



سازمان بورس و اوراق بهادار
Securities & Exchange Organization

مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

کاربرد استریپس (معامله مجزای سود و اصل اوراق
بهادار) در ساختار اوراق بهادار اسلامی (صکوک)

محمد توحیدی

میثم کریمی

مهرماه ۱۳۹۸



سازمان بورس و اوراق بهادار

مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

عنوان: کاربرد استریپس (معامله مجزای سود و اصل اوراق بهادار) در ساختار اوراق بهادار اسلامی (صکوک)

تهیه کنندگان: محمد توحیدی و میثم کریمی

کد گزارش: ۹۸-۰۴-۱۹۰۲۰

تاریخ گزارش: مهرماه ۱۳۹۸

این اثر در مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار تهیه گردیده و مباحث و نظرات ارائه شده در آن صرفاً نظرات و بررسی‌های صورت گرفته توسط کارشناسان و پژوهشگران این مرکز هست نه نظرات رسمی سازمان بورس و اوراق بهادار.

چکیده^۱

یکی از چالش‌های اوراق بهادار اسلامی، تفاوت سلیقه‌های بانیان انتشار اوراق و سرمایه‌گذاران در پرداخت سود میان‌دوره‌ای است. بانیان تمایل کمتری به پرداخت‌های سود میان‌دوره‌ای دارند؛ زیرا ممکن است دچار مشکلات نقدینگی شده و در برخی موارد نیازمند دریافت تسهیلات کوتاه‌مدت شوند که این امر منجر به افزایش هزینه مالی آنها می‌شود؛ در مقابل، سرمایه‌گذاران تمایل به دریافت کوپن اوراق در بازه‌های کوتاه‌مدت داشته تا به واسطه سرمایه‌گذاری مجدد، بازدهی مؤثر خود را افزایش دهند.

در این گزارش، با مطالعه ساختارهای مشابه در اوراق قرضه متعارف و تحلیل و تطبیق آنها با ساختارهای اوراق بهادار اسلامی، الگویی نوآورانه برای رفع این چالش ارائه می‌شود. الگوی طراحی شده با نام اوراق قابل تفکیک و قابل تبدیل شباهت‌ها و تفاوت‌هایی با اوراق قرضه تفکیکی متعارف دارد. در الگوی طراحی شده، علاوه بر امکان معامله اصل اوراق و کوپن آن به صورت جداگانه در دو نماد مجزا با نام‌های «اوراق پایه» و «گواهی سود»، قابلیت تبدیل حجم معینی گواهی سود به اوراق پایه نیز وجود دارد. در این گزارش، الگوهای عملیاتی اوراق اجاره، مرابحه و سفارش ساخت قابل تفکیک و قابل تبدیل ارائه و از منظر فقهی و مالی بررسی و تحلیل شده است. ماهیت فقهی معامله گواهی سود مبتنی بر تنزیل دین بوده که از نظر مشهور فقهای امامیه بلاشکال است؛ همچنین تبدیل گواهی سود به اوراق جایزه از باب معاوضه دین با عین از منظر فقهی صحیح است.

واژگان کلیدی: استریپس، اوراق بهادار اسلامی، الگوی قابل تفکیک سود از اصل، الگوی قابل تبدیل

^۱ این پژوهش برگرفته از مقاله علمی پژوهشی با عنوان "طراحی اوراق بهادار اسلامی قابل تفکیک و قابل تبدیل بر اساس فقه امامیه" است که در شماره ۷۵ فصلنامه علمی اقتصاد اسلامی به چاپ رسیده است.

مقدمه

یکی از نوآوری‌های دهه اخیر در عرصه بحث‌های پولی و مالی اسلامی، انتشار انواع اوراق بهادار اسلامی (Sukuk) است. انتشار اوراق بهادار اسلامی گامی مهم در راستای توسعه نظام تأمین مالی اسلامی در جمهوری اسلامی ایران و نقطه عطفی در استقرار بازار سرمایه اسلامی محسوب می‌گردد. سابقه انتشار اوراق بهادار اسلامی با مجوز نهاد ناظر بازار سرمایه به سال ۱۳۸۴ و پس از تصویب آیین‌نامه اجرایی انتشار اوراق مشارکت شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار در سال ۱۳۸۳ برمی‌گردد که اولین اوراق مشارکت بورسی منتشر گردید. پیش‌ازاین شرکت‌ها تنها با مجوز بانک مرکزی امکان انتشار اوراق مشارکت را داشتند. علاوه بر انتشار اوراق مشارکت، تاکنون انواعی از اوراق بهادار اسلامی مانند اوراق اجاره، مرابحه، سلف، جعاله، منفعت، سفارش ساخت، اسناد خزانه اسلامی، خرید دین (رهنی)، وقف، قرض‌الحسنه، مضاربه، مزارعه، مساقات و وکالت در کمیته فقهی مورد بحث و بررسی قرار گرفته و الگوهای عملیاتی انتشار این اوراق مورد تأیید این کمیته قرار گرفته‌اند که از این میان، اوراق اجاره، مرابحه، سلف، سفارش ساخت، اسناد خزانه اسلامی، منفعت و همچنین اوراق رهنی به مرحله انتشار نیز رسیده است؛ اما مابقی اوراق در مرحله تدوین قوانین و دستورالعمل‌های مرتبط هستند.

در بین اوراق منتشرشده در ایران، اسناد خزانه اسلامی به صورت تنزیلی منتشر شده؛ بدین معنا که بانی (دولت) در طول دوره سود پرداخت نکرده و مبنای سود اوراق، نرخ تنزیل (تفاوت قیمت اسمی و قیمت خرید) می‌باشد. همچنین در اوراق سلف سود میان‌دوره‌ای وجود نداشته و مبنای سود تفاوت قیمت پیش‌خرید و فروش کالا در زمان تحویل می‌باشد. در سایر اوراق منتشرشده همانند اوراق اجاره، مرابحه، مشارکت و سفارش ساخت، در طول دوره سود میان‌دوره‌ای پرداخت شده و اصل مبلغ در سررسید پرداخت می‌شود.

در اوراق بهادار اسلامی که سود میان‌دوره توزیع می‌کنند، یکی از چالش‌های میان متقاضیان وجوه (بنگاه‌ها) برای تأمین مالی و سرمایه‌گذاران، زمان‌بندی پرداخت اصل و سود است. از یک‌سو ناشران اوراق بهادار تمایل دارند بازپرداخت تعهدات خود یعنی اصل و سود را به انتهای دوره (سررسید) موکول کنند و از سوی دیگر بازیابی مجدد سرمایه و افزایش تعدد پرداخت‌های میان‌دوره‌ای، اوراق را برای سرمایه‌گذاران در شرایط مشابه بسیار جذاب‌تر می‌نماید؛ به گونه‌ای که سرمایه‌گذاری مجدد سود به صورت پیوسته اولویت اصلی سرمایه‌گذاران است؛ بنابراین به نظر می‌رسد زمان‌بندی پرداخت‌ها یکی از اختلاف‌نظرهای میان ناشران اوراق بهادار و سرمایه‌گذاران است.

با توجه به عدم فعالیت شرکت‌های رتبه‌بندی در بازار سرمایه ایران،* عدم شفافیت در مورد ریسک اعتباری شرکت‌ها و عدم تنوع در ابزارهای بازارگردانی، مشاوران عرضه و بازارگردانان اوراق نقش چندانی در ارائه مشاوره جهت افزایش جذابیت اوراق نداشته و صرفاً با تغییر محدود نرخ بازدهی به ایفای وظیفه خود در انتشار اوراق می‌پردازند. این موضوع که تنها ابزار افزایش جذابیت اوراق، افزایش نرخ سود می‌باشد، در نهایت به افزایش نرخ تأمین مالی ناشر منجر خواهد شد؛ بنابراین طراحی سازوکاری که بتواند نقش مشاوران عرضه و بازارگردانان را در افزایش جذابیت اوراق بدون آنکه منجر به تحمیل هزینه مالی بیشتری بر ناشر شود، پررنگ‌تر کند، ضروری به نظر می‌رسد. نکته دیگر اینکه انتشار اوراق متعدد با نرخ سود مشابه و ثابت این نرخ برای یک دوره طولانی مدت سبب عدم پویایی اوراق بهادار با درآمد ثابت در مقایسه با سایر ابزارهای مشابه گردیده است. به صورت خلاصه سه مسئله اصلی در انتشار اوراق بهادار با درآمد ثابت در کشور وجود دارد:

- اختلاف سلیقه بین ناشر در عدم پرداخت سود میان‌دوره‌ای با سرمایه‌گذار در دریافت عواید میان‌دوره در بازه‌های کوتاه‌تر، موجب کاهش جذابیت اوراق بهادار با درآمد ثابت برای سرمایه‌گذاران گردیده است.
- عدم تنوع در ابزارهای بازارگردانی، در عمل رکن بازارگردان و مشاوره عرضه را با محدودیت‌های جدی مواجه کرده است؛ از این رو، پذیرش این تعهد، امری بسیار پرریسک می‌باشد.
- با توجه به چالش‌های تعیین نرخ سود سپرده بانکی در بازار پول، قیمت‌گذاری اوراق با درآمد ثابت در بازار سرمایه و تعیین نرخ‌های جذاب برای سرمایه‌گذاران مختلف با محدودیت‌های فراوانی روبه‌رو می‌باشد.

این پژوهش با ارائه الگویی نوآورانه در پرداخت اصل و سود به نام الگوی اوراق قابل تفکیک (سود از اصل) و قابل تبدیل و با ایجاد بازار نقدشونده برای سود اوراق، الگویی طراحی می‌نماید که اصل و سود اوراق به صورت مجزا قابل معامله بوده و قابلیت تبدیل سود اوراق به اصل اوراق وجود داشته باشد. این الگو از یک سو جذابیت اوراق را برای سرمایه‌گذاران افزایش داده و از سوی دیگر این امکان را برای بانیان انتشار اوراق فراهم می‌کند که پرداخت‌های میان‌دوره‌ای خود را به آینده موکول نمایند. این شیوه انتشار اوراق بهادار اسلامی در بازار سرمایه، با ایجاد دو بازار برای گواهی سود و اصل اوراق (اوراق پایه) و فراهم کردن امکان تبدیل اوراق بین این دو بازار، بازارگردانی و نقش‌آفرینی بیشتر این رکن را تسهیل و کم‌هزینه‌تر می‌کند و همچنین از طریق افزایش تعداد پرداخت‌های بین دوره‌ای، نرخ بازدهی مؤثر سرمایه‌گذاران را افزایش خواهد داد.

در مرحله بعد الگوی طراحی شده با سه نوع اوراق بهادار اسلامی اجاره، مرابحه و سفارش ساخت تطبیق داده شده و ماهیت گواهی سود و تبدیل گواهی به اصل اوراق، بررسی و تجزیه و تحلیل فقهی شده است. خاطرنشان می‌شود، در الگوی پیشنهادی علاوه بر سازوکار تفکیک سود از اصل اوراق که مشابه اوراق قرضه متعارف تفکیک شده (سود از اصل) است،

*. خاطرنشان می‌گردد سازمان بورس و اوراق بهادار به تازگی اقدام به اعطای مجوز در حوزه تأسیس و فعالیت شرکت‌های رتبه‌بندی اعتباری نموده و تا زمان نگارش مقاله، دو مجوز در این زمینه صادر شده است؛ اما فعلاً هیچ اوراقی توسط این شرکت‌ها رتبه‌بندی نشده است.

امکان تبدیل سود اوراق به اصل اوراق نیز طی فرایندی امکان‌پذیر است که به جذابیت اوراق در بازارهای مالی خواهد افزود.

معرفی اوراق قرضه تفکیک‌شده

تفکیک سود از اصل (استریپ کردن)، فرایند جداسازی کوپن‌ها از اصل و فروختن کوپن‌های مجزاشده به عنوان اوراق تنزیلی و با کوپن صفر است. در بازار اوراق قرضه، این فرایند معمولاً توسط کارگزاری‌ها یا دیگر نهادهای مالی از طریق سیستم ثبت سفارش صورت می‌پذیرد.

اوراق قرضه تفکیک‌شده (سود از اصل) یکی از ابتکارات خزانه‌داری ایالات متحده آمریکا در معرفی اوراق بهادار بدهی بوده است که بازده آنها به‌طور معمول در بازار برای اندازه‌گیری ساختار زمانی نرخ بهره نیز مورد استفاده قرار می‌گیرد. خزانه‌داری آمریکا از سال ۱۹۸۵ اقدام به فروش این اوراق نمود. البته این اقدام در اوایل دهه ۱۹۸۰ توسط واسطه‌های مالی بزرگ پایه‌گذاری شد و نام‌گذاری آن نیز برگرفته از روش انتشار کاغذی اوراق بهادار است. بعدها، خزانه‌داری به‌طور مستقیم نیز امکان ثبت این نوع از تقاضا را برای متقاضیان فراهم آورد. یک ورقه قرضه تفکیک‌شده، پرداخت‌های دوره‌ای بهره را از یکدیگر و از بازپرداخت نهایی اصل پول جدا می‌کند. هنگامی که یک ورق خزانه از پرداخت‌های دوره‌ای مجزا می‌شود، هریک از پرداخت‌های بهره و اصل پول به یک ورق بهادار تنزیلی (Discount Bond) و بدون کوپن (Zero-coupon Bond) تبدیل می‌شود که به‌تنهایی قابلیت معامله دارند (دفتر مطالعات بخش عمومی، ۱۳۹۷، ص ۱۰). دو سال بعد در سال ۱۹۸۷ وزارت خزانه‌داری مجوز تجمیع اصل اسناد خزانه و کوپن‌هایی را که تفکیک شده بودند، صادر کرد و بدین ترتیب امکان بازسازی (Reconstitute) اوراق قرضه اولیه فراهم شد. در این برنامه، بازسازی اوراق خزانه اولیه حاصل به‌هم‌چسباندن همه پرداخت‌های کوپن و اصل اوراق است. در برنامه بازسازی، اصل پول باید مربوط به همان اوراقی باشد که از قبل تفکیک شده ولی کوپن‌های مورد استفاده در برنامه بازسازی، ممکن است کوپن‌های مربوط به هر اوراق بهاداری باشد که سررسید آنها مطابق با کوپن‌های اوراق اولیه است؛ بنابراین نیازی نیست کوپن‌ها لزوماً مربوط به اوراق اولیه باشد (Dupont & Sack, 1999, p.792). برنامه طراحی و اجرای اوراق قرضه تفکیک‌شده، یکی از موفق‌ترین برنامه‌های عملیاتی شده از زمان معرفی آن در سال ۱۹۸۵ به شمار می‌آید؛ به‌گونه‌ای که تا دسامبر ۲۰۰۹ سهم ۱۵۲ میلیارد دلاری را که معادل ۲۱ درصد از ارزش اسمی اوراق قرضه خزانه آمریکاست، به خود اختصاص داده است. با گذشت زمان، اوراق قرضه تفکیک‌شده نقش مهمی در بازار اوراق قرضه دولتی ایفا کرده‌اند. پس از وزارت خزانه‌داری ایالات متحده، پانزده کشور دیگر از جمله آلمان، فرانسه، انگلیس، کانادا، ژاپن، اسپانیا، ایتالیا، سوئد و هلند برنامه‌های مشابهی را برای بدهی‌های خزانه‌داری خود ارائه داده‌اند (Bulter and et al, 2014, p.179).

مزایای انتشار اوراق قرضه تفکیک‌شده

از جمله مزایای اوراق قرضه تفکیک‌شده می‌توان به موارد زیر اشاره نمود:

- این اوراق دارای کیفیت اعتباری بسیار بالایی هستند؛ زیرا پشتوانه آنها اوراق خزانه دولتی است.
- با توجه به اینکه اوراق خزانه در مقیاس‌های دلاری بالا (حداقل ۱۰ هزار دلار) منتشر شده و امکان دسترسی سرمایه‌گذاران خرد و عادی به این اوراق کمتر است، لذا تفکیک سود از اصل این اوراق و امکان معامله جداگانه هریک، این امکان را برای سرمایه‌گذاران خرد فراهم می‌کند تا بتوانند با مبالغ اندک (به اندازه کوپن اوراق خزانه) در بازار اوراق خزانه تفکیک‌شده مشارکت کنند.
- بازدهی قابل پیش‌بینی اوراق تفکیک‌شده مزیت دیگر این اوراق است. در سررسید، ارزش اسمی اوراق پرداخت شده و بازدهی اوراق حاصل از تفاوت ارزش اسمی و قیمت تنزیل‌شده‌ای است که سرمایه‌گذار پرداخت کرده است؛ بنابراین در این اوراق سرمایه‌گذار پیشاپیش ارزش آتی سرمایه‌گذاری خود را می‌داند؛ در مقابل در اوراق قرضه استاندارد که فراخوان و بازخرید می‌شود، سرمایه‌گذار مقدار بهره‌ای را که تا سررسید می‌توانست دریافت کند، از دست می‌دهد.
- مزیت دیگر اوراق قرضه تفکیک‌شده، تنوع تاریخ‌های سررسید به تعداد تاریخ‌های پرداخت کوپن و اصل در اوراق قرضه متعارف است؛ بنابراین سرمایه‌گذار لازم نیست تا سررسید اوراق قرضه متعارف منتظر بماند و در بازار اوراق تفکیک‌شده می‌تواند طیف وسیعی از سرسیدها را با بازدهی‌های متفاوت انتخاب کند. همچنین در اوراق تفکیک‌شده ریسک سرمایه‌گذاری مجدد* وجود ندارد.
- بازار ثانوی اوراق تفکیک‌شده، نقدشونده و فعال بوده و قیمت اوراق می‌تواند بر اساس بازدهی، سررسید و تغییر در نرخ‌های بهره متغیر باشد.

الگوی مفهومی پیشنهادی پژوهش

این امکان وجود دارد که سازوکار تفکیک سود از اصل را برای انواع ساختارهای اوراق بهادار اسلامی پیاده‌سازی کرد. در این صورت امکان جداسازی سودهای میان‌دوره‌ای اوراق بهادار اسلامی و معامله مجزای آن در بازار ثانوی وجود دارد. تفکیک سود از اصل اوراق بهادار اسلامی در واقع به معنای جداکردن هر یک از جریان‌های نقدی اوراق و معامله هر یک از آنها به عنوان یک ورق بهادار اسلامی تنزیلی است؛ برای مثال، یک ورق بهادار اسلامی با سررسید چهارساله که به صورت شش‌ماهه سود پرداخت می‌کند،^۲ جریان نقدی مستقل دارد که شامل هشت پرداخت سود شش‌ماهه و یک پرداخت اصل مبلغ اوراق در سررسید است که طی این سازوکار هر یک از جریان‌های نقدی را می‌توان به عنوان یک اوراق تنزیلی مستقل معامله نمود. همچنین بر اساس سازوکار رایج اوراق قرضه متعارف تفکیک‌شده، امکان بازسازی اوراق بهادار اسلامی اولیه از طریق تجميع مجدد تمام جریان‌های نقدی جدا شده و الحاق آن به اصل مبلغ اوراق وجود دارد. این پژوهش الگویی ارائه می‌کند که ضمن شباهت‌هایی که با سازوکار متعارف دارد، دارای تفاوت‌هایی نیز می‌باشد که در ادامه تبیین خواهد شد.

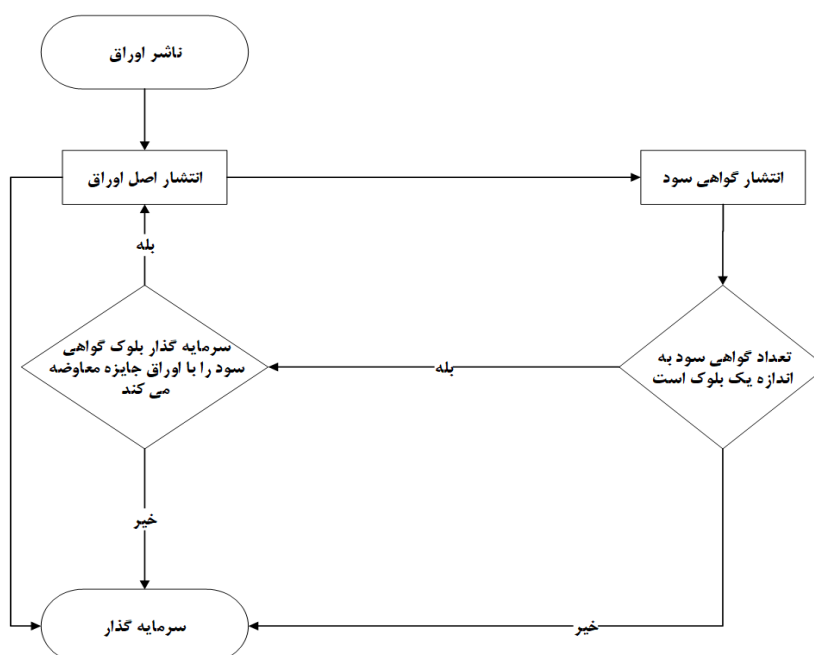
*. ریسکی که جریان نقدی ایجادشده در یک سرمایه‌گذاری، در نرخ بازدهی کمتر سرمایه‌گذاری مجدد شود.

الگوی ارائه شده با عنوان اوراق قابل تفکیک (سود از اصل) و قابل تبدیل، یک الگوی پرداخت سود است که می تواند برای هر اوراق بهادار با درآمد ثابت استفاده شود. در این الگو، پرداخت سود دوره ای می تواند به صورت روزانه یا هفتگی اعطا شود. فرض کنید اصل اوراق (اوراق پایه) در نماد شماره یک و گواهی سود که به صورت روزانه تعلق می گیرد، نیز در نماد شماره دو مورد معامله قرار گیرد. بدین ترتیب سرمایه گذاران می توانند گواهی سود خود را تا سررسید نگه داشته و یا به صورت روزانه در نماد شماره دو در بازار ثانوی به فروش رسانیده و ارزش روز آن را دریافت نمایند. از سوی دیگر ناشر نیز معادل کل اوراق منتشر شده (مجموع اصل اوراق و گواهی سود منتشر شده) را در سررسید تسویه می نماید؛ به عبارت دیگر سرمایه گذار در این شیوه می تواند به صورت روزانه نسبت به دریافت گواهی سود خود اقدام کرده و ناشر نیز در سررسید نسبت به پرداخت سود اوراق اقدام می نماید. به منظور انتشار اوراقی که اصل و سود آن قابل معامله بوده و سود اوراق در مواعید روزانه به دارنده اصل اوراق تخصیص یابد لازم است نکات ذیل رعایت گردد:

- ارزش اسمی اصل اوراق پایین تر از اوراق معمولی پایه باشد.
- تعداد مشخصی از گواهی های سود هر ورق بهادار، یک بلوک را تشکیل دهند.
- اصل اوراق و گواهی سود، هر یک در نمادهای جداگانه ای معامله گردند.
- در صورتی که سرمایه گذار به اندازه یک بلوک از گواهی های سود را - که در نماد شماره دو مورد معامله قرار می گیرد و به وی تعلق گرفته یا در بازار ثانوی خریداری کرده - جمع آوری کند، قادر است هر بلوک از اوراق نماد شماره دو را به تعداد معینی از اصل اوراق - که در نماد شماره یک معامله می شود - تبدیل کند. در واقع ناشر اوراق در ازای بازدریافت یک بلوک از گواهی سود، تعداد معینی از اصل اوراق را منتشر کرده و در اختیار سرمایه گذار قرار می دهد که به این اوراق جدید، «اوراق جایزه» گفته می شود و تفاوتی با اوراق پایه (اصل اوراق) ندارد؛ بنابراین به اندازه یک بلوک از اوراق نماد شماره دو کاسته و ناشر به تناسب ارزش اسمی بلوک دریافت شده، اوراق جدید (اوراق جایزه) منتشر کرده که به جمع اوراق انتشار یافته نماد شماره یک اضافه گردیده و به ازای هر ورق از اصل اوراق جدید انتشار یافته، به صورت مجدد گواهی سود تعلق خواهد گرفت.
- قیمت اوراق در نمادهای یک و دو متغیر بوده و الزاماً با یکدیگر مساوی نخواهد بود. این موضوع سبب ایجاد عمدی یک فرصت آربیتراژ بین دو بازار شده که نتیجه آن ایجاد انگیزه برای ورود سایر بازیگران و معامله گران به بازار شده که خود سبب افزایش نقدشوندگی اوراق و تسهیل نقش بازارگردان خواهد شد.

الگوی مفهومی اوراق قابل تفکیک (سود از اصل) و قابل تبدیل به شرح ذیل می باشد:

نمودار ۱: الگوی مفهومی اوراق بهادار اسلامی قابل تفکیک سود از اصل



در ادامه نحوه انتشار اوراق در قالب یک مثال تشریح می گردد. فرض کنید اوراق با شرایط ذیل در قالب الگوی قابل تفکیک (سود از اصل) و قابل تبدیل در دست انتشار است:*

جدول ۱: مفروضات مطالعه موردی

عنوان	مقدار	واحد
حجم انتشار اوراق	۱۰۰۰	میلیارد ریال
ارزش اسمی هر ورقه	۱۰۰۰	ریال
تعداد اوراق	۱	میلیارد عدد
تعداد اوراق هر بلوک	۱۰۰	هزار عدد
تعداد بلوک ها	۱۰	هزار عدد
نرخ سود اوراق	۲۱	درصد
تعداد اوراق جایزه هر بلوک	۵۷	عدد

بدین ترتیب هر سرمایه گذار می تواند اوراق بهادار خود را در بسته های ۱۰۰ هزارتایی (هر بسته معادل ۱۰۰ میلیون ریال) معامله نماید. به هر بسته از اوراق روزانه ۵۷ گواهی سود اختصاص می یابد. تعداد کل گواهی سود در هر روز

*. در این بخش از مقاله از گزارش تحلیلی آقایان پیمان تاتایی (مدیر دارایی های شرکت تأمین سرمایه امید) و علی فرهادیان استفاده شده است که از ایشان تقدیر و تشکر می شود.

حداقل ۵۷۰ هزار ورقه می‌باشد (۱۰,۰۰۰ بسته $۵۷ \times$ ورقه). در خرید این نوع از اوراق، برای سرمایه‌گذار سه راهبرد وجود دارد:

- راهبرد یک: سرمایه‌گذار می‌تواند با فروش روزانه گواهی سود خود در بازار ثانوی، نرخ بازدهی مؤثر بالایی کسب نماید.
- راهبرد دو: سرمایه‌گذار می‌تواند با خرید گواهی سود بیشتر و تشکیل یک بلوک گواهی سود، هر بلوک را با اوراق پایه (اوراق جایزه) معاوضه نماید که به صورت مجدد روی اوراق پایه جدید به صورت روزانه گواهی سود تعلق خواهد گرفت و بازدهی مؤثر سرمایه‌گذار را افزایش خواهد داد.
- راهبرد سه: سرمایه‌گذار با خرید اصل اوراق و نگهداری آنها به همراه گواهی سود به صورت منفعل تا پایان دوره منتظر مانده تا اصل و فرع اوراق در سررسید توسط بانای پرداخت شود.

با توجه به نکات پیش‌گفته، دو بازار اوراق گواهی سود و اوراق پایه شکل خواهد گرفت که سرمایه‌گذاران با توجه به نرخ بازدهی مؤثر این دو بازار اقدام به معامله در آنها و تبدیل گواهی‌های سود به اوراق جایزه می‌نمایند. نقش بازارگردان اوراق در این بین ارائه مظنه‌های دقیق برای هر دو بازار و تنظیم عرضه و تقاضای بازار به گونه‌ای است که ضمن تضمین نقدشوندگی و حضور تمامی بازیگران در بازار حداقل ریسک را برای وی به همراه داشته باشد؛ به بیان دیگر بازارگردان اوراق وظیفه ایجاد نقدشوندگی در هر دو نماد یک و دو را بر عهده خواهد داشت؛ بدین صورت که با ایجاد فرصت آربیتراژی بین دو بازار، نسبت به حضور سایر بازیگران در بازار اطمینان حاصل نموده و به عنوان یک واسطه مالی وظیفه خود را در افزایش کارایی بازار انجام خواهد داد.

مقایسه اوراق قرضه تفکیک‌شده و الگوی اوراق قابل تفکیک (سود از اصل) و قابل تبدیل

همان‌گونه که پیش‌ازاین اشاره شد، الگوی پیشنهادی این پژوهش از جهت تفکیک اصل و سود اوراق بهادار و معامله هریک به صورت جداگانه با اوراق قرضه تفکیک‌شده مشابهت دارد؛ اما تفاوت‌هایی در طراحی و شیوه معامله آن دو نیز وجود داشته که در ادامه به برخی از آنها اشاره می‌شود:

- در اوراق قرضه تفکیک‌شده، ناشر همچنان سود میان‌دوره پرداخت می‌نماید؛ ولی در الگوی پیشنهادی ناشر سود میان‌دوره پرداخت نمی‌کند.
- در اوراق قرضه تفکیک‌شده، صرفاً امکان تفکیک کوپن‌های دوره‌ای از اصل اوراق و معامله جداگانه هر یک به صورت تنزیلی وجود داشته، اما امکان تبدیل کوپن به اصل اوراق وجود ندارد؛ درحالی‌که در الگوی پیشنهادی این امکان طی فرایندی فراهم است.
- در بازار اوراق قرضه تفکیک‌شده، کوپن‌ها به صورت تنزیلی معامله شده و سود میان‌دوره به آن تعلق نمی‌گیرد؛ درحالی‌که در الگوی پیشنهادی تا قبل از تبدیل گواهی سود به اوراق پایه همانند اوراق قرضه تفکیک‌شده، گواهی‌ها به صورت تنزیلی به فروش رفته، اما در صورت تبدیل گواهی سود به اوراق بلوک، سود میان‌دوره به آن تعلق می‌گیرد.
- مواعد پرداخت سود در اوراق قرضه تفکیک‌شده، معمولاً شش‌ماهه بوده، درحالی‌که در الگوی پیشنهادی پرداخت سود

می‌تواند روزانه باشد که مطلوبیت بیشتری برای سرمایه‌گذار به همراه دارد.

- در الگوی قابل تفکیک و قابل تبدیل، با حضور سایر بازیگران بازار در معاملات، نقدشوندگی اوراق بسیار افزایش می‌یابد.
- الگوی اوراق قابل تفکیک (سود از اصل) و قابل تبدیل، از این جهت که تعداد اوراق معینی به سرمایه‌گذار اختصاص یافته و ناشر نیز در سررسید، اوراق را تسویه می‌نماید به اوراق بهادار با درآمد ثابت شباهت داشته و از این حیث که بازدهی اوراق با توجه به تغییر قیمت خرید و فروش اصل و سود متغیر است، به سهام و ابزارهای دارای سودآوری متغیر شبیه می‌باشد.

مزایای انتشار اوراق بهادار اسلامی قابل تفکیک و قابل تبدیل

الف) از دیدگاه ناشر

در صورتی که بانی از اوراق قابل تفکیک (سود از اصل) و قابل تبدیل استفاده کند، از پرداخت سود میان‌دوره معاف خواهد بود و بدون آنکه نگرانی از بابت عرضه اولیه و فروش اوراق وجود داشته باشد، مجبور به پرداخت نرخ بالاتر برای جذاب‌تر نمودن اوراق خود نیست. به‌طورکلی این الگو به دو طریق برای ناشران مزیت ایجاد می‌نماید:

- بهبود وضعیت نقدینگی بانی از طریق عدم پرداخت سود میان‌دوره‌ای و عدم نیاز به تأمین مالی کوتاه‌مدت - مانند دریافت تسهیلات - برای پرداخت کوپن اوراق؛
- کاهش نرخ تأمین مالی به صورت غیرمستقیم از طریق عدم نیاز به پرداخت کارمزد زیاد به بازارگردان و سایر ارکان اوراق برای جذاب‌تر نمودن آن.

ب) از دیدگاه سرمایه‌گذار

سرمایه‌گذاران اوراق بهادار اسلامی قابل تفکیک و قابل تبدیل از یک‌سو با توجه به افزایش توالی کسب سود میان‌دوره، امکان افزایش نرخ بازدهی خود را دارند و از سوی دیگر امکان دریافت سود روی گواهی‌های سود میان‌دوره - در صورت تبدیل گواهی‌های سود به اوراق پایه جدید - نیز وجود دارد؛ بنابراین مزیت‌های اصلی این الگو پرداخت سود برای سرمایه‌گذاران به شرح ذیل است:

- افزایش نرخ بازدهی مؤثر سرمایه‌گذاران از طریق افزایش تعداد پرداخت‌های میان‌دوره‌ای؛
- امکان سرمایه‌گذاری مجدد سود دریافتی با نرخ مؤثر اوراق و حذف ریسک سرمایه‌گذاری مجدد.

ج) از دیدگاه بازارگردان

در حال حاضر در بازار سرمایه، بیش از آنکه بازارگردان از محل اختلاف مظنه‌های خرید و فروش منتفع گردد، درآمد اصلی خود را از محل دریافت کارمزد از ناشر دریافت می‌نماید. انتشار اوراق قابل تفکیک و قابل تبدیل، به شرط عملکرد

صحیح بازارگردان، موجب کاهش شدید منابع مورد نیاز برای بازارگردانی گردیده و عملیات بازارگردانی را سودآور خواهد کرد. بازارگردان می‌تواند با ارائه مظنه‌های مناسب سایر بازیگران بازار را وارد معاملات اوراق نموده و از درگیر شدن زیاد منابع خود در عملیات بازارگردانی خودداری نماید.

(د) از دیدگاه ناظران بازار

استفاده از الگوی معرفی شده در انتشار اوراق مزایای کلی ذیل را برای متولیان بازار در پی خواهد داشت:

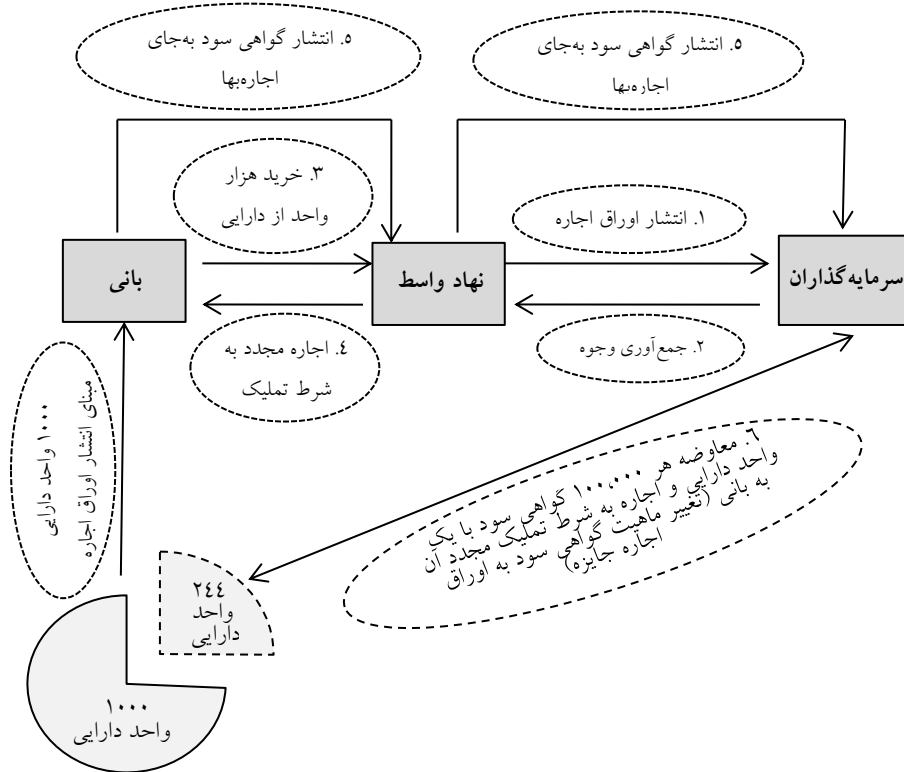
- افزایش تنوع و همچنین افزایش عمق بازار بدهی؛
- ایجاد شفافیت در نرخ سود و کاهش هزینه تأمین مالی ناشران (افزایش کارایی عملیاتی بازار).

تطبیق الگوی اوراق قابل تفکیک (سود از اصل) و قابل تبدیل با الگوهای مختلف اوراق بهادار اسلامی

الف) تطبیق الگوی پیشنهادی با اوراق اجاره منتشرشده در ایران

اوراق اجاره را از منظر کاربرد می‌توان حداقل به چهار نوع اوراق اجاره به منظور تأمین مالی، اوراق اجاره به منظور تأمین نقدینگی، اوراق اجاره جهت تشکیل سرمایه شرکت‌های لیزینگ و اوراق اجاره به منظور تبدیل دارایی‌های اجاره‌ای به اوراق بهادار طبقه‌بندی نمود (موسویان، ۱۳۹۱، ص ۵۴۱-۵۵۰). الگویی که در بازار سرمایه جمهوری اسلامی ایران عملیاتی شده، همان اوراق اجاره تأمین نقدینگی (فروش و اجاره به شرط تملیک مجدد) است. در این شیوه بانی با مراجعه به مشاور و تعیین نهاد واسطه، آمادگی خود برای فروش یکی از دارایی‌هایش را به نهاد واسطه و سپس انعقاد قرارداد اجاره به شرط تملیک همان دارایی از نهاد واسطه اعلام می‌کند. نهاد واسطه پس از مطالعات اولیه و گرفتن مجوزهای لازم، اقدام به انتشار اوراق اجاره می‌کند. سپس با جمع‌آوری وجوه، به وکالت از طرف صاحبان اوراق اجاره، کالای سرمایه‌ای را از بانی خریداری و به قرارداد اجاره به شرط تملیک به خود بانی واگذار می‌کند و در سررسیدهای مقرر اجاره‌بها و حسب مورد سود ناشی از سرمایه‌گذاری مجدد بخشی از اجاره‌بها و وجوه ناشی از فروش دارایی را در سررسیدهای معین به سرمایه‌گذاران پرداخت می‌نماید (سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۸۹). در ادامه الگوی عملیاتی اوراق اجاره قابل تفکیک (سود از اصل) و قابل تبدیل ارائه می‌شود.

نمودار ۲: الگوی عملیاتی اوراق اجاره قابل تفکیک و قابل تبدیل



فرض کنید دارایی مبنای انتشار اوراق اجاره ۱۲۴۴ واحد است که قرار است مبتنی بر هر واحد آن ۱۰۰ هزار اوراق اجاره منتشر گردد. در این سازوکار مبتنی بر هزار واحد دارایی ۱۰۰,۰۰۰,۰۰۰ اوراق پایه و مبتنی بر ۲۴۴ واحد باقی‌مانده ۲۴,۴۰۰,۰۰۰ اوراق اجاره جدید (اوراق جایزه) جهت معاوضه با گواهی سود منتشر خواهد شد. شایان گفتن است که در این الگو تنها زمانی به گواهی سود، سود تعلق می‌گیرد که به تعداد اوراق یک بلوک (۱۰۰ هزار اوراق) برسد و تبدیل به اوراق بلوک گردد؛ بنابراین با توجه به عدم تعلق سود به گواهی سود تا قبل از تبدیل به اوراق پایه، ماهیت و نوع گواهی سود نمی‌تواند از نوع اوراق پایه باشد.

بانی در ازای اجاره‌دارایی و به‌جای پرداخت نقدی اجاره‌بها، یک سند بدهی (گواهی سود) به دارندگان اوراق بهادار اسلامی می‌دهد و اعلام می‌کند که همه این اسناد بدهی را در سررسید اوراق می‌پردازد؛ به عبارت دیگر، شخصی که یک ورقه بهادار اسلامی را خریداری کرده و بخواهد تا پایان دوره اوراق را نزد خود نگه دارد، در پایان دوره کل اجاره‌بهای خود را به صورت نقد دریافت می‌کند و در طول دوره، پرداخت نقدی اجاره‌بها وجود ندارد. در صورت نیاز سرمایه‌گذار به وجه نقد می‌تواند گواهی سود خود را در بازار به فروش برساند. همچنین در طول دوره به خود گواهی سود، سودی تعلق نمی‌گیرد.

البته بانی به افرادی که بتوانند تعداد ۱۰۰ هزار گواهی سود را جمع‌آوری کنند و به بانی تحویل دهند، در عوض، یک واحد از دارایی مذکور را واگذار می‌کند، با این شرط که سرمایه‌گذاران نیز دوباره دارایی را که عوض گواهی سود از بانی

دریافت کرده‌اند، به بانی اجاره به شرط تملیک دهند که در این صورت، گواهی سود به اوراق اجاره پایه تبدیل خواهد شد.

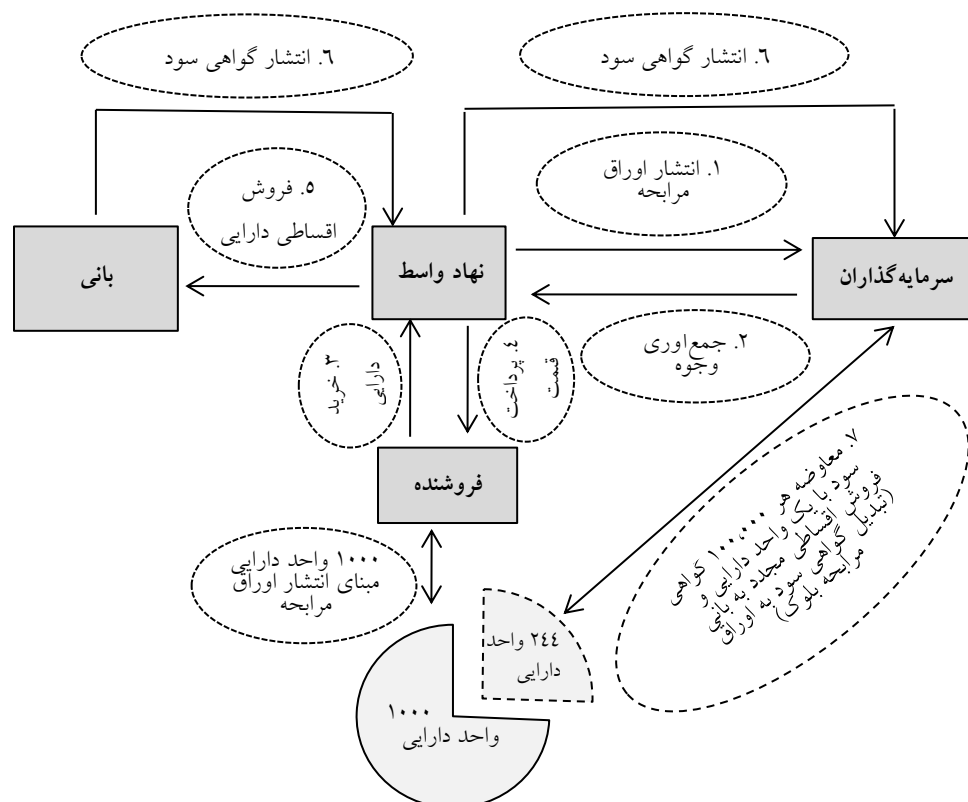
ب) تطبیق الگوی پیشنهادی با اوراق مرابحه منتشرشده در ایران

اوراق مرابحه انواع گوناگونی دارد. از مهم‌ترین اوراق مرابحه می‌توان به مواردی نظیر اوراق مرابحه تأمین مالی، اوراق مرابحه تأمین نقدینگی، اوراق مرابحه تشکیل سرمایه شرکت‌های تجاری و اوراق مرابحه رهنی اشاره کرد.

اوراق مرابحه منتشرشده در ایران از نوع اوراق مرابحه تأمین مالی است که بیشترین کاربرد را دارد. در این نوع بانی با مراجعه به مشاور و تعیین نهاد واسطه، آمادگی خود را برای خرید نسبه دارایی مشخصی به نهاد واسطه اعلام می‌کند. نهاد واسطه بعد از مطالعات اولیه و گرفتن مجوزهای لازم، اقدام به انتشار اوراق مرابحه می‌کند. سپس با جمع‌آوری وجوه، به وکالت از طرف صاحبان اوراق مرابحه، کالای مشخصی را از فروشنده خریداری کرده و به صورت نسبه تدریجی به بانی می‌فروشد و در سررسیدهای مقرر اقساط و اصل مبلغ را دریافت کرده و به سرمایه‌گذاران پرداخت می‌نماید (سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۹۰).

در ادامه الگوی پیشنهادی اوراق مرابحه قابل تفکیک و قابل تبدیل در قالب مثال تبیین و ارائه می‌شود:

نمودار ۳: الگوی عملیاتی اوراق مرابحه قابل تفکیک و قابل تبدیل



سازوکار دریافت گواهی سود و معاوضه آن با اوراق مرابحه پایه در اوراق مرابحه مشابه آنچه در الگوی عملیاتی اوراق اجاره قابل تفکیک و قابل تبدیل توضیح داده شد، می باشد با این تفاوت که در این الگو فروشنده دارایی، شخصیتی غیر از بانی است؛ بنابراین طی توافق قبلی که بانی با فروشنده انجام داده است، ابتدا بانی درخواست تأمین مالی از طریق انتشار اوراق مرابحه را به نهاد واسطه داده، به گونه ای که نهاد واسطه با وجوه جمع آوری شده، صرفاً بخشی از دارایی - برای مثال ۱۰۰۰ واحد از ۱۲۴۴ واحد کل دارایی - را از فروشنده خریداری می نماید. در طول دوره به صورت روزانه گواهی سود میان دوره در قالب اقساط به دارندگان اوراق به تاریخ سررسید اوراق واگذار شده، دارندگان اوراق می توانند تا سررسید منتظر مانده و مبلغ اصل و سود اوراق را در سررسید از بانی دریافت کنند؛ کمالینکه می توانند گواهی سود اوراق خود را در بازار ثانوی تنزیل کنند و یا اینکه تعداد گواهی سود خود را به حجم معینی (حداقل ۱۰۰ هزار گواهی سود) رسانده و تبدیل به اوراق مرابحه پایه نمایند. در واقع دارندگان اوراق می توانند هر ۱۰۰ هزار گواهی سود را با یک واحد دارایی فروشنده معاوضه نموده؛ بدین معنی که فروشنده به عنوان شخص ثالث دیون بانی (گواهی های سود) را برای سرمایه گذاران تنزیل می کند و فروشنده به جای وجه نقد بخش باقی مانده دارایی پایه را به سرمایه گذاران واگذار می کند و سپس دارندگان اوراق (دارندگان جدید باقی مانده دارایی پایه) باقی مانده سهم خود از دارایی پایه را مجدداً به صورت فروش اقساطی به بانی واگذار می کنند (تبدیل گواهی سود به اوراق مرابحه پایه).

ج) تطبیق الگوی پیشنهادی با اوراق سفارش ساخت منتشر شده در ایران

طبق دستورالعمل انتشار اوراق سفارش ساخت، با انتشار این اوراق از طریق نهاد واسطه، رابطه وکیل و موکل میان نهاد واسطه و خریداران اوراق برقرار می گردد. نهاد واسطه به وکالت از طرف خریداران اوراق نسبت به انعقاد قرارداد سفارش ساخت با بانی اقدام نموده و بانی ملزم به اتخاذ تمهیدات و پیگیری لازم جهت ساخت دارایی موضوع انتشار و تحویل آن به نهاد واسطه می باشد. نهاد واسطه بعد از تحویل گرفتن دارایی، می تواند آن را در قالب عقد قرارداد دیگری مانند اجاره مرابحه و ... تا پایان عمر اوراق در اختیار بانی قرار دهد (سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۹۲). تاکنون تنها یک بار اوراق سفارش ساخت در ایران توسط شرکت صنعتی و معدنی توسعه ملی منتشر شده است که در آن از قرارداد اجاره به شرط تملیک جهت واگذاری دارایی ساخته شده استفاده شده است. در این الگو، بانی ضمن عقد سفارش ساخت، متعهد به اجاره به شرط تملیک دارایی بعد از دوره ساخت می گردد. نهاد واسطه با انتشار اوراق سفارش ساخت، وجوه را جمع آوری می کند و به تدریج متناسب با پیشرفت پروژه به سازنده طرح (بانی) می پردازد. در طول دوره احداث، نهاد واسطه به نمایندگی از صاحبان اوراق مالک دارایی و بانی سازنده محسوب می شود. پس از ساخت دارایی و تحویل آن توسط بانی به نهاد واسطه، نهاد واسطه دارایی را طی قرارداد جداگانه در قالب عقد اجاره به شرط تملیک به بانی واگذار می کند. در ساختار اوراق سفارش ساخت این امکان وجود دارد که قرارداد اجاره در قالب اجاره کلی فی الذمه همزمان با قرارداد استصناع منعقد شود و اجاره بهای آن از همان دوره ساخت پرداخت شود.

در ادامه الگوی عملیاتی اوراق سود قابل تفکیک و قابل تبدیل سفارش ساخت تبیین می شود:

The flowchart illustrates the process of issuing and redeeming Treasury Bonds (Safarsh) in Iran, involving three main entities: Issuer (Bani), Intermediary (Wasat), and Investor (Serma-ye Khdaran). The process is divided into two main phases: Issuance (Safarsh-e Aghaz) and Redemption (Safarsh-e Akhar).

Issuance Phase (Safarsh-e Aghaz):

1. Issuance of Treasury Bonds (Safarsh-e Aghaz): The Issuer (Bani) issues Treasury Bonds to the Intermediary (Wasat).
2. Collection of Funds (Jame' Auri va Jvoh): The Intermediary (Wasat) collects funds from the Investor (Serma-ye Khdaran) and transfers them to the Issuer (Bani).
3. Issuance of Treasury Bonds (Safarsh-e Aghaz): The Issuer (Bani) issues Treasury Bonds to the Intermediary (Wasat).
4. Issuance of Treasury Bonds (Safarsh-e Aghaz): The Intermediary (Wasat) issues Treasury Bonds to the Investor (Serma-ye Khdaran).

Redemption Phase (Safarsh-e Akhar):

5. Redemption of Treasury Bonds (Safarsh-e Akhar): The Investor (Serma-ye Khdaran) redeems Treasury Bonds from the Intermediary (Wasat).
6. Redemption of Treasury Bonds (Safarsh-e Akhar): The Intermediary (Wasat) redeems Treasury Bonds from the Issuer (Bani).
7. Redemption of Treasury Bonds (Safarsh-e Akhar): The Issuer (Bani) redeems Treasury Bonds from the Intermediary (Wasat).

The flowchart also shows the flow of funds and documents between the entities and phases. The Issuer (Bani) is responsible for the initial issuance of Treasury Bonds, while the Intermediary (Wasat) acts as the central hub for the process, facilitating the flow of funds and documents between the Issuer and the Investor. The Investor (Serma-ye Khdaran) is responsible for the final redemption of Treasury Bonds.

۱. می‌تواند تا سررسید اوراق برای دریافت یکجای اجاره‌ها منتظر بماند.

۳. گواهی سود بیشتر خریداری نموده و آن را به اوراق سفارش ساخت پایه تبدیل کند (در واقع بانی هر ۱۰۰ هزار گواهی سود (بدهی بانی به سرمایه‌گذاران) را با ساخت یک واحد از دارایی مورد نظر تهاتر و معاوضه می‌کند).

بررسی و تحلیل ماهیت فقهی الگوهای مختلف اوراق قابل تفکیک و قابل تبدیل

16

رسیده و به اوراق پایه جدید تبدیل شوند، دین* بوده و دین در اینجا دین مؤجل و مدت دار محسوب می شود** و خرید و فروش آن در بازار ثانوی مبتنی بر تنزیل دین*** است. شش دیدگاه بین فقهای متأخر و معاصر راجع به تنزیل دین وجود دارد که در ادامه بدان اشاره می شود (موسویان، ۱۳۸۶، ص ۷۸-۸۷):

اول: طبق نظریه اول، بیع دین مطلقاً باطل است (طوسی، ۱۴۰۷ق، ج ۳، ص ۱۲۵).

دوم: این نظریه، بین دین حال و مؤجل تفصیل قائل می شود و بیع دین حال را صحیح و مؤجل را باطل می داند. صاحب حدائق، محقق و شهید این نظر را دارند (مکی عاملی، ۱۴۱۰ق، ج ۳، ص ۳۱۳/ بحرانی، ۱۴۰۵ق، ج ۲، ص ۲۰۲).

سوم: طبق نظریه سوم، بیع دین به مدیون درست است؛ ولی به شخص ثالث باطل است. این نظریه را ابن ادریس و امام خمینی در قول جدیدشان مطرح کرده اند (ابن ادریس حلی، ۱۴۱۰ق، ج ۲، ص ۵۰/ خمینی، ۱۴۲۶ق، ص ۶۰۵).

چهارم: نظریه چهارم که بسیاری از فقیهان آن را اختیار کرده اند، این است که بیع دین مؤجل به ثمن حال (نقد) جایز است؛ چه به مدیون فروخته شود و چه به شخص ثالث؛ ولی بیع دین به نحو نسیه و ثمن مؤجل، باطل است و از کسانی که این نظر را برگزیده اند می توان محقق در جامع المقاصد، شهید در لمعه و مقدس اردبیلی را نام برد (مکی عاملی، ۱۴۱۰ق، ص ۱۲۵-۱۲۶/ محقق ثانی، ۱۴۲۴ق، ج ۵، ص ۱۹).

پنجم: نظریه پنجم که شیخ طوسی و ابن براج و شهید در دروس آن را پذیرفته اند و آن این است که بیع دین به کمتر صحیح است؛ ولی مشتری، بیشتر از آن مقدار که به طلبکار پول داده است نمی تواند از بدهکار بگیرد و ذمه بدهکار از مابقی دین، بری می شود (طوسی، ۱۴۰۷ق، ص ۳۱۰).

ششم: نظریه ششم که بسیاری از فقیهان پیشین و فقیهان معاصر چون سید یزدی، بروجردی، خویی، امام خمینی (طبق نظر اولشان)، سیستانی، مکارم شیرازی، تبریزی، وحید خراسانی و زنجانی آن را اختیار کرده اند، این است که بیع دین مطلقاً صحیح است و خریدار، مالک تمام دینی می شود که خریده است (خویی، ۱۴۱۰ق، ج ۲، ص ۱۷۳/ سیستانی، ۱۴۲۲ق، ص ۵۶۲/ شبیری زنجانی، ۱۴۳۰ق، ص ۴۹۰).

* دین، مال کلی ثابت در ذمه یک فرد به نفع دیگری است که به یکی از اسباب دین حاصل می شود. به کسی که مال بر گردن اوست، «مدیون» یا «مدین» و به دیگری «دائن» یا «غریم» می گویند (موسویان، ۱۳۹۱، ص ۲۱۸).

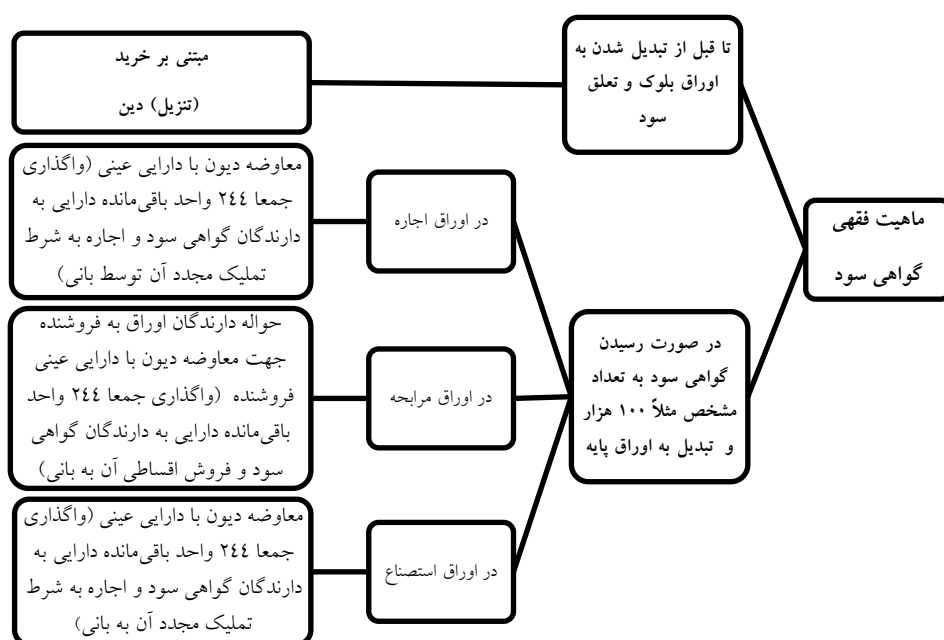
** دین می تواند به صورت دین حال (بدون مدت یا مدت دار سررسید شده) یا دین مؤجل و مدت دار باشد. در نوع اول دائن حق دارد هر زمان که بخواهد طلب خویش را مطالبه کند و بر مدیون واجب است در اولین وقت تمکن، پرداخت کند؛ در نوع دوم، تا زمان سررسید، دائن حق مطالبه ندارد و مدیون تکلیف پرداخت ندارد (همان).

*** خرید (تنزیل) دین قراردادی است که به موجب آن دین مدت دار بدهکار به کمتر از مبلغ اسمی آن به صورت نقدی از وی خریداری می شود. خرید دین می تواند توسط مدیون یا شخص ثالث صورت پذیرد.

همان‌طور که ملاحظه می‌شود، مشهور فقیهان معاصر شیعه، عملیات تنزیل اسناد تجاری چون سفته، نزد شخص ثالث - که در اینجا سایر سرمایه‌گذاران است - را در صورتی که سند حقیقی باشد، از مصادیق بیع دین (فروش دین) دانسته و مجاز می‌شمرند (موسویان، ۱۳۹۱، ص ۲۲۷).

همچنین از منظر حقوقی، عمده بحث بیع دین در حقوق ایران در تنزیل اسناد تجاری از طرف بانک‌ها مطرح است. در حال حاضر عملیات مربوط به خرید دین بر مبنای آیین‌نامه موقت تنزیل اسناد و اوراق تجاری و مقررات اجرایی آن که در جلسه مورخ ۱۳۶۱/۰۸/۲۶ شورای پول و اعتبار به تصویب رسیده و متعاقب آن در شورای نگهبان نیز مطرح و به اکثریت آراء مخالف با شرع و قانون اساسی شناخته نشده است، انجام می‌پذیرد (هدایتی و همکاران، ۱۳۸۱، ص ۱۵۹).

در صورت رسیدن حجم گواهی سود (اسناد بدهی) به تعداد معین (به اندازه یک بلوک یعنی ۱۰۰ هزار) و فراهم شدن امکان تبدیل به اوراق پایه جدید، ماهیت فقهی این عمل در اوراق اجاره، مرابحه و سفارش ساخت، معاوضه دیون با دارایی عینی است که از نظر شرعی بلا اشکال است. در فقه، معاوضه به عنوان عقد معین محسوب نشده، در حالی که قانون مدنی آن را جزو عقود معین آورده است. بر اساس ماده ۴۶۴ قانون مدنی، «معاوضه، عقدی است که به موجب آن، یکی از طرفین مالی می‌دهد به عوض مال دیگر که از طرف دیگر اخذ می‌کند؛ بدون ملاحظه اینکه یکی از عوضین، مبیع و دیگری ثمن باشد»؛ بنابراین اراده مشترک طرفین مشخص‌کننده ماهیت قرارداد است. تفاوت دیگر عقد معاوضه و بیع این است که در بیع، مبیع باید عین باشد؛ اما در معاوضه می‌تواند عین یا منفعت یا حق مالی باشد. در نمودار ۵ ماهیت فقهی گواهی سود به اختصار تبیین شده است.



نمودار ۵: تقسیم‌بندی ماهیت فقهی گواهی سود

جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

در اوراق بهادار اسلامی که سود میان‌دوره توزیع می‌کند، یکی از چالش‌های میان متقاضیان وجوه (بنگاه‌ها) برای تأمین مالی و سرمایه‌گذاران، زمان‌بندی پرداخت اصل و سود است. از یک‌سو ناشران اوراق بهادار تمایل دارند بازپرداخت تعهدات خود یعنی اصل و سود را به انتهای دوره (سررسید) موکول کنند و از سوی دیگر بازیابی مجدد سرمایه و افزایش تعداد پرداخت‌های میان‌دوره‌ای، اوراق را برای سرمایه‌گذاران در شرایط مشابه بسیار جذاب‌تر می‌نماید؛ به گونه‌ای که سرمایه‌گذاری مجدد سود به صورت پیوسته اولویت اصلی سرمایه‌گذاران است؛ بنابراین به نظر می‌رسد زمان‌بندی پرداخت‌ها یکی از اختلاف‌نظرهای میان ناشران اوراق بهادار و سرمایه‌گذاران است.

همان‌طور که ملاحظه شد، این تحقیق با ارائه الگویی نوآورانه در پرداخت اصل و سود به نام الگوی اوراق بهادار اسلامی قابل تفکیک سود از اصل و با ایجاد بازار نقدشونده برای سود اوراق، از یک‌سو جذابیت اوراق را برای سرمایه‌گذاران افزایش داده و از سوی دیگر این امکان را برای بانیان انتشار اوراق فراهم نمود که پرداخت‌های میان‌دوره‌ای خود را به آینده موکول نمایند.

الگوی طراحی شده با وجود شباهت‌هایی که با اوراق تفکیک‌شده سود از اصل متعارف دارد، تفاوت‌هایی نیز دارد همچون عدم پرداخت سود میان‌دوره، کاهش مواعد پرداخت سود به کمتر از شش ماه (حتی روزانه)، امکان تعلق سود به گواهی سود - در صورت تبدیل به اوراق پایه جدید - و ...

از جمله مزیت‌های اوراق بهادار اسلامی قابل تفکیک و قابل تبدیل می‌توان به بهبود وضعیت نقدینگی بانی از طریق عدم پرداخت سود میان‌دوره‌ای، کاهش هزینه تأمین مالی بانی، افزایش نرخ بازدهی مؤثر سرمایه‌گذاران از طریق افزایش تعداد پرداخت‌های میان‌دوره‌ای، افزایش عمق بازار بدهی از طریق مشارکت همه بازیگران و ... اشاره نمود.

با توجه به رشد اوراق دولتی در ایران و سابقه انتشار انواع اوراق بهادار دولتی مانند اسناد خزانه اسلامی، اوراق اجاره، مرابحه و منفعت دولتی به نظر می‌رسد اجرای الگوی قابل تفکیک سود از اصل دارای جذابیت فراوانی برای دولت باشد تا بتواند با انتشار چنین اوراقی و انتشار گواهی سود میان‌دوره به جای پرداخت سود نقدی میان‌دوره، ایفای تمام تعهدات خود را شبیه اسناد خزانه اسلامی به سررسید منتقل نماید.

منابع و مأخذ

۱. بحرانی، یوسف بن احمد؛ الحقائق الناضرة فی أحكام العترة الطاهرة؛ قم: دفتر انتشارات اسلامی، ۱۴۰۵ق.
۲. حلی، ابن ادریس؛ السرائر الحاوی لتحریر الفتاوی؛ قم: دفتر انتشارات اسلامی، ۱۴۱۰ق.
۳. خمینی، سیدروح‌الله؛ توضیح المسائل؛ قم: دفتر مطبوعات اسلامی، ۱۴۲۶ق.
۴. خویی، سیدابوالقاسم موسوی؛ منهاج الصالحین؛ قم: نشر مدینه العلم، ۱۴۱۰ق.

۵. دفتر مطالعات بخش عمومی؛ مروری اجمالی بر برخی از ارکان بازار بدهی در اقتصادهای پیشرو و پیشنهادات برای ایران؛ تهران: معاونت امور اقتصادی، ۱۳۹۷.
۶. سازمان بورس و اوراق بهادار، دستورالعمل انتشار اوراق اجاره، ۱۳۸۹.
۷. سازمان بورس و اوراق بهادار، دستورالعمل انتشار اوراق سفارش ساخت، ۱۳۹۲.
۸. سازمان بورس و اوراق بهادار، دستورالعمل انتشار اوراق مرابحه، ۱۳۹۰.
۹. سیستانی، سیدعلی حسینی؛ المسائل المنتخبة؛ قم: دفتر حضرت آیت الله سیستانی، ۱۴۲۲ق.
۱۰. شبیری زنجانی، سیدموسی؛ رساله توضیح المسائل؛ قم: انتشارات سلسبیل، ۱۴۳۰ق.
۱۱. طوسی، محمدبن حسن؛ الخلاف؛ قم: دفتر انتشارات اسلامی، ۱۴۰۷ق.
۱۲. عاملی، محمدبن مکی؛ اللعة الدمشقية فی فقه الامامية؛ بیروت: دار التراث، الدار الاسلامیه، ۱۴۱۰ق.
۱۳. قانون مدنی، ۱۳۰۷.
۱۴. محقق ثانی، علی بن حسین؛ جامع المقاصد فی شرح القواعد؛ قم: مؤسسه آل البيت، ۱۴۲۴ق.
۱۵. موسویان، سید عباس؛ بازار سرمایه اسلامی، تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، ۱۳۹۱.
۱۶. موسویان، سیدعباس؛ ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)؛ تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، ۱۳۸۶.
۱۷. هدایتی، سیدعلی اصغر، بهمنی، محمود، سفری، علی اصغر و حسن کلهر؛ عملیات بانکی داخلی-۲، تهران: مؤسسه عالی آموزش بانکداری ایران، ۱۳۸۱.

18. Bolder, D. & S. Boisvert; "Easing Restrictions on the Stripping and Reconstitution of Government of Canada Bonds"; **Bank of Canada**, Working Paper, 1998
19. Bulter, M., Livingston, M. & L. Zhou; "A Long-Term Perspective on the Determinants of Treasury Bond Stripping Levels", **Financial markets; Institutions & Instruments**; No. 23(4), 2014.
20. Daves, P. & M. Ehrhardt; "Liquidity, Reconstitution, and the Value of U.S. Treasury Strips", **Journal of Finance**; Vol. 48, No. 1, 1993.
21. Dupont, D. & B. Sack; "The Treasury Securities Market: Overview and Recent Developments"; **Federal Reserve Bulletin**, 1999.
22. Grinblatt, M. & F. A. Longstaff; "Financial Innovation and the Role of Derivative Securities: An Empirical Analysis of the Treasury STRIPS Program", **Journal of Finance**; No. 55. 2000.
23. Livingston, M. & D. Gregory; **the Stripping of U.S. Treasury Securities**; New York: New York University, 1989.

24. National Treasury of South Africa, “Separate Trading of Registered Interest and Principal of South African Government Securities (STRIPS)”, **National Treasury’s Paper**, 2001.
25. Saunders, A and Cornett, M; **Financial Institutions Mnagement: Risk Management Approach**, Mc Graw-Hill Education, New York, 2014.
26. UK Debt Management Office; **Official Operations in the Gilt Market: An Operational Notice**; Gilt Dealers/Risk Team, 2018.