

بازار سرمایه اسلامی

سال هشتم / شماره بیست و پنجم / بهار و تابستان ۱۳۹۸



اوراق خرید دین

الحرم
الاسلامی

ای کسانی که ایمان آورده‌اید!
اموال یکدیگر را به باطل
(وا از طرق نامشروع) نخورید
مگر اینکه تجارتی
بارضایت شما انجام گیرد.

ترجمه آیه ۲۹ سوره نساء



سازمان بورس و اوراق بهادار
مرکز پژوهشی، توسعه و مطالعات اسلامی

بولتن بازار سرمایه اسلامی

سال هشتم / شماره بیست و پنجم / بهار و تابستان ۱۳۹۸

موضوع این شماره:

اوراق خرید دین

پدید آورندگان:

مجتبی کاوند، رضا میرزاخانی، امیرحسین اعتصامی
(گروه بازارها و ابزارهای مالی)

فهرست:

● مقدمه/۲

● موضوع شناسی اوراق خرید دین / ۳

● تعریف اوراق خرید دین/ ۴

● انواع اوراق خرید دین / ۵

● مزایا و معایب اوراق خرید دین ۶/

● ساز و کار انتشار اوراق خرید دین/ ۷

● رویه اجرایی اوراق خرید دین / ۹

● سابقه انتشار اوراق خرید دین / ۹

● نظر کمیته تخصصی فقهی در مورد اوراق خرید دین / ۱۰

● تحلیل فقهی اوراق خرید دین / ۱۱

● منابع / ۱۶



مقدمه

امروزه لازمه تداوم فعالیت‌های اقتصادی، دسترسی به منابع مالی به هنگام و کافی جهت تأمین سرمایه در گردش بنگاه‌های اقتصادی است و هرگونه تصمیمی در این بخش اثرات قابل توجهی بر بازده عملیاتی واحد تجاری می‌گذارد و منجر به تغییر ارزش شرکت و ثروت سهامداران می‌شود (احمدی و دژدار، ۱۳۹۴، ص ۱۵۵). شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی و مالی، همواره در حال انجام تراکنش‌های مالی مختلف هستند و به همین دلیل بخشی از دارایی‌های آن‌ها به صورت حساب‌های دریافتی در صورت‌های مالی ثبت می‌شوند. این دیون که در زمان‌های مقرری از بدهکاران آن‌ها وصول می‌شود، بخشی از دارایی شرکت را تشکیل می‌دهد که تا موعد تصفیه آن در دسترس شرکت نیست. با افزایش حجم مطالبات، به دارایی‌های منجمد و غیرقابل بازده شرکت افزوده می‌شود و شرکت عملاً بخشی از وجه نقد کافی جهت به کارگیری در کسب و کار و ایجاد بازده را برای مدتی از دست می‌دهد. مدیریت وجوه نقد شرکت و حصول حد بهینه حجم مطالبات و وجوه نقد در شرکت، نقش بالایی در کارآمدی و حداکثرسازی سود بنگاه تجاری دارد.

یکی از راهکارها تبدیل به نقد کردن مطالبات شرکت، تنزیل دیون مؤجل شرکت است. متناسب با این راهکار برای بنگاه‌های بزرگ اقتصادی و با حجم زیاد مطالبات، انتشار اوراق خرید دین در بازار سرمایه ایران طراحی شده است. اوراق خرید دین یک ابزار مؤثر در تأمین سرمایه کوتاه مدت و میان مدت بنگاه‌های تجاری تولیدی، بانک‌ها و شرکت‌های واسپاری^۱ است. هر چند انتشار اوراق خرید دین با این عنوان در سایر کشورهای اسلامی مسبوق به سابقه نبوده است، ولی صکوک خرید دین را می‌توان در زمره اوراق بهادار اسلامی به پشتوانه دارایی^۲ قلمداد کرد.

اوراق بهادار اسلامی (صکوک) را می‌توان در یک طبقه‌بندی کلی به دو نوع صکوک بر مبنای دارایی^۳ و صکوک به پشتوانه دارایی تقسیم نمود؛ تمایز این دو نوع در انتقال مالکیت دارایی مبنای انتشار است. در صکوک بر مبنای دارایی، بانی تنها مالکیت انتفاع دارایی پایه را به نهاد واسط منتقل می‌کند و مالکیت حقوقی و در حقیقت اصل مالکیت بر دارایی‌های پایه را برای خود محفوظ می‌دارد. به همین دلیل دارایی‌های پایه از لحاظ حقوقی و حسابداری در ترازنامه بانی باقی می‌ماند. اما در صکوک به پشتوانه دارایی، فروش واقعی دارایی‌های پایه و یا منافع آن‌ها و انتقال مالکیت کامل اعم از حقوقی و انتفاع دارایی، از بانی به نهاد واسط صورت می‌پذیرد. بنابراین، دارایی‌های پایه از سایر دارایی‌های بانی از لحاظ حقوقی جدا می‌شود و نهاد واسط از طرف سرمایه‌گذاران مالک واقعی دارایی‌های پایه شده و ریسک مالکیت را می‌پذیرد (المانکی و دنیس، ۲۰۱۰). بر این مبناء، در ساختار انتشار صکوک اجاره، مشارکت، و استصناع، دارندگان اوراق، مالکان مشاع عین دارایی پایه هستند و در اوراق مرابحه و خرید دین، سرمایه‌گذاران مالکان یک دارایی دینی و در اوراق منفعت مالکان مشاع منافع حاصل از یک دارایی عینی می‌باشند. در اوراق خرید دین، همانند اوراق اجاره، دارایی پایه (مطالبات بانی) به نهاد واسط منتقل می‌شود و از ترازنامه بانی خارج می‌شود، لذا می‌توان گفت اوراق خرید دین جزو اوراق به پشتوانه دارایی است.

۱. شرکت لیزینگ

2. Asset Backed Sukuk

3. Asset Based Sukuk



موضوع شناسی اوراق خرید دین

در نظام مالی متعارف، انتشار اوراق بهادار به پشتوانه مطالبات یکی از انواع روش های تبدیل به اوراق بهادار سازی دارایی ها است. بصورت عمومی تبدیل به اوراق بهادار سازی دارایی ها شامل سه نوع است:

● **اوراق به پشتوانه دارایی ها^۱:** اوراقی که به پشتوانه دارایی های متنوع مشتریان منتشر می شود؛ مانند وام های خودرو، کارت های اعتباری، وام های مصرفی.

● **اوراق به پشتوانه رهن (اوراق رهنی)^۲:** اوراق بهاداری که به پشتوانه اموال رهنی منتشر می شود مانند وام های املاک و مستغلات.

● **تعهدات بدهی وثیقه دار^۳:** اوراقی است که به پشتوانه تعهدات بدهی منتشر می شود (Moody's Investors Service, 2002).

به دلیل محدودیت هایی که فقه اهل تسنن در تنزیل و معاملات ثانوی دیون دارند، تاکنون در سایر کشورهای اسلامی، اوراق بهادار اسلامی با عنوان صکوک خرید دین منتشر نشده است، ولی به لحاظ نوع دارایی پایه، اوراق به پشتوانه دارایی ها (در مدل متعارف) شبیه ترین روش در تطابق با اوراق خرید دین است.



1. Asset-Backed Securities (ABS)
2. Mortgage-Backed Securities (MBS)
3. Collateralized Debt Obligations (CDO)



تعریف اوراق خرید دین

شورای عالی بورس و اوراق بهادار در تاریخ ۱۳۹۴/۱۲/۱۱، تعریف اوراق خرید دین را چنین مصوب نمود: «اوراق خرید دین، اوراق بهادار با نامی است که به منظور خرید مطالبات مدت‌دار اشخاص حقوقی به استثناء مطالبات ناشی از عقد سلف منتشر می‌شود. این اوراق در بورس‌ها یا بازارهای خارج از بورس قابل معامله می‌باشند». اوراق خرید دین، در حقیقت تبدیل به اوراق بهادارسازی مطالبات شرکت بانی است. بر اساس تعریف و چارچوب کلی ابلاغ شده از جانب شورای عالی بورس و اوراق بهادار، دستورالعمل انتشار اوراق خرید دین در تاریخ ۱۳۹۶/۰۴/۰۴ به تصویب هیئت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار رسید. پیش از این، سازوکار تنزیل دین در نظام بانکی اجرایی شده است و بنگاه‌های تجاری و اشخاص حقیقی در چارچوب آئین‌نامه موقت تنزیل اسناد و اوراق تجاری (خرید دین) مصوب ۱۳۶۱/۸/۲۶ شورای پول و اعتبار می‌توانند اقدام به تنزیل مطالبات خود نزد بانک‌های عامل کنند. هر چند تسهیلات خرید دین در تأمین سرمایه در گردش بسیاری از بنگاه‌های تجاری راهگشا است، ولی این سازوکار با اشکالاتی همراه بوده که طراحی تنزیل دیون در قالب اوراق بهادار می‌تواند پاسخ‌گوی برخی از این نواقص باشد.

برخی از این اشکالات عبارتند از:

- تسهیلات خرید دین در نظام بانکی برای دیون با سررسید کم مناسب است، در حالی که در تشکیل سبدي از دیون می‌توان سررسیدهای مختلفی از دیون را به صورت ترکیبی به سرمایه‌گذاران واگذار نمود؛
- با تشکیل سبدي از دیون، ریسک اعتباری کل سبد را می‌توان کاهش داد و قیمت گذاری بازاری این اوراق با توجه به ریسک اعتباری اسناد تجاری و سایر ریسک‌های متصور برای اوراق صورت می‌گیرد.
- معمولاً بانک‌ها به منظور کنترل ریسک، تمامی دیون اشخاص حقیقی و حقوقی را تنزیل نمی‌کنند، بلکه با شرایط سخت‌گیرانه و با اخذ تضامین، اقدام به خرید دیون می‌نمایند. اما در بازار سرمایه، بانی برای اوراق ضامن در نظر می‌گیرد و خود به عنوان امین، بر وصول مطالبات نظارت دارد؛ بنابراین بانی می‌تواند حجم بیشتری از دیون را به صورت یک‌جا در بازار به فروش برساند؛



انواع اوراق خرید دین

در انتشار اوراق خرید دین، با توجه به نوع بانی که قصد تأمین مالی دارد، اوراق را می‌توان به دو دسته کلی طبقه‌بندی کرد:

الف) بنگاه‌های تجاری

مطالبات بنگاه‌های تجاری تولیدی و خدماتی اغلب ناشی از فروش نسبه کالا و خدمات است. مطالبات مدت‌دار این اشخاص حقوقی را می‌توان ذیل سرفصل اسناد دریافتی در ترازنامه شرکت شناسایی نمود. به عنوان مثال، یک شرکت تولیدی که اقدام به فروش اعتباری محصولات خود می‌کند، به ازای میزان مبلغ نسبه داده شده، چک، سفته و یا سایر اسناد تجاری را از مشتری اخذ می‌کند. این اسناد، گواهی طلبکاری شرکت از مشتری است که به عنوان یک دارایی، قابل واگذاری به شخص ثالث است. مطالبات شرکت‌های تجاری می‌تواند ناشی از قراردادهای فروش اقساطی کالاها، اجاره به شرط تملیک محصولات و یا مطالبات ناشی از خدمات ارائه شده ذیل عقد جعاله قرار گیرد.

ب) مؤسسات مالی تحت نظارت بانک مرکزی

بانک: در بانک‌ها، تسهیلات اعطایی به مشتریان در ترازنامه ذیل سرفصل دارایی‌های جاری ثبت می‌شوند. به عبارت دیگر، تسهیلات اعطایی توسط بانک، یک سند طلبکاری برای بانک ایجاد می‌کند. بانک‌های تجاری معمولاً در قبال اعطای اعتبارات به مشتریان یا اسناد تجاری (از قبیل چک، سفته، ضمانت نامه و ...) دریافت می‌کنند و یا یک دارایی قابل رهن مانند املاک و مستغلات، خودرو و ... را به رهن بانک در می‌آورند. تسهیلات نوع اول را تسهیلات بدون پشتوانه^۱ و تسهیلات نوع دوم را تسهیلات رهنی^۲ می‌گویند.

تسهیلات بانکی به دو دسته کلی تسهیلات مبادله‌ای و مشارکتی طبقه‌بندی می‌شوند. تسهیلات مبادله‌ای به اعتباراتی اطلاق می‌شوند که عقد پایه آن‌ها عقود مبادله‌ای مانند مرابحه، اجاره به شرط تملیک، سلف، جعاله و بیع دین باشد. در این نوع قراردادهای بانک مالک دیون مشتریان است و رابطه مشتری و بانک بدهکاری و بستانکاری تعریف می‌شود. ولی در عقود مشارکتی مانند مضاربه، مشارکت مدنی، رابطه بانک و مشتری رابطه شراکت و عاملیت است و بدهکاری در این رابطه شکل نمی‌گیرد و بانک مالک دین نیست، بلکه مالک سهم‌الشرکه دارایی‌های موضوع قرارداد است.

بنابراین در فرآیند انتشار اوراق خرید دین، بانک‌ها، تسهیلات مبادله‌ای (دارایی‌های دینی به جز سلف) و بدون پشتوانه خود را به شخص ثالث واگذار می‌کنند. در صورتی که بانک بخواهد تسهیلات رهنی خود را از طریق بازار سرمایه به سرمایه‌گذاران واگذار کند، می‌تواند از اوراق رهنی استفاده کند^۳.

شرکت واسپاری: در شرکت‌های واسپاری، این شرکت‌ها در نقش موجر و مالک اقساط اجاره‌بهای پرداخت نشده (مطالبات) ناشی از عقد اجاره هستند. این شرکت‌ها نیز همانند بانک‌ها می‌توانند سببی از تسهیلات اجاره به شرط تملیک خود را در قالب اوراق بهادار به سرمایه‌گذاران واگذار کنند. در این سازوکار، حقوق و تعهدات ناشی از قراردادهای اجاره به شرط تملیک به سرمایه‌گذاران منتقل می‌شود.

1. Unsecured Loan

2. Mortgage Loan

۳. بولتن شماره ۱۸، بهار ۱۳۹۶ به بررسی انتشار اوراق رهنی در بازار سرمایه می‌پردازد.

مزایا و معایب اوراق خرید دین



برخی از مزیت‌های اوراق خرید دین را می‌توان

به صورت زیر بیان کرد:

- (۱) آزادسازی دارایی‌های منجمد در ترازنامه و افزایش نقدینگی بنگاه؛
 - (۲) کاهش ریسک اعتباری برای بانی و ارتقای کیفیت ترازنامه؛
 - (۳) افزایش بازدهی بر دارایی و بازدهی حقوق صاحبان سهام از طریق به‌کارگیری وجوه نقد بنگاه^۱؛
 - (۴) یک روش تأمین مالی، بدون درگیر نمودن سایر دارایی‌های شرکت در فرآیند انتشار اوراق؛
 - (۵) تشکیل سبدي از مطالبات که می‌تواند سررسید هر یک از مطالبات با سررسید اوراق تطابق نداشته باشد.
- به‌رغم مزیت‌های اوراق خرید دین، انتشار این اوراق دارای معایبی نیز می‌باشد که در ادامه به برخی از آن‌ها اشاره می‌شود:
- (۱) انتقال ریسک سایر بازارها به بازار سرمایه و افزایش ریسک سیستمیک بازار سرمایه؛
 - (۲) وجود ریسک اعتباری و ریسک نکول برای سرمایه‌گذاران در صورت عدم وجود تضامین و وثایق کافی؛
 - (۳) نرخ تنزیل اوراق رابطه مستقیمی با نرخ بازدهی بازارهای جایگزین دارد. در صورت بالا بودن نرخ بازدهی مورد انتظار سرمایه‌گذاران و بالا بودن ریسک اعتباری بانی، اوراق با نرخ‌های بالا تنزیل می‌شود و اوراق به قیمت‌های پایین به فروش می‌رسد، در این شرایط، هزینه‌های تأمین مالی بانی برای انتشار اوراق بالا خواهد رفت.
 - (۴) بروز خطر اخلاقی در تشکیل سبد مطالبات. بانی ممکن است تسهیلات و یا مطالبات با رتبه اعتباری پایین را در سبد قابل واگذاری به سرمایه‌گذاران در نظر بگیرد و چون اطلاعات بانی از مشتریان خود بیش از سرمایه‌گذاران است، عدم تقارن اطلاعاتی سرمایه‌گذاران و بانی موجب بروز خطر اخلاقی خواهد شد.

۱. بنگاه با تنزیل دیون خود و تبدیل آن به وجه نقد، منابع را که مجدداً احیا و وجوه نقد بیشتری در اختیار خواهد داشت تا در فعالیت اصلی بنگاه بکارگیرد که در نهایت منجر به ایجاد بازدهی بیشتر برای آن خواهد شد.

سازوکار انتشار اوراق خرید دین



در فرآیند انتشار اوراق خرید دین، بانی (شرکت خصوصی یا دولت) باید سببی از مطالبات واقعی و مدت دار خود را جهت فروش به سرمایه گذاران ساماندهی کند. طبق دستورالعمل انتشار اوراق خرید دین، مطالبات باید مدت دار و ناشی از عقود مبادله ای از قبیل فروش اقساطی، اجاره به شرط تملیک و جعاله (به استثنای سلف) باشد. ثانیاً منع قانونی، قراردادی و یا قضایی در انتقال این مطالبات به شخص ثالث وجود نداشته باشد. همچنین بانی نمی تواند بیش از ۵۰ درصد خالص مطالبات خود را بر اساس آخرین صورت های مالی حسابرسی شده مبنای انتشار اوراق قرار دهد. بانی قبل از انتشار اوراق خرید دین، باید نسبت به انعقاد قرارداد با سایر ارکان اوراق اقدام کند. ارکان این اوراق عبارتند از:

نزد سازمان، نهادهای عمومی، دولت و شرکت ها و مؤسسات دولتی انتخاب شوند. ضامن پرداخت مطالبات را در مواعد مقرر در برابر دارندگان اوراق تضمین می نماید.

متعهدپذیرهنویسی:

از میان شرکت های تأمین سرمایه انتخاب می شود و متعهد می شود که در زمان پذیرهنویسی، میزان اوراق خریداری نشده توسط بازار را خریداری کند.



بازارگردان:

از میان نهادهای مالی انتخاب و به تأیید سازمان می رسد، وظیفه بازارگردان نقدشوندگی اوراق در بازار است.



نهاد واسطه:

شرکت مدیریت دارایی مرکزی به منظور انتشار اوراق، اقدام به تأسیس و مدیریت نهاد واسطه (شرکت با مسئولیت محدود) می نماید.

ضامن:

ضامن می تواند از میان بانک ها، مؤسسات مالی و اعتباری تحت نظارت بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، بیمه های تحت نظارت بیمه مرکزی جمهوری اسلامی ایران، صندوق های بازنشستگی، شرکت های تأمین سرمایه، هلدینگ ها و شرکت های سرمایه گذاری ثبت شده

امین:

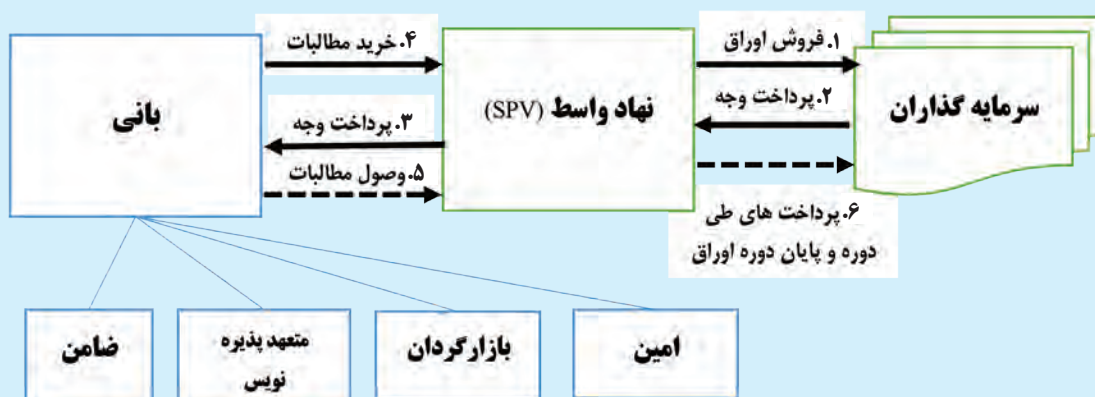
حسابرس بانی است که وظیفه آن حفظ منافع دارندگان اوراق و حصول اطمینان از رعایت مقررات و صحت فرآیند عملیات دریافت مطالبات می باشد. همچنین، بر عملیات عامل وصول نظارت و گزارش آن را در مقاطع مقرر به سازمان بورس ارائه می نماید. ناشر (نهاد واسطه) پس از انتشار



اوراق و جمع‌آوری وجوه، به وکالت از سرمایه‌گذاران اقدام به خرید دین از بانی می‌نماید. لازم به ذکر است، اوراق به قیمت بازار به فروش می‌رسد، که ممکن است بالاتر و یا پایین‌تر از قیمت اسمی اوراق باشد؛ لذا دیون توسط بازار قیمت‌گذاری شده و با توجه به نرخ اسمی اوراق، بازدهی (نرخ تنزیل) سرمایه‌گذار مشخص می‌شود. به عبارت دیگر، بسته دیون (قیمت اسمی اوراق خرید دین) به سرمایه‌گذاران عرضه می‌شود و سرمایه‌گذاران با توجه به نرخ بازده انتظاری و نرخ سود اوراق، اوراق خرید دین را خریداری می‌کنند.

بانی در نقش عامل وصول مطالبات از بدهکاران، به جمع‌آوری مطالبات و پرداخت آن به نهاد واسط اقدام کرده و به‌صورت دوره‌ای، گزارشی درخصوص نگهداری حساب‌ها، دریافت مطالبات و سایر اقدامات اجرایی به سازمان ارائه می‌کند. از آن‌جا که میزان و دوره سررسید مطالبات با پرداخت‌های طی دوره اوراق تطابق ندارد، مطالبات وصول شده توسط بانی و پرداخت نشده به دارندگان اوراق (که متعلق به سرمایه‌گذاران هست)، سرمایه‌گذاری می‌شود و با توجه به نحوه پرداخت‌های اوراق، به صورت زمان‌بندی شده به سرمایه‌گذاران تخصیص می‌یابد.

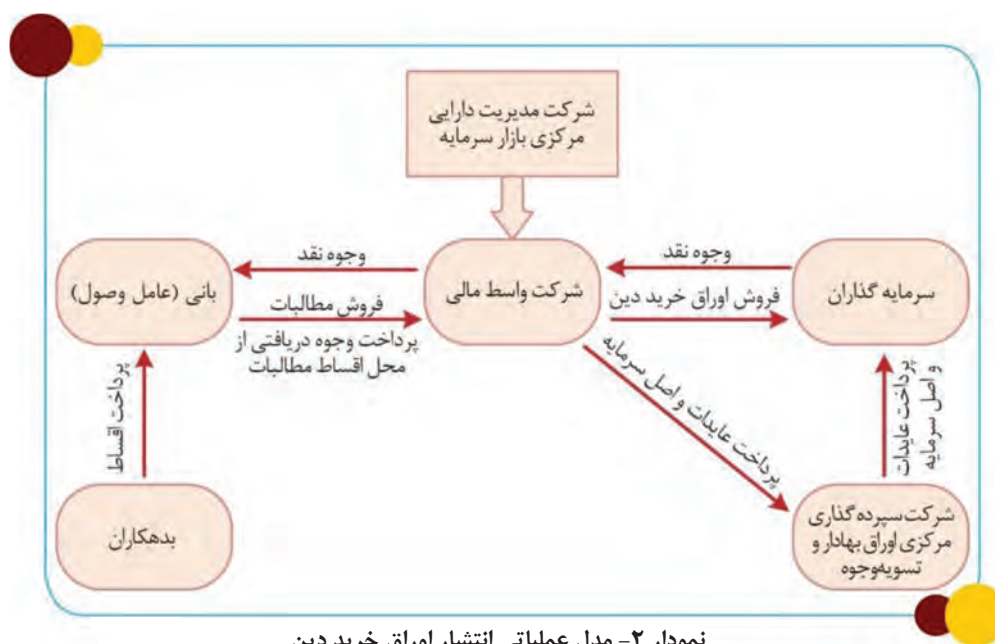
سازوکار انتشار اوراق خرید دین در نمودار ۱ زیر به صورت شماتیک نشان داده شده است:



نمودار ۱- سازوکار انتشار اوراق خرید دین

رویه اجرایی اوراق خرید دین

- در عمل برای انتشار اوراق خرید دین مراحل زیر طی می شود:
 - ۱- ناشر (نهاد واسط) نسبت به انتشار اوراق خرید دین اقدام می کند؛
 - ۲- مبالغ اسمی اوراق از طرف سرمایه گذاری توسط نهاد واسط جمع آوری می شود؛
 - ۳- نهاد واسط مطالبات را از بانی خریداری نموده و وجوه حاصل از انتشار اوراق را در اختیار وی قرار می دهد؛
 - ۴- بدهکاران (گیرندگان تسهیلات) اقساط مربوطه را به بانی پرداخت کرده و بانی این مبالغ را در اختیار نهاد واسط قرار می دهد؛
 - ۵- نهاد واسط از طریق شرکت سپرده گذاری مرکزی و تسویه وجوه اقساط را به سرمایه گذاران می پردازد.
- در نمودار ۲ مدل عملیاتی انتشار اوراق خرید دین نشان داده شده است.



نمودار ۲- مدل عملیاتی انتشار اوراق خرید دین

سابقه انتشار اوراق خرید دین

اوراق خرید دین شرکت سرمایه گذاری مسکن جنوب با نماد «صمسکن ۹۱۲» اولین اوراق خرید دین منتشر شده در بازار سرمایه ایران است که در تاریخ سه شنبه مورخ ۱۳۹۸/۰۳/۲۸ تا روز دوشنبه مورخ ۱۳۹۸/۰۴/۰۳ به مدت پنج روز کاری از طریق بورس اوراق بهادار تهران به روش حراج مورد پذیره نویسی قرار گرفت و سپس معاملات ثانوی آن آغاز شد. این اوراق، در بازار اوراق بدهی بورس اوراق بهادار تهران درج شد.

مبلغ انتشار این اوراق، ۱۳۳/۲ میلیارد ریال و نرخ سود آن ۱۶٪ است. این اوراق به منظور تأمین مالی جهت اجرای پروژه های ساختمانی در دست تکمیل بانی منتشر شده است. سررسید این اوراق ۲۱ ماهه و مواعد پرداخت سود آن هر ماه یکبار از تاریخ پذیرش است. این اوراق از نوع استهلاکی^۱ بوده و سود و بخشی از اصل اوراق در هر ماه به طور همزمان پرداخت می شود. متعهدپذیره نویس و بازارگردان این اوراق شرکت تأمین سرمایه بانک مسکن و ضامن آن بانک مسکن است.

۱. اوراق استهلاکی اوراقی است که اصل و سود اوراق بطور همزمان و تدریجی تا سررسید، به سرمایه گذاران بازپرداخت می شود.

نظر کمیته تخصصی فقهی در مورد اوراق خرید دین

کمیته تخصصی فقهی پس از بحث و بررسی پیرامون انتشار اوراق خرید دین مبتنی بر تسهیلات اعطایی از طریق عقود مبادله‌ای (غیر از سلف) منتهی به مطالبات به این نتیجه رسید که:

۱- بانک‌ها و مؤسسات اعتباری می‌توانند تمام یا بخشی از مطالبات ناشی از تسهیلات منتهی به دین غیر از تسهیلات سلف را که دارای ضمانت‌های معتبر هستند^۱، تبدیل به اوراق بهادار کرده و در بازار سرمایه به فروش رسانند.

۲- اوراق مذکور قابل خرید و فروش در بازار ثانوی است؛ به این معنا که صاحبان اوراق مذکور، سهم مشاع خود از دیون تنزیلی را به قیمت بازار به خریدار ثانوی می‌فروشند.

۳- موضوع تبدیل مطالبات به اوراق بهادار اختصاص به بانک‌ها و مؤسسات اعتباری نداشته و در مورد سایر شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی که از محل واگذاری کالاها و خدمات مطالبات دارند نیز قابل اجرا است؛ بنابراین، با احراز واقعی بودن مطالبات و با لحاظ مدیریت ریسک اعتباری آن‌ها، می‌توان به شرکت‌ها و بنگاه‌های مذکور مجوز تبدیل مطالبات به اوراق بهادار داد.

۴- پذیرهنویسی اوراق خرید دین به قیمت بازار (به صرف یا به کسر از ارزش اسمی)، در حقیقت تعدیل در نرخ تنزیل توسط خریداران اوراق است؛ بنابراین گرچه بانی قیمت اسمی اوراق را برای عرضه پیشنهاد می‌دهد، ولی تحقق بیع پس از کشف قیمت است و بیع دین بر اساس قیمت کشف‌شده در بازار صورت خواهد گرفت.

۱. منظور از این مطالبات، مطالباتی است که هنوز سررسید نشده باشد به عبارت دیگر مطالبات مدت‌دار مقصود است نه سررسید شده.



تحلیل فقهی اوراق خرید دین

ماهیت دین

دین را در ادبیات فقهی می‌توان این‌طور تعریف نمود که: مال کلی ثابت بر ذمه شخص برای دیگری را دین گویند (لنکرانی، ۱۴۲۵ ق، ص ۱۹۰). به عبارت دیگر، دین عبارت است از مالی کلی که ذمه فرد به آن مشغول است؛ خواه سبب آن اختیاری باشد، مانند اشتغال ذمه خریدار به ثمن در بیع نسبه و فروشنده به مثنی در بیع سلف؛ و یا غیر اختیاری باشد، مانند اشتغال ذمه فرد به بدل چیزی که آن را تلف کرده است.

برخی، دین را به آنچه که ذمه بدان مشغول است تعریف کرده‌اند؛ اعم از آن که مال باشد یا حقوق، همچون حقوق الهی از قبیل نماز، روزه و حج که مکلف انجام نداده و ذمه‌اش بدان مشغول است (حلی، ۱۴۰۵ ق، ص ۲۸۳).

برخی، دین را به آنچه که ذمه بدان مشغول است تعریف کرده‌اند؛ اعم از آن که مال باشد یا حقوق، همچون حقوق الهی از قبیل نماز، روزه و حج که مکلف انجام نداده و ذمه‌اش بدان مشغول است

تفاوت دین با قرض در اعم بودن آن است؛ بدین معنا که قرض یکی از اسباب دین به شمار می‌رود؛ زیرا دین - همان‌گونه که گذشت - هر مال کلی‌ای است که بر ذمه فرد ثابت باشد؛ لیکن قرض عبارت است از تملیک مال به دیگری در برابر ضمانت پرداخت مثل یا قیمت آن توسط او، که سبب اشتغال ذمه قرض گیرنده می‌شود. به طلبکار «دائن» و به بدهکار «مدیون» و «مدین» گویند و به هر دو «غریم» اطلاق شده است (مغنیه، ۱۴۲۱ ق، ص ۵).

در ادبیات حقوقی نیز آن را به چیزی که در عهده کسی که ملتزم به ایفاء است، تعریف کرده‌اند که آن را مافی‌الذمه نیز گویند و به اعتبار طلبکار، طلب نامند، چنانکه کسی به دیگری

سیصد تومان بدهکار باشد، سیصد تومان که در ذمه مدیون است، دین گویند (امامی، بی تا، ج ۱، ص ۳۲).

بنابراین تعهد رابطه‌ای بین متعهد (مدیون) و متعهدله (دائن) به وجود می‌آورد که به متعهد له حق می‌دهد مورد تعهد را از متعهد مطالبه بنماید. دین جنبه منفی تعهد است که قائم به مدیون و متعهد باشد، همچنان که طلب جنبه مثبت آن و قائم به دائن است و در این امر هیچ‌گونه نظری به سبب پیدایش آن نیست و فرقی نمی‌نماید که

دین حاصل از عقد باشد یا از شبه عقد یا از جرم حاصل شده باشد یا از شبه آن و یا آن که به وسیله قانون به وجود آمده باشد (امامی، بی تا، ج ۲، ص ۲۰۵).

اقسام دین

دین به حال و مؤجل تقسیم می‌شود. دین حال

دینی است که یا مدت ندارد و یا مدتش سر رسیده شده است و طلبکار حق مطالبه آن را دارد (حال)، و دین مؤجل عبارت است از دین مدت‌دار که پیش از سرآمدن مدت، طلبکار حق مطالبه ندارد (اجل). تعیین مدت در دین مؤجل، گاه از سوی دو طرف عقد است و گاه از سوی شارع؛ مانند تعیین مدتی معین توسط شارع برای پرداخت دیه (سبزواری، ۱۴۱۳ق، ج ۲۱، ص ۷).

خرید دین

بازار انتشار اوراق خرید دین مبتنی بر تسهیلات مبادله‌ای (به جز سلف)، بر اساس قالب فقهی و حقوقی خرید دین (تنزیل دین) شکل می‌گیرد. ماهیت فقهی بازار اولی و ثانوی اوراق خرید دین مبتنی بر دیون، تنزیل دین (خرید دین) است که مورد تأیید مشهور فقهای امامیه و شورای نگهبان





بسیاری از فقهای پیشین و معاصر بر این اعتقادند که بیع دین مطلقاً صحیح است و خریدار، مالک تمام دینی می‌شود که خریداری نموده است. مرحوم صاحب العروه الوثقی در کتاب استفتائات بیع دین را به اقل جایز دانسته و مرحوم بروجردی می‌فرمایند، اگر کسی از دیگری طلبی دارد که از جنس طلا و نقره و چیزهایی که با وزن با پیمانه معامله می‌شود نباشد، می‌تواند آن را به شخص بدهکار یا به دیگری به کمتر بفروشد و وجه آن را نقد بگیرد و این کار که در حال حاضر بین تجار و کسبه معمول است که برات یا سفته‌هایی را که طلبکار از بدهکار گرفته و مدت آن نرسیده است، بانک یا شخص دیگر به کمتر می‌فروشد و پول آن را نقد می‌گیرد، اشکال ندارد چون اسکناس با وزن و پیمانه معامله نمی‌شود. مرحوم خویی نیز بر این اعتقاد است که بیع دین در مقابل موجود صحیح است؛ هرچند ثمن کمتر باشد، در صورتی که ربوی یا همجنس نباشد. همچنین فقهای نظیر تبریزی، وحید خراسانی، سیستانی و زنجانی این معامله را صحیح دانسته و بیان داشته‌اند که مشتری می‌تواند تمام دین را از بدهکار بگیرد. (موسوی‌بجنوردی، ۱۳۸۱ش، ص ۸۶)

امام خمینی(ره) در تحریرالوسیله با خرید و فروش دین موافق هستند. ایشان پس از آن که سفته‌ها را به سفته‌های حقیقی که حاکی از دین واقعی است و سفته‌های صوری تقسیم می‌کنند، بیان می‌دارند که اگر سفته‌های واقعی نزد شخص ثالثی به مبلغی کمتر از مبلغ اسمی که بر ذمه مدیون است تنزیل شود، اشکالی ندارد. (موسوی خمینی، ۱۳۶۳ش، ج ۲، ص ۵۸۱) - (موسویان، ۱۳۸۶ش، صص ۲۰۵-۲۰۴). مبحث مربوط به بیع دین در حقوق ایران عمدتاً در تنزیل اسناد تجاری از طرف بانک‌ها مطرح می‌شود. در حال حاضر از نظر قانونی بر اساس آئین‌نامه موقت

«خرید دین قراردادی است که به موجب آن شخص ثالثی دین مدت‌دار بدهکار را به کمتر از مبلغ اسمی آن به صورت نقدی از وی خریداری می‌کند».
در مورد ماهیت خرید دین باید این طور بیان نمود که این مفهوم در کتب فقهی غالباً با عنوان بیع الدین مطرح است و احکام بیع را بر آن تطبیق داده‌اند

نیز می‌باشد. در بازار ثانوی این اوراق، صاحبان اوراق در واقع سهم مشاع خود از دیون تنزیلی را به قیمت بازار به خریدار ثانوی در قالب تنزیل دین می‌فروشند.

خرید دین در دستورالعمل اجرایی خرید دین مصوب شورای پول و اعتبار در تاریخ ۱۳۹۰/۰۵/۲۵ این طور تعریف شده است که: «خرید دین قراردادی است که به موجب آن شخص ثالثی دین مدت‌دار بدهکار را به کمتر از مبلغ اسمی آن به صورت نقدی از وی خریداری می‌کند».

در مورد ماهیت خرید دین باید این طور بیان نمود که این مفهوم در کتب فقهی غالباً با عنوان بیع الدین مطرح است

و احکام بیع را بر آن تطبیق داده‌اند (نجفی، ۱۴۰۴ ق، ج ۲۴، ص ۳۴۷). شایان ذکر است که دینی که در عقد خرید دین مد نظر است با عینی که قانون‌گذار در تعریف بیع به آن اشاره کرده است، تناسب دارد. به عبارت دیگر، دین می‌تواند مفهومی هم‌سان با عین کلی فی‌الذمه داشته باشد و مشمول عین مشروط در عقد بیع شود.

اقوال فقهاء شیعه در حکم شرعی بیع دین را می‌توان در پنج نظریه زیر تقسیم نمود:

۱- بیع دین حال جایز است ولی بیع دین مؤجل باطل است؛

۲- بیع دین به مدیون جایز است ولی بیع دین به شخص ثالث باطل است؛

۳- بیع دین مؤجل به ثمن حال (نقد) جایز است ولی بیع دین به نحو نسیه به ثمن مؤجل باطل است؛

۴- بیع دین به کمتر و بیشتر جایز است ولی اگر بیع دین به کمتر باشد، مشتری بیش از آنچه به طلبکار پول داده است، نمی‌تواند از بدهکار اخذ کند و ذمه بدهکار از مابقی دین بری می‌شود؛

۵- بیع دین مطلقاً جایز است و خریدار، مالک تمام دینی می‌شود که خریداری کرده است.



دین صوری بوده و تنزیل آن صحیح نخواهد بود. لذا دین صوری که ناشی از معاملات واقعی نیست، از نظر شرعی صحیح نیست ولی دین واقعی که ناشی از معاملات واقعی است، ضمن مشروعیت، تحت ضوابطی از امکان قیمت گذاری و دادوستد در بازار ثانوی نیز برخوردار است.

احکام فقهی به هیچ وجه امکان مبادله و دادوستد مبتنی بر «بدهی صوری» را نداده است و چنانچه دادوستدی مبتنی بر بدهی صوری تحقق یابد، مصداقی از ربا خواهد بود. بنابراین یکی از شروط صحت بیع دین این است که اسناد تجاری که قرار است تنزیل شود، باید حاکی از وجود بدهی حقیقی باشد.

تنزیل اسناد و اوراق تجاری (خرید دین) و مقررات اجرایی آن در چهارصد و هفتاد و یکمین جلسه شورای پول و اعتبار در تاریخ ۱۳۶۱/۸/۲۶ به تصویب رسید و متعاقب آن تأیید شورای نگهبان قانون اساسی با اکثریت آراء مبنی بر عدم مخالفت با شرع و قانون اساسی هیچ مانعی برای تنزیل اوراق و خرید دین وجود نخواهد داشت. از این رو در بانکداری اسلامی، بیع دین از ابزارهایی است که جهت تأمین منابع مورد نیاز واحدهای تولیدی، بازرگانی و خدماتی از طریق تنزیل اسناد و اوراق تجاری متعلق به این قبیل واحدها طبق ضوابط مربوط مورد استفاده قرار می گیرد.

واقعی بودن دین

نکته مهم دیگری که باید آن را در فرآیند انتشار این اوراق مدنظر قرار داد، این است که دین مورد تنزیل باید ناشی از معامله واقعی باشد (حکیم، ۱۴۱۰ق، ج ۲، صص ۷۶-۷۵). در غیر این صورت،

مستثنی بودن تسهیلات سلف

در اوراق خرید دین

همانطور که در متن مصوبه کمیته فقهی بیان شد، بانکها و مؤسسات اعتباری می توانند تمام

مطالبات سلف را تبدیل به اوراق بهادار کرده و در بازار بفروشند، مصداق همان فروش مبیع قبل از سررسید است و جایز نیست. شایان ذکر است که هرچند با سلف موازی می‌توان این مشکل را برطرف کرد ولی از آنجایی که سهم سلف در سبد تسهیلات بانک‌ها پائین است (کمتر از ۱٪) بنابراین پیشنهاد می‌شود تسهیلات متتهی به دین بانک‌ها یا مؤسسات مالی و اعتباری (غیر از سلف) که دارای رهن نزد بانک هستند، بلوک‌بندی و در بازار مالی به فروش برسند.

پذیره‌نویسی اوراق خرید دین

به قیمت بازار

همانطور که در متن مصوبه کمیته فقهی بیان شد، پذیره‌نویسی اوراق خرید دین به قیمت بازار (به صرف یا به کسر از ارزش اسمی)، در حقیقت تعدیل در نرخ تنزیل توسط خریداران اوراق است؛ بنابراین گرچه بانی قیمت اسمی اوراق را برای عرضه پیشنهاد می‌دهد، ولی تحقق بیع پس از کشف قیمت است و بیع دین بر اساس قیمت کشف شده در بازار صورت خواهد گرفت.

پذیره‌نویسی اوراق خرید دین به صرف و کسر نیز از نظر ماهیت فقهی، نوعی تعدیل و تغییر در نرخ تنزیل خواهد بود که منافاتی با کلیات ادله و احکام بیع دین نداشته و از نظر شرعی اشکالی ندارد. توضیح بیشتر این که هرچند برای قیمت مبیع در عقد بیع، پیشنهادی از طرف فروشنده مطرح گردد، اما ممکن است عقد بیع بر اساس قیمت تعادلی در بازار که متفاوت از نرخ اولیه پیشنهادی می‌باشد، منعقد گردد و قیمت مبیع، همان قیمتی خواهد بود که عقد بیع مبتنی بر آن شکل می‌گیرد و خریدار نیز متعهد به پرداخت همان قیمت به عنوان ثمن معامله خواهد بود.

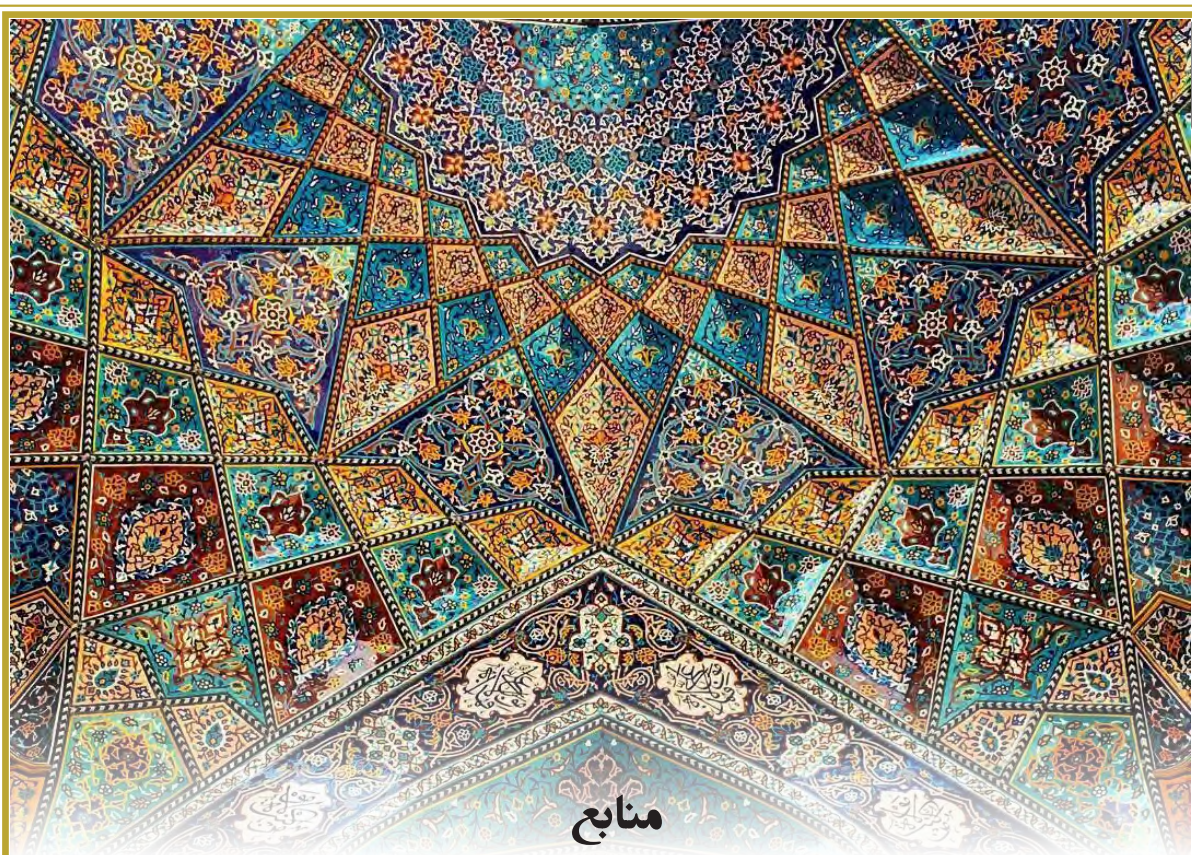
در مورد ماهیت خرید دین باید این طور بیان نمود که این مفهوم در کتب فقهی غالباً با عنوان بیع الدین مطرح است و احکام بیع را بر آن تطبیق داده‌اند. شایان ذکر است که دینی که در عقد خرید دین مد نظر است با عینی که قانون‌گذار در تعریف بیع به آن اشاره کرده است، تناسب دارد. به عبارت دیگر، دین می‌تواند مفهومی هم‌سان با عین کلی فی‌الذمه داشته باشد و مشمول عین مشروط در عقد بیع شود.

یا بخشی از مطالبات ناشی از تسهیلات متتهی به دین غیر از تسهیلات سلف را تبدیل به اوراق بهادار کرده و در بازار سرمایه به فروش رسانند. در تبیین وجه فقهی استثناء شدن سلف در میان تسهیلات متتهی به دین، باید این طور تحلیل نمود که تسهیلات سلف مستثنی است زیرا مطابق با قواعد حاکم بر قرارداد سلف، مبیع قبل از سررسید قابل فروش نیست.

توضیح بیشتر این که گروهی از فقهاء مخالف فروش مبیع پیش از سررسید هستند و فروختن کالای خریداری شده را به سلف به فروشنده و یا به غیر او، قبل از سررسید صحیح نمی‌دانند (نجفی، ۱۴۰۴ق، ج ۲۴، ۳۲۰) و بر عدم صحت بیع سلف قبل سررسید آن، ادعای اجماع شده است. (عاملی، ۱۴۱۷، ج ۴، ص ۴۷۳).

البته برخی فقهاء نیز قائل به جواز بیع کالای سلف قبل از سررسید آن شده‌اند (حائری، ۱۴۱۸هـ، ج ۹، ص ۱۲۸). قائلین به صحت، استدلال نظر خود را این طور بیان می‌کنند که کالای سلف، حق مالی است و لذا فروش آن جایز می‌باشد و نیز ملکیت برای مشتری اول با عقد حاصل می‌شود و فقط حق مطالبه تا سررسید را ندارد و قدرت بر تسلیم کالا را که شرط صحت معامله است نیز به طور اجمالی دارد (حائری، ۱۴۱۸هـ، ج ۹، ص ۱۲۸). شهید اول (ره) و شهید ثانی (ره) راهکار عقد صلح را برای فروش کالای سلف قبل از سررسید، پیشنهاد می‌نمایند و آن را صحیح می‌دانند (شهید اول، ۱۴۱۷هـ، ج ۳، ص ۲۶۱) (شهید ثانی، ۱۴۱۰هـ، ج ۳، ص ۴۲۲).

بنابراین آنچه دلیل استثناء شدن سلف در اوراق خرید دین شده است، جایز نبودن فروش مجدد مبیع سلف پیش از سررسید می‌باشد که به باور اغلب فقهای شیعه و اهل سنت اشکال دارد. از این رو، اگر بانک‌ها یا مؤسسات مالی و اعتباری، بخواهند



منابع

- ۱- امامی، سید حسن، حقوق مدنی، انتشارات اسلامی، تهران: بی تا، ج ۱، ص ۳۲،
 - ۲- حائری، سید علی بن محمد طباطبایی، ریاض المسائل، مؤسسه آل البيت عليهم السلام، قم: ۱۴۱۸ ق،
 - ۳- حکیم، سید محسن طباطبایی، منهاج الصالحین، دار التعارف للمطبوعات، بیروت - لبنان، اول، ۱۴۱۰ ق،
 - ۴- حلی، یحیی بن سعید، الجامع للشرائع، در یک جلد، مؤسسه سید الشهداء العلمیه، قم - ایران، اول، ۱۴۰۵ ق،
 - ۵- هیئت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار، دستورالعمل انتشار اوراق خرید دین، ۱۳۹۶/۰۴/۰۴.
 - ۶- سبزواری، سید عبد الأعلى، مهذب الأحکام، مؤسسه المنار - دفتر حضرت آیه الله، قم - ایران، چهارم، ۱۴۱۳ ق،
 - ۷- عاملی، شهید اول، محمد بن مکی، الدروس الشرعیة فی فقه الإمامیه، دفتر انتشارات اسلامی وابسته به جامعه مدرسین حوزه علمیه قم، قم: ۱۴۱۷ ق،
 - ۸- لنکرانی، محمد فاضل موحدی، تفصیل الشریعة (المضاربة، الشریعة، المزارعة، المساقاة، الذین و...)، مرکز فقه ائمه اطهار عليهم السلام، قم: اول، ۱۴۲۵ ق،
 - ۹- شورای عالی بورس در خصوص اوراق خرید دین، مصوبه در خصوص ابزار مالی «اوراق خرید دین»، ۱۳۹۴/۱۲/۱۱.
 - ۱۰- مغنیه، محمد جواد، فقه الإمام الصادق علیه السلام، مؤسسه انصاریان، قم - ایران، دوم، ۱۴۲۱ ق،
 - ۱۱- موسوی بجنوردی، سید محمد، مجموعه مقالات فقهی، حقوقی و اجتماعی، پژوهشگاه امام خمینی و انقلاب اسلامی، ۱۳۸۱ ش،
 - ۱۲- موسوی خمینی، روح الله، تحریر الوسیله، نشر اسلامی، قم، ۱۳۶۳ ش،
 - ۱۳- موسویان، سیدعباس، ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)، پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، قم: ۱۳۸۶ ش،
- 14- www.cmr.seo.ir
- 15- Moody's Investors Service, 2002. European ABS and WBS Market Summary. International Structured Finance Special Report.



بخشی از دارایی‌های شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی و مالی به صورت حساب‌های دریافتنی در صورت‌های مالی ثبت می‌شوند. این دیون بخشی از دارایی شرکت را تشکیل می‌دهد. یکی از راهکارها تبدیل به نقد کردن مطالبات شرکت، تنزیل دیون مؤجل شرکت است. متناسب با این راهکار برای بنگاه‌های بزرگ اقتصادی و با حجم زیاد مطالبات، انتشار اوراق خرید دین در بازار سرمایه ایران طراحی شده است. اوراق خرید دین یک ابزار مؤثر در تأمین سرمایه کوتاه مدت و میان مدت بنگاه‌های تجاری تولیدی، بانک‌ها و شرکت‌های واسپاری است.



سازمان بورس و اوراق بهادار
مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی
گروه بازارها و ابزارهای مالی

نشانی: تهران / میدان ونک / خیابان ملاصدرا / سازمان بورس و اوراق بهادار / ساختمان شماره ۲ / پلاک ۲۷ / طبقه اول

تلفن: ۰۲۱-۸۴۰۸۳۱۶۳ - www.rdis.ir

مجتبی کاوند
رئیس گروه مالی اسلامی
مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی
شماره تماس: ۰۲۱-۸۴۰۸۳۱۷۷
kavand.m@seo.ir