه دارایی متعارف هستند که تنها تفاوت آنها فیزیکی بودن دارایی پایه در اوراق سلف نفتی می‌باشد و فرایند انتشار اوراق سلف نفتی نیز مصداق اسلامی تبدیل دارایی به اوراق بهادار متعارف است؛ پس انتشار صکوک به پشتوانه دارایی از قبیل صکوک سلف نفت، نوعی تبدیل دارایی به اوراق بهادار است و لذا می‌توان آن را «تبدیل دارایی به اوراق بهادار اسلامی» (Islamic Securitization) نامید و نیز اوراق سلف نفتی را نسخه اسلامی اوراق بهادار با پشتوانه دارایی یا «اوراق بهادار اسلامی با پشتوانه دارایی» (Islamic Asset Backed Securities) تلقی نمود. خبرگان اوراق سلف را به عنوان جایگزین اوراق بهادار با پشتوانه دارایی مناسب دانسته‌اند و بر این باورند که معیارهای ضروری اقتصادی در این اوراق وجود دارد؛ اما این اوراق از نظر مالی و مدیریت ریسک و نیز قابلیت تطبیق با قوانین و استانداردهای حسابداری نیاز به مطالعه بیشتر دارد. بدیهی است نتایج این تحقیق برای تمام انواع اوراق سلف قابل اعمال است و علت تأکید بر اوراق سلف نفتی صرفاً اهمیت اقتصادی ویژه این اوراق و چالش‌ها و ابهاماتی بود که مسئولین در انتشار این اوراق با آن روبه‌رو بوده و هستند (از جمله جایگزینی آن با سایر شیوه‌های تأمین مالی نفت)؛ درحالی‌که در مورد سایر اوراق سلف ابهامی وجود نداشته و سال‌هاست که تأمین مالی از طریق این اوراق انجام می‌گیرد.

منابع و مأخذ

۱. امیرحسینی، زهرا و معصومه قبادی؛ «اوراق بهادارسازی در بازارهای اسلامی در مقایسه با اوراق بهادارسازی در بازارهای عمده دنیا»، فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری؛ س ۵، ش ۱۸، ۱۳۹۵.
۲. بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران؛ «انتشار اوراق سلف نفتی منتفی شد»؛ روزنامه دنیای اقتصاد، خبر شماره ۲۷۲۶۴۴۶، مورخ ۱۳۹۲/۰۳/۱۷.
۳. بن‌ثامر، سعدالدین؛ الصکوک الإسلامية ودورها فی تحقیق المقاصد الشرعية؛ پایان‌نامه کارشناسی ارشد، الجزایر: جامعه الحاج لخضر باتنه، ۲۰۱۴م.
۴. توحیدی، محمد؛ «تحلیلی بر صکوک با پشتوانه دارایی و صکوک مبتنی بر دارایی»؛ تهران: مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار؛ گزارش شماره ۹۶-۱۷-۲۰۱۷، ۱۳۹۶.
۵. _____؛ مروری بر استانداردهای هیئت خدمات مالی اسلامی (IFSB)؛ تهران: سازمان بورس و اوراق بهادار، مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی، ۱۳۹۴.
۶. زندیه، وحید و سعید زندیه؛ «جایگاه اوراق بهادارسازی در رشد و توسعه اقتصادی کشورها (با تأکید بر نیاز به گسترش بازار اوراق بهادارسازی در ایران)»، فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری؛ س ۴، ش ۱۶، ۱۳۹۴.
۷. شرکت تأمین سرمایه امید؛ انواع روش‌های تأمین مالی شرکتی؛ تهران: شرکت تأمین سرمایه امید (واحد مهندسی مالی و مدیریت ریسک)، ۱۳۹۵.
۸. شرکت تأمین سرمایه سپهر؛ «انتشار اوراق سلف برای نخستین بار برای یک میدان نفتی»؛ ایسنا، کد خبر: ۹۴۱۱۱۸۱۱۳۴۶، تاریخ ۱۳۹۴/۱۱/۱۸ (<https://www.isna.ir>)
(<http://111.ir/37gu>).
۹. شرکت سرمایه‌گذاری صندوق بازنشستگی کارکنان صنعت نفت؛ سلف موازی استاندارد نفت خام سبک صادراتی میدان نفتی آذر (امیدنامه)؛ تهران: شرکت بورس انرژی ایران (اداره پذیرش و بازاریابی)، ۱۳۹۴.

۱۰. شیرمردی احمدآباد، حسین، سیدمحسن فاضلیان و امیرحسین اخروی؛ «شناسایی و اولویت‌بندی ریسک‌های اوراق سلف نفتی با رویکرد تحلیل سلسله‌مراتبی فازی»، دو فصلنامه علمی پژوهشی جستارهای اقتصادی ایران؛ س ۱۰، ش ۱۹، ۱۳۹۲.
۱۱. شیروی، عبدالحسین و هادی رحمانی؛ «امکان فروش مبیع سلف پیش از سررسید از دیدگاه فقیهان شیعه و اهل سنت»، فصلنامه علمی پژوهشی حقوق اسلامی؛ ش ۵۵، ۱۳۹۶.
۱۲. شیروی، عبدالحسین؛ حقوق نفت و گاز؛ ج ۱، تهران: نشر میزان، ۱۳۹۳.
۱۳. صادقی‌مقدم، محمدحسن، میثم موسی‌پور و جلال سلطان احمدی؛ «تحلیل فقهی - حقوقی قرارداد سلف موازی استاندارد: ابتکاری جدید برای بازار سرمایه»، دو فصلنامه علمی پژوهشی دانش حقوق مدنی؛ س ۵، ش ۲ (پیاپی ۱۰)، ۱۳۹۵.
۱۴. عبدالعزیز، اختر زیتی؛ الصکوک الإسلامية (التوريق) و تطبیقاتها المعاصرة و تداولها؛ الاكاديمية العالمية للبحوث الشرعية، الجامعة الإسلامية العالمية بماليزيا (مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة التاسعة العشرة إمارة الشارقة دولة الإمارات العربية المتحدة)، [بی تا].
۱۵. علی‌عصار، نرگس؛ «بررسی انواع اوراق صکوک در بانکداری اسلامی»، مجله اقتصادی؛ ش ۳ و ۴، ۱۳۹۲.
۱۶. فاضل، محمد صادق؛ امکان تصحیح عقد سلف موازی استاندارد از منظر فقه امامیه و اهل سنت؛ پایان نامه سطح ۳ حوزه، مرکز مدیریت حوزه‌های علمیه، ۱۳۹۳.
۱۷. فراهانی‌فرد، سعید؛ «صکوک سلف؛ ابزاری مناسب برای تأمین مالی و پوشش ریسک»، فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی؛ س ۹، ش ۳۳، ۱۳۸۸.
۱۸. کیانی‌زاده، حسین؛ «اوراق سلف نفتی ابزاری کارآمد برای تأمین مالی پروژه‌های نفتی و گازی»، نشریه بازار سرمایه؛ ش ۴۰، ۱۳۹۲.
۱۹. ملکوتی، بهنام؛ «بانک مرکزی؛ بزرگترین مانع انتشار اوراق سلف نفتی»؛ خبرگزاری تسنیم، شناسه خبر ۴۸۱۲۴، ۰۲/۰۸/۱۳۹۲.
۲۰. منجو، فیصل احمد؛ «تبدیل به اوراق بهادارنمودن دارایی‌ها»، ترجمه مجتبی کریمی؛ ژورنال مشارکت بین‌المللی در اقتصاد اسلامی و مؤسسات اسلامی؛ ش ۱۹، ترجمه

- چاپ‌شده در (روند: نشریه علمی- تخصصی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، [بی تا]، ۲۰۰۵ م.
۲۱. موسویان، سیدعباس و جواد حدادی؛ «کاربرد ابزارهای پروژه محور اسلامی (صکوک) در تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌های بخش نفت و گاز»، نشریه معرفت اقتصاد اسلامی؛ س ۴، ش ۱ (پیاپی ۷)، ۱۳۹۱.
۲۲. موسویان، سیدعباس و حامد تاجمیر ریاحی؛ «روش تحقیق جامع طراحی ابزارهای مالی اسلامی (مختار)»، فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی؛ س ۱۸، ش ۶۹، ۱۳۹۷.
۲۳. موسویان، سیدعباس و رسول خوانساری؛ «اجتهاد چند مرحله‌ای؛ روش پژوهش استنباط مسائل فقه اقتصادی»، فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی؛ س ۱۶، ش ۶۳، ۱۳۹۵.
۲۴. موسویان، سیدعباس؛ «اوراق سلف، ابزاری برای تأمین مالی پروژه‌های بالادستی صنعت نفت»، فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی؛ س ۱۰، ش ۳۹، ۱۳۸۹.
۲۵. ناصرپور، علیرضا؛ قراردادهای سلف موازی استاندارد؛ تهران: معاونت توسعه بازار و مطالعات اقتصادی شرکت بورس کالای ایران، گزارش شماره ۹۳۱۰۲، ۱۳۹۳.
۲۶. نانکلی، محمود؛ تحلیل مفاهیم اقتصادی؛ اهمیت تأمین مالی و ابزارهای نوین در بازار سرمایه (بورس اوراق بهادار)؛ تهران: اداره پژوهش‌های سیاسی معاونت سیاسی صدا و سیما جمهوری اسلامی ایران، ۱۳۹۶.
۲۷. نجفی مقدم، علی؛ «تجربه بازار سرمایه ایران در مورد اوراق بهادارسازی دارایی‌ها مورد کاوی انتشار صکوک»، فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار؛ س ۱۰، ش ۳۳، ۱۳۹۶.
۲۸. نجفی، مهدی؛ «بررسی فرایند تأمین مالی از طریق انتشار اوراق صکوک»، نشریه بورس؛ مرداد ماه ۱۳۸۵.
29. Abdi Dualeh, Suleiman; “Islamic Securitisation: Practical Aspects”, **Presentation at the World Conference on Islamic Banking**; Geneva: 1998. (Adam, Nathif J., Abdulkader Thomas; “Islamic Bonds: Your Guide to Structuring, Issuing and Investing in Sukuk”, Euromoney Institutional Investor, 2004.

30. Afshar, Tahmoures A; “Compare and Contrast Sukuk (Islamic Bonds) with Conventional Bonds, Are they Compatible?”, **The Journal of Global Business Management**; Vol.9, No.1, 2013.
31. Ahmad Manjoo, Faizal; “Securitization: An Important Recipe for Islamic Banks – A Survey”, **Review of Islamic Economics**: Journal of the International Association for Islamic Economics and the Islamic Foundation; Vol.9, No.1, 2005.
32. Al-Bashir, Muhammad, Muhammad al-Amine; **Global Şukūk and Islamic Securitization Market**; Netherlands: Brill Publications, 2012.
33. Ariff, Mohamead, Meysam Safari, Shamsheer Mohamad; **Sukuk Securities** (New Ways of Debt Contracting); Singapore: Wiley Publications, 2014.
34. Cerrato, Mario; **The Rise and Fall of the ABS Market; United States**: University of Glasgow and Structured Credit Investors, 2010.
35. Fabozzi, Frank J.; **Bond Market Analysis and Strategies**; 8th Edition, United States: Pearson Publications, 2013.
36. Fabozzi, Frank J., Vinod Kothari; **Introduction to Securitization**; United States of America: John Wiley & Sons, 2008.
37. Fleiner, Suzanne; **Asset-backed Securitization**; Zürich Schultess Publications, 2007.
38. Gorton, Gary B., Nicholas S. Souleles; “Special Purpose Vehicles and Securitization”, **University of Chicago Press**; 2007.

39. Howladar, Khalid; "Shari'ah and Sukuk: A Moody's Primer (Special Report)", **Moody's Investor Service**; 2006.
40. Islamic Financial Services Board; "Capital adequacy requirements for sukūk, securitisations and real estate investment", **Islamic Financial Services Board**; 2009.
41. Jobst, Andreas A.; "The Economics of Islamic Finance and Securitization", **International Monetary Fund Working Paper**; (WP/07/107), August 2007.
42. Ketkar, Suhas, Dilip Ratha; "Development Financing During a Crisis: Securitization of Future Receivables", **Washington, Economic Policy and Prospects Group, The World Bank (DC 20433, wps2582.doc)**; 2001.
43. Kothari, Vinod; **Securitization: An Important Recipe for Islamic Bank**; Singapore: Wiley, 2006.
44. Lotter, Philipp, Khalid Howladar; **Understanding Moody's Approach to Unsecured Corporate Sukuk**; Dubai: Moody's Investors Service, 2007.
45. Mohd Noor, Liza; **Sukuk Rating - General Approach, Criteria and Methodology**; Kuala Lumpur: In R. Ratings. Malaysian Sukuk Market Handbook - Your Guide to the Malaysian Islamic Capital Market, 2008.
46. Morrison, Scott; **The Law of SUKUK: Shari'a Compliant Securities**; England: Sweet & Maxwell, 2017.
47. Obaidullah, Mohammad; "Securitization in Islam (Book Chapter)", **Handbook of Islamic Banking**; UK: Edward Elgar, 2007.

48. Saidi, Nasser; **Securitization & Financial Development in MENA**; Securitisation World (Conference Speech), MENA: 2007 Conference Dubai, March 18, 2007.
49. Schwarcz, Steven L.; **Securitization and Structured Finance**; in Encyclopedia of Financial Globalization, 2011, available at:
http://www.masonlec.org/site/rte_uploads/files/SCHWARCZ_Encyclopedia-of-Financial-Globalization-Elsevier.pdf. Last Seen (January 31, 2016).
50. Securities Commission; **The Islamic Securities (Sukuk) Market**; Kuala Lumpur: **Lexis Nexis and Securities Commission**, 2009.
51. Wajdi Dusuki, Asyraf, Shabnam Mokhtar; “Critical appraisal of shari’ah issues on ownership in asset-based sukuk as implemented in the Islamic debt market”, **International Shari’ah Research Academy for Islamic Finance (ISRA)**; Research Paper (No: 8/2010), 2010.