



سازمان بورس و اوراق بهادار
Securities & Exchange Organization

مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

بررسی امکان انتشار انواع اوراق بهادار
اسلامی با سود شناور

گروه بازارها و ابزارهای مالی

سید امیر حسین اعتصامی

دی ۱۳۹۷



سازمان بورس و اوراق بهادار

مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

گروه بازارها و ابزارهای مالی

عنوان: بررسی امکان انتشار انواع اوراق بهادار اسلامی با سود شناور

تهیه کنندگان: سید امیر حسین اعتصامی

کد گزارش: ۹۷-۰۵-۲۰۱۹

تاریخ گزارش: دی ۹۷

این اثر در گروه بازارها و ابزارهای مالی 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 گروه می‌باشد نه نظرات رسمی سازمان بورس و اوراق بهادار.

بررسی امکان انتشار انواع اوراق بهادار اسلامی با سود شناور

سید امیر حسین اعظمی

چکیده

اوراق با سود شناور و اسناد خزانه مصون از تورم، اوراقی هستند که ارزش اسمی و یا نرخ سود آنها با یک نرخ مرجع مانند تورم، لایبور و ... تعدیل می‌شوند. این نوع اوراق، هم توسط دولت‌ها و هم توسط بخش خصوصی منتشر می‌شود؛ اسناد خزانه محافظت شده در مقابل تورم یکی از ابزارهایی است که دولت‌ها اقدام به انتشار آن می‌کنند. از جمله اهدافی که از انتشار این اوراق دنبال می‌شود عبارتند از: پوشش ریسک تورم و یا ریسک سایر شاخص‌های مرتبط شده با اوراق و ریسک قیمتی اوراق برای دارندگان آن. در این گزارش به معرفی این اوراق و امکان سنجی فقهی انتشار آن در قالب انواع اوراق بهادار اسلامی پرداخته شده است.

کلمات کلیدی: اوراق با سود شناور، اوراق بهادار اسلامی، اوراق مصون از تورم.

فهرست عناوین

۱	مقدمه.....	۶
۲	ادبیات موضوع.....	۷
۲.۱	اسناد خزانه حفاظت شده در مقابل تورم (TIPS).....	۷
۲.۱.۱	عملکرد اوراق TIPS.....	۷
۲.۱.۲	مزایای TIPS.....	۷
۲.۱.۳	مقایسه TIPS و سایر اوراق قرضه.....	۸
۲.۲	اوراق بهادار با نرخ شناور.....	۸
۲.۲.۱	سرمایه‌گذاران در شناورها.....	۹
۲.۲.۲	ناشران شناورها.....	۹
۲.۲.۳	نرخهای مرجع.....	۹
۲.۲.۴	شکاف بازدهی.....	۱۰
۲.۲.۵	نرخ بازده مؤثر اوراق.....	۱۰
۲.۲.۶	شناورهایی با نرخ کف و سقف.....	۱۱
۲.۲.۷	دوره تجدید نرخ.....	۱۱
۲.۲.۸	دوره شمارش روزانه.....	۱۱
۲.۲.۹	دوره پرداخت.....	۱۱
۲.۲.۱۰	سررسید.....	۱۲
۲.۲.۱۱	نرخ بهره و کوپن.....	۱۲
۲.۲.۱۲	ارزشگذاری.....	۱۲
۲.۲.۱۳	مزایا برای سرمایه‌گذاران.....	۱۲
۲.۲.۱۴	ریسک‌ها.....	۱۳
۳	اوراق بهادار اسلامی با سود شناور.....	۱۳

۳۰.۱	کاهش ارزش پول، کاهش قدرت خرید.....	۱۴
۳.۲	اوراق مشارکت.....	۱۶
۳.۲.۱	مزایا.....	۱۸
۳.۲.۲	آثار اوراق مشارکت بر تورم و نقدینگی.....	۱۸
۳.۲.۳	مدل مفهومی اوراق مشارکت با سود شناور.....	۱۹
۳.۲.۴	ماهیت فقهی سود علی الحساب.....	۲۲
۳.۲.۵	مدل عملیاتی اوراق مشارکت با سود شناور.....	۲۲
۳.۲.۶	تسویه اوراق مشارکت در سررسید.....	۲۳
۳.۳	اوراق مربحه.....	۲۴
۳.۳.۱	مدل عملیاتی پیشنهادی (اوراق ترکیبی سلف و مربحه).....	۲۵
۳.۳.۲	مزایای اوراق.....	۲۷
۳.۳.۳	مدل مفهومی اوراق.....	۲۸
۳.۳.۴	استفاده از معاوضه بازده کل.....	۲۹
۳.۴	اوراق اجاره.....	۳۱
۳.۴.۱	انواع اوراق اجاره.....	۳۱
۳.۴.۲	برخی شروط قرارداد اجاره.....	۳۲
۳.۴.۳	راهکارهای پیشنهادی.....	۳۲
۳.۵	اوراق وکالت.....	۳۷
۳.۵.۱	اوراق وکالت با سود شناور.....	۳۸
۳.۶	ضمانت اصل و سود اوراق شناور.....	۳۹
۳.۷	ریسک‌های اوراق شناور.....	۴۰
۳.۷.۱	استفاده از قراردادهای کف و سقف.....	۴۰
	منابع.....	۴۱
	ضمیمه الف؛ نهاد قیمت گذاری اوراق.....	۴۲
	ضمیمه ب؛ مصوبات کمیته تخصصی فقهی.....	۴۴

دولت و نهادهای دولتی با اهداف متفاوتی نسبت به انتشار اوراق مالی اقدام می‌کنند؛ به‌عنوان مثال؛

۱. بانک مرکزی به‌منظور اجرای سیاست‌های انقباضی یا انبساطی اقدام انتشار اوراق مشارکت می‌نماید.
۲. وزارتخانه‌ها و شرکت‌های دولتی وابسته، به منظور تأمین یا تکمیل مالی پروژه‌ها اقدام به انتشار اوراق مشارکت بلند مدت می‌نمایند.
۳. دولت به منظور جبران کسری بودجه و تسویه بدهی‌ها، اقدام به انتشار اوراق مشارکت می‌نماید.

هر چند اوراق مذکور پاسخگوی برخی از نیازهای مالی و تأمین سیاست‌های دولت است، لیکن عدم تنوع اوراق منتشره و نامناسب بودن برخی از اوراق منتشرشده برای پروژه‌های دولتی موجب گردیده که نه تنها اوراق دولتی کارایی بالایی نداشته باشد، بلکه پاسخگوی بسیاری از نیازهای موجود در بخش‌های دولتی نیست.

از طرف دیگر، نرخ سود اوراق سرمایه‌گذاری یکی از عوامل مهم در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و تعدیل قیمت اوراق می‌باشد. مسئله کاهش ارزش پول در اثر تورم باعث گردیده که اوراق بلند مدت و با نرخ سود ثابت، با افت کارایی روبه‌رو شوند. صعودی بودن نرخ تورم در ایران طی سال‌های اخیر و عدم انعطاف سود علی‌الحساب پرداختی اوراق، پیامدهای نامطلوبی را به همراه داشته است؛ عدم جذابیت اوراق برای سرمایه‌گذاری، افزایش هزینه‌های تأمین مالی و تعهد پذیره‌نویسی برای بانی یا ناشر و در نتیجه تحمیل بار تأمین مالی برخی از پروژه‌ها بر روی نظام بانکی و عدم رعایت حقوق واقعی سرمایه‌گذاران از جمله اثرات عدم انعطاف نرخ سود اوراق است. اوراق با نرخ سود شناور و اوراق خزانه حفاظت شده در مقابل تورم، راهکارهایی هستند که در نظام مالی متعارف به منظور تعدیل نرخ سود اوراق با نرخ یک بازار خاص و یا پوشش ریسک تورم بکارگرفته شده است. امکان طراحی اوراق اسلامی با نرخ سود شناور و یا نرخ سود تعدیل‌یافته با نرخ تورم به منظور تأمین مالی بخش‌های دولتی، مسئله‌ای است که در این گزارش قصد پاسخگویی به آن را داریم.

به منظور طراحی اوراق با نرخ سود شناور در تأمین مالی بخش‌های دولتی، ابتدا باید نیازهای واقعی آن بخش شناسایی گردد و متناسب با کارکردهای اوراق بهادار اسلامی نسبت به طراحی اوراق مناسب اقدام گردد.

هر یک از اوراق بهادار اسلامی بر اساس یک عقد پایه‌ای مانند مشارکت، اجاره، مرابحه، مضاربه و ... طراحی می‌شوند. لذا برای بررسی فقهی شناور نمودن سود اوراق بهادار اسلامی، نخست به بررسی قابلیت قرارداد پایه در طراحی الگوی اوراق شناور پرداخته می‌شود و سپس مدل عملیاتی مرتبط ارائه می‌گردد. در ادامه سازوکار اوراق حفاظت شده در مقابل تورم (TIPS) و اوراق با نرخ سود شناور معرفی می‌شود و سپس مدل‌های عملیاتی پیشنهادی برای اوراق مشارکت، مرابحه، اجاره و وکالت با سود شناور تعدیل شده بر اساس تورم یا سایر نرخ‌های موجود مورد تحلیل قرار خواهد گرفت.

۲ ادبیات موضوع

۲.۱ اسناد خزانه حفاظت شده در مقابل تورم (TIPS)^۱

اسناد خزانه حفاظت شده در مقابل تورم، اوراق دولتی با همان کارکردهای اسناد خزانه متعارف هستند که ارزش اسمی آن متناسب با نرخ تورم طی دوره مشخص شده، تعدیل می‌شود. برای بسیاری از سرمایه‌گذاران، اوراق محافظت شده در مقابل تورم (اوراقی که در مقابل افزایش سطح عمومی قیمت‌ها یا شاخص مصرف کننده (CPI)^۲ مصون می‌باشند)، یک راهکار مؤثر برای بیمه شدن در مقابل تورم است. اوراق خزانه حفاظت شده در مقابل تورم، یکی از جذابترین اوراق با این کاربرد هستند. از سال ۱۹۹۷ اوراق خزانه حفاظت شده در مقابل تورم رشد قابل توجهی یافت و در سال ۲۰۰۸ در حدود ۱۰ درصد از بازار اوراق بدهی خزانه آمریکا را به خود اختصاص داده بود.

۲.۱.۱ عملکرد اوراق TIPS

TIPS اوراقی هستند که توسط خزانه‌داری آمریکا منتشر می‌شوند. ارزش اسمی این اوراق بصورت دوره‌ای با تغییرات نرخ تورم تعدیل می‌شوند و خزانه‌داری سپس بر اساس ارزش اسمی تعدیل یافته، بهره اوراق را پرداخت می‌کند. جریانات پرداختی بهره اوراق به تدریج در طول مدت افزایش نرخ تورم، افزایش پیدا می‌کند. در سررسید، یک سرمایه‌گذار در اوراق TIPS اصل ارزش اسمی سرمایه‌گذاری به اضافه مجموع تمامی تعدیلات تورمی از زمان انتشار اوراق را دریافت خواهد کرد. به عنوان مثال، فرض کنید، ۱۰۰۰ دلار در TIPS ۱۰ ساله با نرخ کوپن ۲ درصد سرمایه‌گذاری کرده‌اید. اگر در سال آینده نرخ تورم ۳ درصد باشد، ارزش اسمی به ۱۰۳۰ دلار افزایش می‌یابد و بهره پرداختی سالانه ۲۰۶۰ دلار (۲٪ اصل تعدیل یافته) خواهد بود. در فضای تقلیل سطح عمومی قیمت‌ها، عکس این قاعده نیز برقرار می‌باشد. ارزش اسمی و بهره پرداختی باید همگام با افت هزینه کالا و خدمات کاهش یابد.

۲.۱.۲ مزایای TIPS

۱. سرمایه‌گذاری در TIPS، نرخ بازدهی واقعی را به همراه خواهد داشت. در حالی که نرخ بازدهی دیگر اوراق قرضه متعارف با ثابت نگه داشتن ارزش اسمی سرمایه‌گذاری، نرخ اسمی می‌باشد.
۲. TIPS بالقوه یک ابزار مؤثر در تنوع سازی پرتفوی است. چون TIPS همبستگی کمی با دیگر انواع سرمایه‌گذاری‌ها دارد، موجب کاهش نوسان تمامی پرتفوی می‌شود.
۳. TIPS این اطمینان را برای دولت بوجود می‌آورد که سرمایه‌گذاران در سررسید، هرگز کمتر از ارزش اسمی اصلی اوراق قرضه دریافت نخواهند کرد؛ حتی هنگامی که پدیده کاهش تورم و افت قیمت‌ها رخ دهد.

^۱ Treasury Inflation Protected Securities

^۲ Consumer Price Index

۴. این اوراق عامل بالقوه‌ای در جهت تخمین انتظارات تورمی هستند. تفاضل میان بازده اسمی اوراق خزانه عادی و اوراق خزانه حفاظت شده در مقابل تورم که به نام «نقطه سر به سری تورم»^۱ یا «جبران تورم»^۲ شناخته می‌شود، شاخصی برای تخمین انتظارات بازار برای تورم است.

۲.۱.۳ مقایسه TIPS و سایر اوراق قرضه

ریسک؛

TIPS به دلیل وجود ضمانت دولت، دارای ریسک اعتباری نمی‌باشند. ولی مانند سایر اوراق، در معرض ریسک نرخ بهره هستند. البته در زمانی که نرخ تورم افزایش داشته باشد این اوراق عملکرد بهتری خواهند داشت چون اصل سرمایه افزایشی خواهد بود، بنابراین رغبت سرمایه‌گذاران و در نتیجه نقدینگی، تقاضا و قیمت این اوراق افزایشی می‌باشد؛ ولی در شرایط افت سطح عمومی قیمت‌ها ممکن است عملکرد مثبتی را به همراه نداشته باشد.

بازدهی؛

اختلاف بازدهی اوراق خزانه عادی و حفاظت شده در برابر تورم، بستگی به اندازه صرف ریسک تورم و شکاف میان تورم انتظاری و تورم واقعی دوره قبل دارد.

بازدهی اسمی اوراق خزانه = بازدهی واقعی + نرخ تورم انتظاری + صرف ریسک تورم

بازدهی اسمی TIPS = بازدهی واقعی + نرخ تورم واقعی دوره قبل

بر اساس شرایط اکثر اقتصادها و بازارها، تورم انتظاری و تورم واقعی دوره گذشته در افق زمانی کوتاه مدت انحراف قابل ملاحظه‌ای نداشته‌اند. بنابراین، اندازه صرف ریسک تورم عامل مهمی در تفاوت میان بازدهی اوراق خزانه متعارف و TIPS است. اندازه صرف ریسک تورم وابسته به سطح نااطمینانی سرمایه‌گذار در رابطه با تورم است. نوسانات تورم واقعی نشانگر این نااطمینانی است.

عوامل دیگری نیز بازدهی این اوراق را تحت تاثیر قرار می‌دهد. به عنوان مثال، کاهش نقدینگی TIPS، ممکن است به منظور جبران ریسک نقدینگی سرمایه‌گذار منجر به افزایش اندک بازدهی این اوراق گردد.

۲.۲ اوراق بهادار با نرخ شناور

اوراق با نرخ شناور که همچنین با نام «شناورها» نیز شناخته شده‌اند، یک سرمایه‌گذاری با پرداخت‌های سود شناور یا تعدیل سود بر اساس یک معیار از پیش تعیین شده می‌باشد. شناورها اولین بار در خلال دوره نوسانات شدید نرخ بهره در اواخر دهه ۱۹۷۰ منتشر گردید.

شناورها ممکن است با هر معیاری مرتبط شوند و پرداخت بهره آن بر اساس یک فرمول متغیر باشد. عموماً کوپن پرداختی این اوراق برابر با نرخ بهره منعطف یا تغییر در یک شاخص معین در طول یک مدت زمان تعریف شده است؛

¹ Breakeven Inflation

² Inflation Compensation

مانند تغییر شاخص قیمت مصرف کننده (CPI) در طی سال‌های متوالی به اضافه یک میزان دامنه سود ثابت که بر اساس یک صدم یک درصد^۱ بیان می‌شود.

۲.۲.۱ سرمایه‌گذاران در شناورها

سرمایه‌گذاری که معتقدند که نرخ‌های سود و یا نرخ تورم ممکن است افزایش یابد و یا کسانی که نرخ‌های کوتاه‌مدت و کم را ترجیح نمی‌دهند. در این اوراق سرمایه‌گذاری می‌کنند. سرمایه‌گذارانی که تعهدات آنها بر اساس یک نرخ یا شاخص خاصی تعریف شده است می‌توانند برای اطمینان از ایفای تعهدات خود در اوراقی با شاخص مربوط سرمایه‌گذاری کنند.

۲.۲.۲ ناشران شناورها

نهادهای اقتصادی وابسته به دولت و شرکت‌ها به عنوان بخشی از استراتژی تأمین بودجه خودشان از اوراق با نرخ شناور استفاده می‌کنند. نهادهایی که در پرتفوی سرمایه‌گذاری‌شان شاخص خاصی قرار دارد، می‌توانند بر اساس آن شاخص اقدام به انتشار اوراق شناور نمایند.

۲.۲.۳ نرخ‌های مرجع

برخی نرخ‌های مورد استفاده در اوراق با نرخ بهره شناور که معرف به «نرخ مرجع»^۲ هستند عبارتند از:

۱. شاخص پایداری سررسید اوراق خزانه (CMT)^۳
۲. شاخص هزینه صندوق‌ها (COFI)^۴
۳. ترکیب اوراق تجاری فدرال رزرو (CP)^۵
۴. نرخ فد فاند^۶
۵. نرخ لایبور (نرخ بین بانکی لندن که برای دلار آمریکا و دیگر ارزهاست که بصورت سه، شش ماهه و سالانه اعلام می‌شود)
۶. نرخ پایه^۷
۷. نرخ‌های اوراق خزانه^۸ (بصورت سه ماهه، شش ماهه و سالانه می‌باشد)
۸. نرخ ارز مبادلاتی با نرخ بهره خارجی^۱

¹ Basis Point

² Reference Rate

³ Constant Maturity Treasury Index

⁴ Cost of Funds Index

⁵ Federal Reserve Commercial Paper Composite

⁶ Fed Funds Rate

⁷ Prime Rate

⁸ Treasury Bill Rates

۹. نرخ شناور ممکن است مجموعه‌ای ترکیبی از موارد بالا باشد؛ مثلاً نرخ پایه منهای CMT ده ساله به علاوه نرخ لایبور سه ماهه.

۱۰. نرخ تورم یا شاخص قیمت مصرف‌کننده (CPI)

۲.۲.۴ شکاف بازدهی

بازده شناورها معمولاً بر اساس یک صدم درصد^۲ بازدهی از شاخص معینی بیان می‌شود. عموماً در شناورها، به فاکتور متغیر مانند نرخ اوراق خزانه یک مقدار مازادی اضافه می‌شود (مثلاً نرخ بهره ترکیبی از نرخ اوراق خزانه به اضافه ۴۰ صدم درصد خواهد بود). همچنین در برخی از شاخص‌ها مانند نرخ پایه، در تعیین سود شناور مقداری از آن کاسته می‌شود (مانند نرخ پایه منهای ۲۴۰ صدم درصد). به‌طور معمول، قسمت نرخ ثابت هنگامی گذاشته می‌شود که قیمت‌گذاری اوراق بر اساس نرخ متغیر انجام شده باشد و مقدار ثابتی از نرخ سود تا سررسید مد نظر اوراق، باقی مانده باشد. بنابراین تغییر نرخ‌های بهره، تأثیرش بر روی بهره‌های متغیر پرداختی اوراق می‌باشد و بر روی نرخ‌های ثابت تأثیری ندارد.

۲.۲.۵ نرخ بازده مؤثر اوراق

هنگامی که اوراق با نرخ شناور در قیمتی غیر از قیمت پذیره‌نویسی^۳ خریداری شود، اختلاف میان قیمت خرید و پذیره‌نویسی به درصد تبدیل می‌شود و به مدت زمان باقیمانده اوراق تنزیل می‌شود تا نرخ بازدهی مؤثر^۴ محاسبه گردد. این بازدهی با عناوینی همچون «حاشیه تخفیف»^۵ و «بازدهی برای مدت حیات»^۶ نیز شناخته می‌شود. این نکته حائز اهمیت است که چون نرخ‌های کوتاه‌مدت معمولاً کمتر از نرخ‌های بلند مدت است، کوپن اولیه یک شناور علی‌القاعده باید کمتر از اوراق با نرخ ثابت در سررسیدهای مشابه باشند. شناورها را می‌توان با اختیار فراخوانی یا عدم اختیار فراخوانی طراحی نمود. اگر ناشر اوراق با اختیار فراخوانی برای ناشر منتشر کند، فرصتی برای ناشر وجود خواهد داشت که مبلغ اصل اوراق را به دارنده آن پرداخت کند و پرداخت سودها را متوقف کند.

¹ Foreign Interest Rate or Currency Exchange Rate

² Basis Points

³ Face Value

⁴ Effective Yield

⁵ Discount Margin

⁶ Spread for Life

۲.۲.۶ شناورهای با نرخ کف^۱ و سقف^۲

بسیاری از شناورها با «کف» یا «سقف» یا هر دو منتشر می‌شوند. یک «سقف» حداکثر نرخ بهره‌ای است که ناشر بدون توجه به میزان افزایش نرخ مرجع بهره اوراق، باید بپردازد. بنابراین ناشر در قبال افزایش هزینه‌های بهره محافظت می‌شود.

بالعکس، یک «کف»، حداقل نرخ است که اگر کوپن معین شده بوسیله نرخ مرجع پایین‌تر از آن هم باشد، ناشر باید آن را بپردازد. بنابراین سرمایه‌گذاران در مقابل کاهش سود محافظت می‌شوند.

۲.۲.۷ دوره تجدید نرخ

نرخ بهره در شناورها ممکن است بصورت روزانه، هفتگی، ماهانه، فصلی، شش ماهه یا سالانه تجدید شوند. در برخی موارد، دوره تجدید بر اساس شاخص استفاده شده در نرخ شناور باید مشخص گردد. به عنوان مثال، شناورهای بر پایه فدانده، روزانه تجدید می‌شوند؛ چون این نرخ، نرخ بهره شبانه^۳ تبادلات بین بانکی است. در حالی که شناورهای اوراق خزانه معمولاً هفتگی بر اساس نوسانات نرخ اوراق خزانه تعدیل می‌شوند. برخی از اوراق نیز نرخشان بر اساس تاریخ قبلی پرداخت کوپن معین می‌گردد.

شناورهایی با دوره تجدید طولانی‌تر ممکن است حساسیت بیشتری نسبت به نرخ بهره داشته باشند و تغییرات قیمتی بیشتری را متحمل شوند.

۲.۲.۸ دوره شمارش روزانه

اوراق با نرخ شناور معمولاً برای محاسبه تعداد روزها در دوره پرداخت بهره از نسبت‌های ماه به سال ($30/360$)، (روزهای واقعی / روزهای واقعی)، ($360/360$) روزهای واقعی استفاده می‌کنند.

به عنوان مثال اوراقی با قرارداد ($30/360$) هر ماه را ۳۰ روز و هر سال را ۳۶۰ روز مفروض می‌گیرد. در نتیجه نرخ بهره متعلقه به اوراق بصورت روزانه، یعنی $1/360$ ام نرخ بهره اسمی، و بر اساس تعداد روزهای دوره پرداخت بهره مشخص می‌گردد؛ مثلاً در ۳۱ امین روز ماه بهره بر اساس ۳۰ روز محاسبه می‌شود. در مورد روزهای واقعی نیز، روزهای واقعی ماه یا سال در نسبت قرار می‌گیرد.

۲.۲.۹ دوره پرداخت

پرداخت‌های بهره شناورها ممکن است بصورت ماهانه، فصلی، شش ماهه یا سالانه باشد. بهره در شناورها معمولاً بصورت مرکب نیست ولی این بسیار رایج است که بسیاری از سرمایه‌گذاران برای درآمد بیشتر از استراتژی سرمایه

¹ Floors

² Caps

³ Overnight Rate

گذاری مجدد استفاده می‌کنند. سرمایه‌گذاری مجدد در نرخ‌های بهره بالاتر، بالقوه تأثیر مرکب شدن نرخ بهره را به همراه دارد.

۲.۲.۱۰ سررسید

شناورها با هر سررسیدی ممکن است منتشر شوند. اوراق با سررسیدهای طولانی‌تر معمولاً حاشیه بازدهی کمتری را به همراه دارد. در اوراق با نرخ ثابت، حاشیه بازدهی بر اساس نرخ جبران ریسک اعتباری و ریسک نرخ بهره برای سرمایه‌گذاران در طول عمر اوراق منتشره می‌باشد. ولی حاشیه بازدهی برای سررسیدهای طولانی مدت در اوراق با نرخ شناور می‌تواند بازتاب احتمال تغییر اعتبار به درجه‌های پایین‌تر و حرکت نرخ بهره باشد.

۲.۲.۱۱ نرخ بهره و کوپن

چون پرداخت بهره در نرخ‌های شناور بر اساس یک فرمول خاص به یک شاخص گره خورده است، بهره پرداختی واقعی ممکن است کمتر از نرخ پرداختی اوراق بدهی متعارف با نرخ ثابت باشد.

شناورهای مرتبط با شاخص‌هایی مانند COFI یا نرخ پایه، که با وقفه‌ای پس از بازار عمل می‌کنند، ممکن است در شرایطی که نرخ‌ها کاهشی است، این اوراق عملکرد بهتری داشته باشند. در مقابل، شناورهایی که شاخص‌های منطبق بر بازار دارند، مانند نرخ لایبور، ممکن است در شرایطی که نرخ‌های صعودی باشند عملکرد بهتری نشان دهند.

۲.۲.۱۲ ارزش‌گذاری

ارزش بازار ثانویه این اوراق وابسته به نوسانات شاخص پایه، مدت زمان باقیمانده تا سررسید، میزان اوراق منتشره، نرخ بهره بازار و کیفیت اعتبار و شرایط ناشر است. هر کدام از این عوامل پویا می‌باشند و نتیجه آن می‌تواند کاهش یا افزایش ارزش بازار باشد. عامل عرضه و تقاضا نیز از جمله عواملی است که بر قیمت تمامی اوراق مؤثر است.

۲.۲.۱۳ مزایا برای سرمایه‌گذاران

شناورها این امکان را برای سرمایه‌گذاران فراهم می‌کند که بازدهی بالاتری در نرخ‌های رایج کوتاه مدت به دست آورند. همچنین امید آن را داشته باشند که با افزایش نرخ‌های آتی از سود آن منتفع گردند.

ارزش اوراق قرضه با نرخ ثابت با افزایش نرخ بهره کاهش می‌یابد و بالعکس با کاهش نرخ بهره قیمت اوراق افزایش می‌یابد. در واقع نوسان قیمت اوراق با درآمد ثابت جبرانی برای اختلاف میان نرخ ثابت کوپن و نرخ‌های بهره رایج است.

چون هنگامی که نرخ های بازار تغییر می کند نرخ کوپن شناورها نیز تغییر می کند قیمت این اوراق معمولاً کمتر از قرضه با نرخ ثابت در همان سررسید نوسان می کند.

نرخ شناور اوراق بهادار به سرمایه گذاران اجازه خواهد داد تا جریان نقدی دارایی و بدهی خود را هماهنگ کنند.

۲.۲.۱۴ ریسک ها

شناورها ممکن است با سقوط نرخ ها، شکل گیری تقاضا یا بحران یا جهش ناگهانی بازار، عملکرد نامطلوبی داشته باشند. البته از ریسک های خاص این اوراق می توان به موارد ذیل اشاره نمود.

۱. ریسک پایه^۱

مبنا عموماً اختلاف میان دو شاخص در نظر گرفته می شود. ریسک مبنا عبارتست از احتمال اینکه این اختلاف بصورت غیر قابل پیش بینی تغییر یابد. به عنوان مثال، اگر یک سرمایه گذار تعهداتی داشته باشد که با یک شاخص خاص، فرضاً نرخ اوراق خزانه، گره خورده باشد و این تعهدات را با دارایی هایی که با شاخص دیگری، مانند لایبور، گره خورده است هماهنگ کرده باشد، در صورتی که این دو نرخ در خلاف جهتی که سرمایه گذار انتظار داشته حرکت کند، یا نرخ تغییرات آنها متفاوت باشد، سرمایه گذار با ریسک پایه (یا ریسک مبنا) مواجه است.

۲. ریسک اعتباری

یکی از ریسک های این اوراق همانند اوراق با درآمد ثابت، عدم توانایی ناشر در تعهد به پرداخت هاست. تغییر در رتبه اعتباری ناشر می تواند باعث کاهش یا افزایش ارزش بازاری و به تبع آن، نوسان ارزش پرتفوی سرمایه گذار شود.

۳. ریسک فراخوانی^۲

اگر اوراق شناور از نوع با قابلیت فراخوانی باشد، قابلیت آن را خواهد داشت که ناشر قبل از سررسید، آن را بازخرد کند. سرمایه گذار ممکن است نتواند وجوه خود را در اوراق شناوری با همان سررسید سرمایه گذاری کند.

۳ اوراق بهادار اسلامی با سود شناور

با توجه به تعاریف ارائه شده از اوراق حفاظت شده در برابر تورم و اوراق با نرخ شناور، بطور کلی سود شناور اوراق بر دو مبنا قابل تصور است:

(۱) ارزش اسمی اوراق ثابت باشد و نرخ پرداختی اوراق که درصدی از ارزش اسمی است شناور باشد. در این حالت نرخ مرجع به نرخ سود گره خورده است.

^۱ Basis Risk

^۲ Calling Risk

۲) ارزش اسمی با توجه به نرخ تورم تعدیل شود، ولی نرخ پرداختی ثابت باشد. در این حالت نرخ مرجع به اصل سرمایه اولیه گره خورده است.

نتیجه هر دو روش، شناور شدن سود پرداختی اوراق خواهد بود. در این گزارش، هدف شناسایی سود واقعی اوراق بهادار اسلامی در مقاطع زمانی معین است؛ با توجه به شرایط اقتصادی ایران و وجود آمار قابل استناد و مرجع در مورد تورم، منطقی‌ترین نرخ مرجع در تعدیل نرخ سود اوراقی مانند مشارکت و اجاره که دارایی پایه همبستگی بالایی با تورم دارد، نرخ تورم یا شاخص قیمتی مصرف‌کننده است. در حال حاضر، بانک مرکزی و مرکز آمار ایران دو منبع رسمی در اعلام نرخ تورم می‌باشند. بنابراین می‌توان با استناد بر آمار منتشره این دو مرجع نسبت به تعدیل نرخ سود اقدام نمود.

۳.۱ کاهش ارزش پول، کاهش قدرت خرید

اقتصاد قرن اخیر به ویژه در کشورهای در حال توسعه با پدیده نرخ‌های تورم دو رقمی رو به رو بوده است و این پدیده موجب کاهش ارزش پول و پدیدار شدن مشکلات حقوقی و اقتصادی پیچیده‌ای در معاملات مدت‌دار می‌گردد. فروشنده‌ای که اجناس خود را به صورت نسبه فروخته بود، حال می‌بیند به‌خاطر تورم، همان جنس را با همان قیمت نمی‌تواند از عمده فروش خریداری کند. طلبکاری که به جهات گوناگونی همچون اختلاف حقوقی، امتناع بدهکار از پرداخت، ناتوانی بدهکار برای مدت زمان طولانی، نتوانسته طلب خود را وصول کند، متوجه می‌شود مبلغ اسمی قابل دریافت در مقابل ارزش واقعی طلب، تفاوت فاحش دارد.

انگیزه مطرح کردن اوراق با سود شناور در بازار سرمایه، تغییر سطح قیمت‌ها و به عبارت بهتر به وجود آمدن تورم در جامعه است. توضیح بیشتر این که با به وجود آمدن فضای تورمی در اقتصاد جامعه، پول ارزش خود را از دست داده و به تبع آن قدرت خرید افراد با توجه به میزان تورم کاهش می‌یابد. در نتیجه، قراردادهای بلند مدتی که در این شرایط اقتصادی با نرخ‌های معین و ثابت منعقد می‌شود، ارزش واقعی روز انعقاد قرارداد را ندارند. به‌عنوان مثال، ارزش مبلغ ثمن قرارداد، در دراز مدت کاهش یافته و ثمن ثابت و معین، بازتاب ارزش واقعی قرارداد را ندارد و لذا دریافت‌کننده ثمن با توجیه اقتصادی کمتری نسبت به قرارداد مواجه خواهد شد.

با توجه به همین پدیده اقتصادی، نظریه جبران کاهش ارزش پول از سوی برخی اقتصاددانان مطرح می‌باشد که بیان‌گر این موضوع است که این تفاوت ارزشی که در اثر تورم در قیمت‌ها رخ می‌دهد باید در قراردادهای اقتصادی جبران شود. از همین رو بحث شرعی بودن جبران کاهش ارزش پول نیز در بین فقهاء مطرح شد.

در مورد شرعی بودن جبران کاهش ارزش پول نظریات مختلفی از سوی فقهاء بیان شده است؛ شاخص این نظریات، مربوط به مخالفین و موافقین آن می‌باشد. برخی از فقهاء زیاده‌ای را که برای جبران کاهش ارزش پول پرداخت می‌شود را مصداق ربا و باطل می‌دانند.

از طرف دیگر، برخی از فقهاء، تغییر در ماهیت پول در سال‌های اخیر و فرآیند تکاملی تبدیل نقدین (طلا و نقره) به اسکناس و اعتبار را به خوبی مدنظر دارند. این علما، هماهنگ با کارشناسان اقتصادی، اعتبار پولی یا ارزش یک قطعه اسکناس را در قدرت خرید آن اعلان می‌کنند. به نظر ایشان چون فلسفه وجودی پول، بیان ارزش‌ها و مشخص نمودن

نسبت‌های مختلف ارزش بین کالاها و خدمات می‌باشد، بنابراین باید در دیون، مهریه و ... ارزش و قدرت خرید حقیقی پول مورد ملاحظه قرار گیرد.

آیت‌الله حسین نوری همدانی در پاسخ به پرسش کمیسیون امور قضایی و حقوقی مجلس شورای اسلامی بیان می‌دارند که: «از آن‌جا که پول رایج هر عصر و زمان مبین ارزش‌ها و نشانگر نسبت‌های مختلف بین کالاها و خدمات است و اساساً فلسفه وجودی پول نیز از همین اصل نشأت می‌گیرد، لذا به نظر حقیر لازم است به طور کلی در باب دیون و جنایات و ضمانات ارزش‌ها و قدرت خریدها را - که در زمان‌های مختلف متفاوت می‌شود - همیشه در نظر بگیریم و به حساب بیاوریم تا راه توجه ضرر و زیان را نسبت به داین و مجنئ علیه و مضمون له مسدود سازیم. البته تعیین کمیت و مقدار آن در زمان تأدیه باید با نظر متخصص باشد».^۱

به عقیده این گروه از فقهاء خاصیت پول چیزی جز حفظ ارزش و مالیت نمی‌باشد. بنابراین وقتی در طول زمان بر اثر تورم ارزش و مالیت آن کاهش پیدا کند یا از بین برود، در دیون و روابط مالی - پولی، باید جبران گردد. پول‌های کاغذی با کالا و متاع فرق دارد و نمی‌توان آن‌ها را در زمره کالا برشمرد؛ بلکه فقط واسطه مبادله کالاها می‌باشند و ارزش آن‌ها به قدرت خرید آن‌هاست.

بنابراین چون پول‌های کاغذی کالا و متاع نیستند و واسطه مبادلات کالا می‌باشند، ارزش آن‌ها با لحاظ قدرت خرید آن‌ها می‌باشد. لذا بنابر احتیاط واجب چه در مهر و چه در قرض و ثمن معامله باید قدرت خرید آن‌ها در وقت پرداخت با مقایسه به قدرت خرید در وقت عقد ملاحظه شود.^۲

نکته قابل توجه دیگری که در این مسأله جای تأمل دارد این است که ادای دین یک امر عرفی است. در فضای تورمی و هنگامی که ارزش پول کاهش پیدا می‌کند، باید دید عرف چه چیزی را ادای دین می‌داند. اگر کاهش ارزش پول شدید باشد، یقیناً عرف وقتی مدیون را بری‌الذمه می‌شمارد که ارزش حقیقی پول را ملاک قرار دهد و آن را به داین پرداخت نماید. در غیر این صورت، یعنی اگر مدیون ارزش اسمی را پرداخت کند، عرف عام او را بری‌الذمه نمی‌داند. این امر در عرف دنیا در مورد سپرده‌های بانکی و سایر پرداخت‌های پولی - مالی نیز مورد توجه است. حضرت آیت الله مکارم شیرازی در این مورد می‌فرماید: «اگر تورم در زمان کوتاه و مقدار معمولی باشد، محاسبه نمی‌شود؛ چرا که همیشه تغییراتی در اجناس و قدرت خرید پول پیدا شده و می‌شود و سیره مسلمانان و فقهاء بر عدم محاسبه تغییرات جزئی بوده است، ولی اگر تورم شدید و سقوط ارزش پول زیاد باشد تا آن حد که در عرف پرداختن آن مبلغ ادای دین محسوب نگردد، باید بر اساس وضع حاضر محاسبه کرد و در این مسأله تفاوتی میان مهریه و سایر دیون نیست».^۳

شایان ذکر است که لزوم رعایت قاعده عدل و قسط و عدم ظلم در حق دیگران از اموری است که عرف، عقل، اجماع، آیات و روایات بر آن تأکید و تصریح دارند و از امور ضروری و بدیهی دین اسلام می‌باشد. در هر مورد از امور زندگی از جمله در باب دیون و معاملات این قاعده باید مراعات گردد. رعایت این قاعده هنگامی که ارزش پول کاهش شدیدی

^۱ - پاسخ به نامه شماره ۸/ ۶۱۹/ ۵۶ - د. کمیسیون امور قضایی و حقوقی مجلس شورای اسلامی

^۲ - آیت‌الله منتظری، پاسخ به نامه شماره ۹/ ۶۱۹/ ۵۶، د. کمیسیون امور قضایی و حقوقی مجلس شورای اسلامی، مورخه ۱۸/ ۷/ ۱۳۷۵.

^۳ - پاسخ به نامه شماره ۵/ ۶۱۹/ ۵۶، د. مورخ ۱۸/ ۷/ ۱۳۷۵، کمیسیون امور قضایی و حقوقی مجلس شورای اسلامی.

پیدا کند، در صورتی ممکن است که ملاک و معیار در بازپرداخت، قدرت خرید حقیقی پول باشد، وگرنه از قلمرو عمل به عدل و قسط خارج شده و دچار ظلم واضح می‌شویم.

بنابراین چنانچه ادله اثبات جبران ارزش پول را بپذیریم، در مورد اوراقی که ماهیت آنها دینی است و دارنده اوراق، مالک دین است، می‌توانیم به شناور بودن سود اوراق به میزان کاهش ارزش پول نیز قائل شویم. به این بیان که به میزان کاهش ارزش پول (نرخ تورم) که از طرف بانک مرکزی اعلام می‌شود، می‌توان اقدام به اصلاح و افزایش میزان سود اوراق بهادار نمود و این همان شناور شدن اوراق بهادار می‌باشد که جهت جبران کاهش ارزش مبلغ اسمی صورت می‌گیرد.

ولی همان‌طور که اشاره شد، اغلب فقهاء جبران کاهش ارزش پول را قبول ندارند. همچنین تعیین معیاری که بتواند کاهش قدرت خرید را تخمین بزند بسیار مشکل و بسیاری از فقها نرخ تورم را نشانگر دقیق کاهش قدرت خرید نمی‌دانند و شبهه غرری بودن را در آن وارد می‌دانند؛ لذا تصحیح این نوع اوراق از طریق جبران کاهش ارزش پول یا کاهش جبران خرید مشکل می‌باشد و باید از روش‌های دیگری که افاده شناور شدن سود را به همراه دارد بهره گرفت.

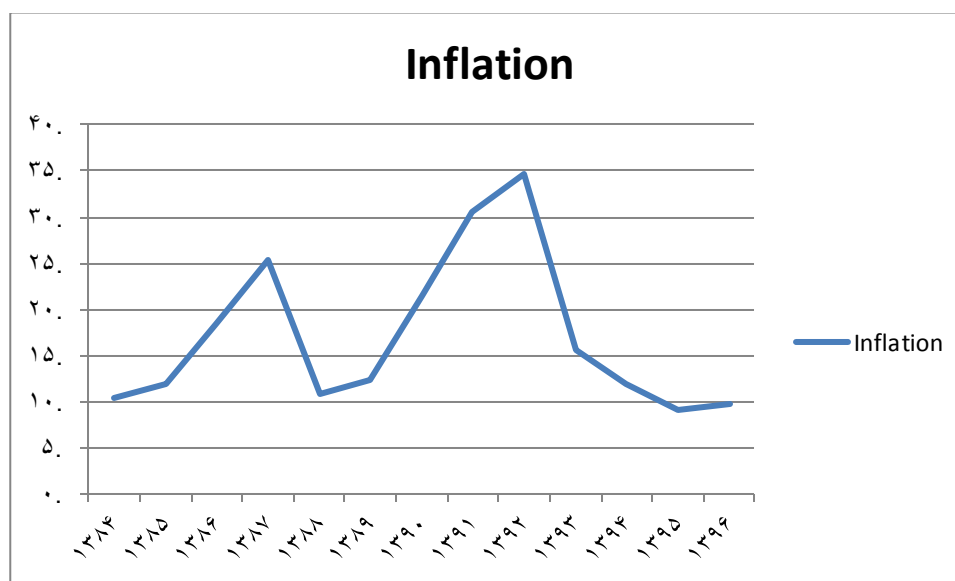
۳.۲ اوراق مشارکت

به منظور مشارکت عموم در اجرای طرح‌های عمرانی انتفاعی دولت مندرج در قوانین بودجه سالانه کل کشور و طرح‌های سودآور تولیدی و ساختمانی و خدماتی، به دولت و شرکت‌های دولتی و شهرداری‌ها و مؤسسه‌ها و نهادهای عمومی غیردولتی و مؤسسه‌های عام المنفعه و شرکت‌های وابسته به دستگاه‌های مذکور و همچنین شرکت‌های سهامی عام و خاص و شرکت‌های تعاونی تولیدی اجازه داده می‌شود طبق مقررات قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت، قسمتی از منابع مالی مورد نیاز برای اجرای طرح‌های مذکور شامل منابع مالی لازم برای تهیه مواد اولیه مورد نیاز واحدهای تولیدی را از طریق انتشار و عرضه عمومی اوراق مشارکت تامین نمایند (ماده ۱ قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت، مصوب ۱۳۷۶/۶/۳۰ مجلس شورای اسلامی).

بر اساس ماده ۲ قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت، اوراق مشارکت، اوراق بهادار با نام یا بی‌نامی است که به موجب این قانون به قیمت اسمی مشخص برای مدت معین منتشر می‌شود و به سرمایه‌گذاری که قصد مشارکت در اجرای طرح‌های موضوع ماده ۱ را دارند واگذار می‌گردد. دارندگان این اوراق به نسبت قیمت اسمی و مدت زمان مشارکت، در سود حاصل از اجرای طرح مربوط شریک خواهند بود (ماده ۲ قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت، مصوب ۱۳۷۶/۶/۳۰ مجلس شورای اسلامی).

به لحاظ عملیاتی، اوراق مشارکت ترکیبی از چند عقد معین است. در زمان پذیره‌نویسی رابطه سرمایه‌گذار و ناشر مشارکت است. همچنین سرمایه‌گذاران، ناشر را وکیل در سرمایه‌گذاری وجوه جمع‌آوری شده قرار می‌دهند. در معاملات ثانوی اوراق ماهیت قرارداد، فروش سهم‌الشرکه به شخص دیگر است. در سررسید اوراق، ناشر دارایی موضوع مشارکت را به دیگری می‌فروشد و یا برای خود خریداری می‌کند. بنابراین اوراق مشارکت ترکیبی از عقود مشارکت، بیع و وکالت است. مشارکت از جمله عقود انتفاعی است که در هر زمان از دوره مشارکت، (در صورت عدم توافق بر میزان سود

تقسیمی) هر کدام از شرکاء به میزان سرمایه‌شان مالک اصل و نفعات مشاع دارایی‌ها هستند. بنابراین در اوراق مشارکت، دارندگان اوراق، در مدت زمان نگهداری اوراق، مالک دارایی موضوع مشارکت و سود ناشی از آن هستند. هرچند اوراق مشارکت از جمله اوراق با نرخ بازدهی متغیر است ولی به دلیل اتخاذ سیاست‌های پولی، نرخ سود علی‌الحساب این اوراق تاکنون ثابت در نظر گرفته شده است. از سال ۱۳۸۴ تاکنون ۵۷ مورد اوراق مشارکت با حجمی بیش از ۳۰۴۰۰۰ میلیارد ریال تحت نظارت سازمان بورس و اوراق بهادار انتشار یافته (www.seo.ir) طی این دوره، نرخ سود اسمی اوراق حداکثر ۲۲ و حداقل ۱۵ درصد بوده است. این در حالی است که طبق آمار بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، نرخ تورم طی سال‌های ۹۱، ۹۲ و اوایل ۹۳ بیش از ۲۰ درصد اعلام شده است (www.cbi.ir).



رویه اجرایی انتشار این اوراق نشان داده است که در اکثر موارد علاوه بر ثابت بودن نرخ سود، این اوراق با نرخ سود علی‌الحساب و ارزش اسمی اوراق تسویه گردیده‌اند.

در صورتی که تورم افزایش یا کاهش یابد، بطور مستقیم بازده تا سررسید اوراق نیز نوسان خواهد کرد. با افزایش تورم، بازده تا سررسید (YTM)¹ نیز افزایش می‌یابد و بر اساس فرمول قیمت‌گذاری اوراق بهادار با نرخ ثابت، در صورت ثابت بودن سود تقسیمی اوراق، قیمت اوراق کاهش پیدا می‌کند.

$$\text{Bond Price} = \frac{\text{Cashflow 1}}{(1 + \text{yield})^1} + \frac{\text{Cashflow 2}}{(1 + \text{yield})^2} + \dots + \frac{\text{Last Cashflow}}{(1 + \text{yield})^n}$$

بنابراین در اوراق با نرخ سود ثابت، حساسیت قیمت نسبت به نرخ تورم بیش از اوراق با نرخ سود متغیر می‌باشد. این در حالی است که با افزایش تورم، ارزش روز دارایی‌های پروژه افزایش می‌یابد و بر خلاف اوراق قرضه که رابطه‌ای میان ارزش واقعی پروژه و سود اوراق برقرار نمی‌باشد، در اوراق مشارکت، باید قسمتی از سود اوراق نشان دهنده افزایش ارزش دارایی‌های پروژه باشد. پس در اوراق مشارکت در حالتی که YTM به تبع افزایش نرخ تورم افزایش دارد، سود ناشی از

¹ Yield to Maturity

پروژه (ارزش افزوده طرح) نیز افزایش می‌یابد و در حقیقت تبادل میان انتظارات بازار از بازده تا سررسید و سود واقعی طرح است که قیمت اوراق را مشخص می‌کند. این در حالی است که با ثابت نمودن نرخ سود، صرفاً انتظارات بازده تا سررسید بر روی تغییرات قیمت اوراق اثرگذار خواهند بود. انتظارات سرمایه‌گذاران نیز در رابطه با سایر بدیل‌های سرمایه‌گذاری که ممکن است همبستگی مستقیمی با تورم و به عبارت دیگر ارزش افزوده طرح نداشته باشد شکل می‌گیرد.

شناور نمودن سود اوراق و همچنین ایجاد نهاد قیمت‌گذاری اوراق، از جمله راهکارهایی در جهت رفع چالش‌های فوق می‌باشد.

۳.۲.۱ مزایا

یکی از ویژگی‌های شناور نمودن سود اوراق مشارکت آن است که جریان‌ات خروجی سود، متناسب با پیشرفت سودآوری پروژه خواهد بود. و در شرایطی که پروژه پیشرفت چندانی ندارد و یا وضعیت اقتصادی نامناسب است جریان‌ات نقدی کمتری از پروژه خارج شود. در حالی که در شرایط نامطلوب، تقسیم سود ثابت منجر به کمبود نقدینگی پروژه و یا ورشکستگی آن خواهد شد. بنابراین در تأمین مالی بر مبنای سود شناور، سرمایه شرکت یا پروژه همواره از یک ثبات برخوردار می‌باشد.

توزیع ریسک و کاهش ناطمینانی، توزیع عادلانه سود در طول مدت زمان تا سررسید از جمله مزایای اوراق مشارکت با نرخ سود شناور است.

۳.۲.۲ آثار اوراق مشارکت بر تورم و نقدینگی

مطالعات مختلف نشان می‌دهد که تورم در ایران پدیده‌ای پولی است و از عوامل اصلی افزایش آن، افزایش قابل توجه بدهی دولت به سیستم بانکی (استقراض از سیستم بانکی) از یک سو و افزایش نقدینگی در جامعه از سوی دیگر است. تحت چنین شرایطی و با توجه به نوسانات بالا در درآمدهای نفتی کشور (به عنوان مهمترین منبع درآمدی) و با عنایت به کاهش منابع مالی مورد نیاز دولت در اجرای پروژه‌های سرمایه‌گذاری، حجم اعتبارات سیستم بانکی کاهش یافت. برای حل مشکل نقدینگی بنگاه‌های اقتصادی یافتن راه حلی به منظور کمک به تسریع فعالیت‌های عمرانی دولت، استفاده از اوراق مشارکت مورد توجه قرار گرفت. به علت کم بودن حجم اوراق منتشره در مقایسه با نقدینگی کل، انتشار این اوراق تأثیر چندانی بر تورم نداشته است. تفاوت فاحش نرخ سود بازار نسبت به نرخ سود اوراق مشارکت از جمله عوامل جذابیت کم این اوراق است. این در صورتی است که با شناور نمودن نرخ سود اوراق مشارکت بر اساس نرخ تورم، این اوراق قابلیت رقابت با سایر بدیل‌های سرمایه‌گذاری متأثر از نرخ تورم را پیدا کرده و سهم عمده‌ای در جذب نقدینگی و کاهش تورم در بلند مدت خواهد داشت.

۳.۲.۳ مدل مفهومی اوراق مشارکت با سود شناور

همانطور که قبلاً اشاره شد، شناور نمودن سود اوراق از دو طریق شناور نمودن نرخ سود و از طریق شناور نمودن اصل سرمایه اولیه امکان پذیر است.

الف) اوراق با نرخ سود شناور: از آنجا که اوراق مشارکت اغلب برای تأمین مالی احداث پروژه‌های جدید می‌باشد، لذا شناسایی سود قطعی این قبیل پروژه‌ها در انتهای اتمام طرح می‌باشد. عموماً در دوره احداث، پروژه صرفاً هزینه‌بر خواهد بود و جریانات نقدی مثبتی را به همراه ندارد ولی از دوره بهره‌برداری، پروژه به سودآوری خواهد رسید. بنابراین سودهای پرداختی اوراق در طی دوره احداث، به عنوان ارزش افزوده اقتصادی پروژه محسوب می‌شود. با توجه به پیشرفت فیزیکی پروژه در هر مرحله، ممکن است پروژه و به تبع آن، اوراق نیز ارزش‌های متفاوتی داشته باشند. هدف از شناور نمودن سود اوراق مشارکت، شناسایی قیمت واقعی و منصفانه اوراق و جهت دهی صحیح بازار در هر مقطع از پرداخت سود است. به منظور شناور نمودن نرخ سود اوراق مشارکت دو راهکار کلی پیشنهاد می‌گردد:

۱) **تأسیس نهاد قیمت‌گذاری اوراق:** یکی از ضعف‌های مدل انتشار اوراق مشارکت در ایران عدم اعتبار سنجی و ارزیابی ریسک‌های اعتباری آن در قبل از اجرای پروژه و همچنین عدم قیمت‌گذاری منصفانه در طی عمر اوراق و در اتمام پروژه است.

در نظام مالی متعارف که قرارداد پایه‌ای اکثر اوراق منتشره، قرض با بهره می‌باشد و ناشر تعهد حقوقی در قبال نحوه هزینه‌کرد وجوه ندارد، رتبه‌بندی اوراق یک عامل اساسی در تعیین قیمت می‌باشد. این در حالی است که در اوراق مشارکت، دارندگان اوراق مالکان مشاع طرح هستند و باید نسبت به قابلیت‌های مجری و توجیه فنی و اقتصادی طرح شناخت کافی داشته باشد و همچنین در طی اجرای پروژه نسبت به پیشرفت و ارزش اقتصادی روز دارایی خود اطلاع یابند. در اکثر موارد در مورد اوراق مشارکت منتشره، همانند سهام شفافیت کافی جهت تصمیم‌گیری در دسترس سرمایه‌گذاران قرار نمی‌گیرد و لذا ارزیابی ارزش ذاتی اوراق به عنوان مهمترین عامل تحلیل مد نظر قرار نمی‌گیرد. تعیین قیمت و بازدهی واقعی اوراق بوسیله نهادی که در هر مقطع از پرداخت سود نسبت به ارزش‌گذاری پروژه و اوراق اقدام کند، یکی از ضروریات پرداخت سود و تسویه عادلانه اوراق بر اساس بازدهی واقعی است. این نهاد با بکارگیری خبرگان قیمت‌گذاری پروژه، اقدام به تعیین قیمت منصفانه اوراق و نرخ بازدهی آن می‌نمایند. کشورهای مکزیک، تایلند، مالزی و کره از نهادی با عملکردی مشابه برای قیمت‌گذاری اوراق قرضه استفاده می‌کنند. (Bond Price Agency (BPA) نهاد قیمت‌گذاری اوراق قرضه) بصورت روزانه یا هفتگی اقدام به انتشار قیمت منصفانه، بازده تا سررسید و سایر اطلاعات مورد نیاز برای تعدیل قیمت اوراق می‌نماید. ضمیمه الف این گزارش به معرفی نهاد قیمت‌گذاری اوراق قرضه (BPA) پرداخته است. البته در این راهکار نهاد قیمت‌گذار از نرخ تورم، نرخ سود بانکی و صرف ریسک و سایر عوامل دخیل در قیمت‌گذاری استفاده می‌کند. از آنجایی که در ایران زیر ساخت‌های قانونی و عملیاتی چنین نهادی دیده نشده است، در حال حاضر ارزشیابی اوراق

از این طریق امکان پذیر نیست. هرچند تمهیداتی برای راه اندازی شرکت های رتبه بندی اوراق در حال شکل گیری است، ولی این شرکت ها صرفاً به ارزیابی اوراق می پردازند و با توجه به ریسک های موجود، اولویت و رتبه اوراق در میان سایر ابزارهای مالی را مشخص می کنند. ولی Bond Price Agency نهادی است که به ارزشیابی اوراق و تعیین قیمت واقعی و منصفانه اوراق می پردازد. به نظر می رسد برای اوراق مشارکتی که نیاز به نظارت و افشای بیشتر اطلاعات به منظور تعیین قیمت می باشد، Bond Price Agency ها نسبت به شرکت های رتبه بندی از اولویت و کارآمدی بیشتری برخوردار باشند.

۲) نرخ شناور با نرخ مرجع تورم

بطور کلی سررسید اوراق مشارکت را می توان به دو مرحله احداث و بهره برداری تقسیم نمود. در مرحله احداث، سرمایه پروژه متشکل از وجه نقد و سرمایه فیزیکی ساخته شده می باشد که با گذشت زمان وجوه نقد به یک دارایی فیزیکی تبدیل می شوند، در این مرحله، پروژه ممکن است سودآور و یا بدون سودآوری باشد. می توان گفت در این مرحله صرف نظر از سودآوری پروژه در صورتی که پروژه به لحاظ اقتصادی و فنی توجیه پذیر باشد، حداقل به میزان نرخ تورم افزایش ارزش پیدا می کند. به عبارت دیگر حداقل نرخ تنزیل جریانات نقد آتی پروژه برای توجیه پذیر بودن، نرخ تورم است.

بطور کلی می توان گفت در مرحله احداث، پروژه متشکل از موارد ذیل است:

وجه نقد + سود ناشی از وجوه سرمایه گذاری شده + ادوات و تجهیزات و سایر دارایی های فیزیکی + ارزش افزوده حاصل شده از پروژه + (درآمدهای احتمالی ناشی از پروژه)

بنابراین در هر مقطع از پرداخت سود در مرحله احداث، سود علی الحساب هر ورق به نسبت مبلغ اسمی عبارت است از:

۱) سود وجوه باقیمانده و سرمایه گذاری شده + ۲) حداقل نرخ تورم اعلامی * مبلغ وجوه بکارگرفته شده در پروژه (در اولین دوره پرداخت) + ۳) درآمدهای احتمالی ناشی از پروژه

۳.۲.۳.۱ نرخ گذاری اوراق در پذیره نویسی

همانگونه که از قبل به آن اشاره شد، در مدل متعارف، نرخ کوپن اوراق شناور در زمان پذیره نویسی که معادل نرخ سود انتظاری بازار است از دو قسمت ثابت و متغیر تشکیل شده است. ابتدا نرخ بازده تا سررسید سایر بدیل های سرمایه گذاری

^۱ قابل ذکر است که در فاکتور دوم، مبلغ اسمی رشد یافته با نرخ تورم دوره قبل برای دوره بعدی محاسبه می شود.

در نظر گرفته شده، نرخ شناور مورد نظر (مثلاً $CPI, LIBOR$) معین می‌شود، سپس بر اساس نرخ روز شناور، مقدار ثابت نرخ کوپن مشخص می‌شود. (نرخ بازده تا سررسید = نرخ شناور + نرخ ثابت) مثلاً اگر بازده تا سررسید اوراق ۴ ساله هم اکنون ۳۴ درصد باشد و بخواهیم اوراقی با نرخ شناور تورم انتشار دهیم و نرخ تورم کنونی ۳۱ درصد باشد، قسمت ثابت نرخ کوپن ۳ درصد خواهد بود. بنابراین با تغییر سطح تورم انتظاری، بازده تا سررسید اوراق و به تبع آن قیمت اوراق تعدیل می‌شود.

از دید اقتصادی نرخ سود اوراق باید به گونه‌ای مشخص شود که قابل رقابت با سایر بدیل‌های اقتصادی باشد. در مرحله پذیره نویسی در مورد اوراق مشارکت، در صورتی که قسمت شناور نرخ را معادل فرمول نرخ شناور با نرخ مرجع تورم در طی دوره (که قبلاً به آن اشاره شد)، نظر بگیریم و مقدار ثابت مابقی را تفاضل آن با نرخ بازده تا سررسید اوراق رقیب در نظر بگیریم، نرخ ثابت توجیه اقتصادی نخواهد داشت. چون اولاً در طی دوره احداث میزان نرخ ثابت، هیچ جایگاهی در بازدهی واقعی به دست آمده ندارد، ثانیاً در صورت افزایش نرخ تورم، به همان میزان ثابت، ریسک بانی را افزایش خواهد داد.

بنابراین چون نرخ اوراق شناور و ناشی از بازدهی واقعی طرح است، مناسب است برای قیمت‌گذاری اوراق که از مکانیزم عرضه به قیمت بازار استفاده شود، تا سرمایه‌گذار بر اساس انتظارات تورمی، ریسک پروژه و فرمول محاسبه سود و سایر عوامل بازده مورد انتظار خود را تعدیل کند. قابل ذکر است که پذیره‌نویسی اوراق مشارکت به کسر به تصویب کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار رسیده است.

ب) اوراق با ارزش اسمی شناور: در این روش، ارزش اسمی اوراق بر اساس نرخ تورم تعدیل می‌شود؛ در حالی که نرخ سود اوراق ثابت است. در عقد شرکت اگر شرط کنند یک یا بعضی از شرکا بیشتر (یا کمتر) از سهم خود در سرمایه اولیه، از سود سهم ببرند بدون اینکه کار بیشتری - یا کمتری - انجام داده باشد، شرط مذکور و به تبع آن عقد شرکت، صحیح می‌باشد (موسویان، ۱۳۸۶، ص ۹۸). بنابراین ناشر و سرمایه‌گذاران می‌توانند بر نرخ سود ثابت علی‌الحسابی توافق کنند ولی ارزش اسمی اوراق با توجه به نرخ رشد سرمایه محاسبه شود. ارزش روز دارایی‌ها و به عبارت دیگر ارزش اسمی پروژه (اوراق) طی پروژه عبارتست از:

وجه نقد + سود سرمایه‌گذاری وجوه + هزینه دارایی‌های فیزیکی پروژه + نرخ تورم / اعلامی * هزینه دارایی‌های فیزیکی پروژه

بنابراین ارزش روز دارایی‌ها در خلال دوره اوراق بر اساس تورم تعدیل می‌شوند و لذا با نرخ ثابت سود، سود پرداختی که درصدی از ارزش اسمی است شناور خواهد شد.

لازم به ذکر است که در تمامی موارد یاد شده در اوراق مشارکت سود شناور علی‌الحساب می‌باشد و تسویه نهایی در سررسید انجام می‌شود.

۳.۲.۴ ماهیت فقهی سود علی الحساب

چون در اوراق مشارکت قبل از اتمام طرح سود قطعی شناسایی نمی‌شود و در اکثر موارد عملاً سود حسابداری در مرحله احداث موجود نیست، لذا سودهای پرداختی قبل از اتمام طرح به عنوان سود علی‌الحساب تعریف می‌شود.

پرداخت سود علی‌الحساب از جهت فقهی به این صورت قابل تصویر است که ناشر اوراق، به اندازه حداقل نرخ بازده مورد انتظاری بر اساس زمان‌بندی مشخص به صاحبان اوراق، قرضی می‌دهد و در سررسید اوراق مشارکت که می‌خواهد طرح را از صاحبان اوراق خریداری کند، طلب خود را از بابت پرداخت‌های سود علی‌الحساب کم کرده، باقی مانده را به آنان تحویل می‌دهد (موسویان، ۱۳۸۶، ص ۴۳۷).

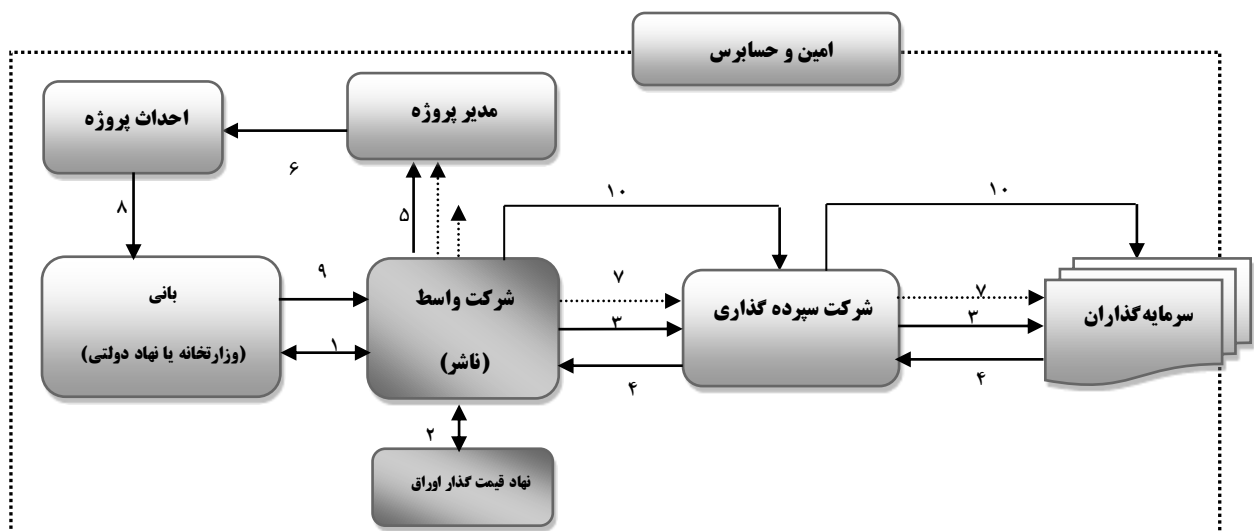
بنابراین با این توجیه فقهی، ناشر می‌تواند هر مبلغی را به عنوان قرض به دارنده اوراق تملیک کند، تا در سررسید تسویه نهایی و حقیقی سود صورت گیرد. توافق بر شناور بودن مبلغ قرض در مقاطع زمانی پرداخت سود، به لحاظ شرعی نه تنها مشکلی ندارد بلکه به حقیقت سود اقتصادی نزدیکتر خواهد بود.

۳.۲.۵ مدل عملیاتی اوراق مشارکت با سود شناور

گاهی وزارتخانه‌ها یا شهرداری‌ها در اجرای طرح‌ها و پروژه‌های عمومی ملی، منطقه‌ای و شهری مانند احداث سدها، بزرگراه‌ها، نیروگاه‌ها، فضاهای سبز و پارک‌های تفریحی با کسری بودجه مواجه می‌شوند.

یکی از مناسبترین راه‌ها برای تامین کسری بودجه، انتشار اوراق مشارکت است. برای این منظور وزارتخانه مربوطه یا شهرداری در نقش بانی با مراجعه به موسسه امین و انتخاب شرکت واسط، مختصات فنی، اقتصادی و مالی پروژه مورد نظر را مطرح می‌کند.

شرکت واسط با تنظیم امیدنامه و تعیین ابعاد حقوقی و مالی پروژه و تعیین سهم بانی از مشارکت، امیدنامه را جهت تعیین رتبه اعتباری اوراق مشارکت به موسسه رتبه‌بندی اعتبار داده بعد از آن با کسب مجوزهای لازم اقدام به انتشار اوراق مشارکت می‌کند. سپس اوراق مذکور را از طریق یک بانک یا شرکت تامین سرمایه به سرمایه‌گذاران واگذار کرده وجوه جمع‌آوری شده را همراه با سهم بانی از مشارکت، متناسب با پیشرفت پروژه در اختیار مدیر پروژه قرار می‌دهد، پرداخت اقساط طی دوره بابت سود علی‌الحساب بر اساس دو روش بیان شده (اوراق با ارزش اسمی شناور و اوراق با نرخ شناور) صورت می‌گیرد. بعد از اتمام پروژه و تعیین قیمت آن (به ترتیبی که بیان می‌شود)، پروژه به بانی فروخته می‌شود و با پرداخت اصل سرمایه و سود حاصل از ارزش افزوده پروژه به سرمایه‌گذاران با آنان تسویه حساب می‌شود.



۳.۲.۶ تسویه اوراق مشارکت در سررسید

از آنجا که سود قطعی و ارزش واقعی و نهایی پروژه پس از تکمیل آن مشخص می‌گردد؛ لذا در سررسید باید با توجه به سودهای علی الحساب و ارزش واقعی پروژه اوراق تسویه گردند. برای تسویه در سررسید سه حالت مفروض است:

الف) اوراق مشارکت دولت یا دستگاه‌های دولتی: اوراق مشارکت بر اساس قانون انتشار اوراق مشارکت برای مدت زمان محدود منتشر می‌شوند، بنابراین برای تسویه اوراق و پرداخت اصل سرمایه به سرمایه‌گذاران باید پروژه در سررسید اوراق، قیمت‌گذاری شود و به شخص ثالث یا یکی از شرکا فروخته شود. اغلب طرح‌هایی که توسط وزارتخانه‌ها و دستگاه‌های دولتی اوراق‌شان منتشر می‌شود، برای پروژه‌هایی است که خریدار انحصاری طرح صرفاً همان دستگاه می‌باشد. بنابراین قیمت‌گذاری آن بر اساس مکانیزم بازار نخواهد بود و تعیین قیمت منصفانه باید بر اساس نظر خبرگان و روش‌هایی همچون تنزیل جریانات عواید آتی پروژه، ارزش جایگزینی و غیره صورت گیرد. برای قیمت‌گذاری منصفانه و تسویه اوراق مشارکت دولت و نهادهای دولتی، Bond Price Agency یک راهکار مناسب می‌باشد. البته نقش نهاد قیمت‌گذاری اوراق در تعیین سودهای دوره‌ای پرنرنگ‌تر خواهد بود. در تسویه اوراق، دو رکن امین و حسابرس نقش جدی‌تری را ایفا می‌کند. امین شخصیت حقیقی یا حقوقی است که از طرف نهاد ناظر انتخاب می‌شود و منافع دارندگان اوراق مشارکت را از نقطه نظر نحوه مصرف وجوه، نحوه نگهداری حساب‌ها و صورت‌های مالی و عملکرد اجرایی طرح، حفظ می‌نماید. مطابق ماده ۱۳ قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت:

وزارت امور اقتصادی و دارایی و بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران مکلفند گزارشی متضمن میزان و انواع اوراق مشارکت منتشره طی هر سال را همراه با اظهار نظر در خصوص آثار اقتصادی انتشار اوراق مذکور برای اطلاع کمیسیون‌های برنامه و بودجه، امور اقتصادی و دارایی و تعاون و دیوان محاسبات و بودجه مجلس شورای اسلامی ارسال نماید.

بنابراین همان‌گونه که شخص حقیقی یا حقوقی از طرف بانک مرکزی به عنوان امین برای هر طرح خاص مطرح است، شخصیت حقوقی وزارت امور اقتصادی و دارایی و بانک مرکزی به عنوان امین برای کل طرح‌ها مطرح می‌باشند.

ب) اوراق مشارکت شرکتی: در طرح‌هایی که بانی یک شرکت خصوصی یا نیمه‌دولتی است و سهام آن در بورس معامله می‌شود و پروژه پس از مرحله احداث توسط بانی خریداری می‌شود؛ کارکردهای اوراق مشارکت شباهت بسیاری با سهام شرکت دارد. به لحاظ ماهیتی همانگونه که سهامداران شرکت مالکان مشاع دارایی‌های شرکت هستند، دارندگان اوراق مشارکت نیز مالکان مشاع قسمتی از دارایی‌های شرکت (یعنی یک پروژه خاص) می‌باشند. با این تفاوت که دارندگان اوراق مشارکت دارای حق رای و کنترل در شرکت نمی‌باشند، از این جهت اوراق مشارکت همانند سهام ممتاز

می باشد. همچنین در اوراق مشارکت به دلیل محدودیت دوره مشارکت، تمامی سود حاصل از پروژه میان مالکان تقسیم می گردد ولی در سهام به دلیل تداوم فعالیت شرکت، به تشخیص مجمع عمومی سهامداران درصدی از سود قطعی تقسیم می گردد. یک شرکت متشکل از مجموعه پروژه هاست و سود شرکت نیز از تجمیع سودآوری هر یک این پروژه ها می باشد. چون در شرکت های سهامی درآمد هر سهم بصورت دوره های سه ماهه پیش بینی می گردد و در دوره های شش ماهه مورد حسابرسی قرار می گیرند، می توان سود اوراق مشارکت را به نسبت سرمایه از شرکت متناسب با دوره های سه ماهه تعدیل نمود. به عنوان مثال شرکتی که دارای ۱۰۰۰ میلیارد ریال سرمایه ثبت شده است و ۱۰۰ میلیارد ریال اوراق مشارکت منتشر کرده است. در دوره های سه ماهه بر اساس پیش بینی سود شرکت، یک دهم از سود پیش بینی شده شرکت به اوراق مشارکت تعلق می یابد. و در آخر دوره مالی سود قطعی تحقق یافته شرکت به نسبت مبلغ اسمی اوراق مشارکت میان دارندگان اوراق تقسیم و اصل اوراق نیز تسویه می گردد.

از آنجا که پیش بینی سود توسط شرکت صورت می گیرد و در دوره های شش ماهه مورد حسابرسی قرار می گیرد، در این روش همبستگی بالایی میان نرخ سود اوراق و سود محقق شده وجود دارد. علاوه بر این، چون پروژه به عنوان قسمتی از شرکت در نظر گرفته شده است نوسانات قیمتی سهام جهت دهی مناسبی برای قیمت اوراق مشارکت خواهد بود.

ج) تعیین قیمت دارایی به روش بازاری: در این روش در پایان سررسید اوراق مشارکت، طرح در هر مرحله ای که هست به بازار عرضه می شود و بر اساس مکانیزم عرضه و تقاضا قیمت واقعی طرح مشخص می شود. این روش برای طرح هایی که ناشر نیازی به دارایی موضوع مشارکت ندارد مناسب است. به عنوان مثال وزارت راه و شهرسازی به منظور ساخت منازل مسکونی، نسبت به انتشار اوراق مشارکت اقدام می کند. در سررسید اوراق، منازل مسکونی ساخته شده یا تعدادی از آنها در حال ساخت است که در آینده واگذار خواهد شد. بنابراین در این حالت تحت نظارت امین، نهاد واسطه به وکالت از طرف سرمایه گذاران اوراق را به مزایده می گذارد. در حقیقت چون نهاد واسطه وکیل دارندگان اوراق است باید طرح را به بهترین قیمت ممکن به فروش برساند. ممکن است چندین خریدار حقیقی یا حقوقی اعم از دولتی و غیر دولتی برای خرید پروژه اقدام کنند. نهاد واسطه تحت نظارت امین، پس از بررسی درخواست ها پروژه را به بهترین قیمت و شرایط ممکن واگذار می نماید. برای طرح هایی که دولت اقدام به احداث آن می کند ولی قصد واگذاری آن به بخش خصوصی را دارد، قیمت گذاری به روش بازار مفید خواهد بود. این روش قیمت گذاری می تواند در بازار سوم فرابورس اجرایی گردد.

۳.۳ اوراق مرابحه

اوراق مرابحه اوراق بهاداری است که دارندگان آن به صورت مشاع مالک دارایی مالی (دینی) هستند که بر اساس قرارداد مرابحه حاصل شده است، این اوراق بازدهی ثابت داشته و قابل فروش در بازار ثانوی می باشد (موسویان، ۱۳۹۱، ص ۴۹۸). تاکنون ۴ مدل عملیاتی برای اوراق مرابحه طراحی گردیده است؛ اوراق مرابحه تأمین مالی، اوراق مرابحه تأمین نقدینگی، اوراق مرابحه تشکیل سرمایه شرکت های تجاری و اوراق مرابحه رهنی.

در هر چهار مدل اول ماهیت بازار اولیه اوراق ترکیب وکالت و بیع است، به این ترتیب که در سه مدل اول، نهاد واسط (ناشر یا SPV) با انتشار اوراق و جمع آوری وجوه، به وکالت از طرف دارندگان اوراق، کالا را به نقد خریداری می‌کند^۱ و به نسیه به دیگری^۲ بفروش می‌رساند. پس مالکان اوراق با خرید کالا ابتدا مالک مشاع دارایی شده و با فروش دارایی توسط نهاد واسط، مالکان مشاع دیون که همان اقساط پرداختی خرید کالا است می‌شوند. در مدل مرابحه رهنی ماهیت بازار اولیه اوراق ترکیب وکالت و خرید دین است، به این ترتیب که ناشر پس از انتشار اوراق و جمع آوری وجوه به وکالت از طرف سرمایه‌گذاران، دیون حاصل از مرابحه یک نهاد مالی مانند بانک یا شرکت لیزینگ را خریداری می‌کند.

ماهیت بازار ثانویه در همه ۴ مدل بیان شده، از نوع خرید و فروش دین است. طبق فتوای مشهور فقهای معاصر خرید و فروش دین در صورتی که ناشی از دین واقعی باشد، به زیر قیمت اسمی به شخص ثالث بلاشکال است (موسویان (ب)، ۱۳۸۶، ص ۲۰۴).

از آنجا که در عقد بیع، پس از فروش کالا، فروشنده مالک ثمن و خریدار مالک مثن می‌شوند، ثانیاً مقدار ثمن پرداختی ثابت است و نمی‌تواند متغیر باشد، شناور نمودن اقساط پرداختی آن خلاف ذات عقد بیع خواهد بود و منجر به معلق شدن ثمن قرارداد و در نتیجه بطلان آن خواهد شد. همچنین ایجاد شرط ضمن عقدی که منجر به شناور شدن ثمن مبیع گردد با اقتضای عقد بیع در تنافی می‌باشد. لذا طراحی مدل اوراق مرابحه با نرخ شناور با چالش جدی روبه رو است. راهکاری که برای گره زدن نرخ اوراق مرابحه به نرخ‌های مرجعی همچون نرخ تورم و نرخ ارز می‌توان ارائه کرد، تقطیع این قرارداد است که در ذیل به آن اشاره خواهد شد.

۳.۳.۱ مدل عملیاتی پیشنهادی (اوراق ترکیبی سلف و مرابحه)

از آنجا که در حال حاضر یکی از چالش‌های جدی اقتصاد ایران نرخ تورم بالا می‌باشد، انتشار اوراق مرابحه با نرخ سود تعدیل نشده با تورم جذابیت چندانی برای سرمایه‌گذاری نخواهد داشت. در صورتی که اوراق با سررسید بلند مدت منتشر شوند، و تورم افزایشی باشد، سرمایه‌گذار با از دست دادن سایر بدیل‌های سرمایه‌گذاری با زیان جدی مواجه خواهد شد. یکی از مسائل جدی پیش روی دولت و سازمان‌های دولتی در بخش نهاده‌های تولید و همچنین فعالیت‌های بازرگانی، نوسانات نرخ ارز و نرخ تورم است. عدم ثبات نرخ ارز، موجب کاهش قدرت مدیریت وجوه شرکت و در شرایط وخیم موجب ورشکستگی خواهد شد. اوراق مرابحه عموماً با هدف تأمین مالی کوتاه‌مدت و یا سرمایه در گردش بنگاه‌ها منتشر می‌شوند. تعدیل اقساط مرابحه بر اساس نرخ تورم و یا نرخ ارز علاوه بر جذابیت اوراق و کمک به منصفانه‌تر شدن نرخ سود اوراق، باعث تقویت برنامه‌ریزی وجوه نقد دولت و شرکت‌های تابعه خواهد شد.

^۱ در مدل عملیاتی تأمین مالی کالا از غیر بانی تهیه می‌شود؛ در مدل عملیاتی تأمین نقدینگی کالا از خود بانی خریداری می‌شود؛ در مدل عملیاتی تشکیل سرمایه شرکت‌های تجاری، بانی به وکالت از سرمایه‌گذاران از دیگری خریداری می‌کند.

^۲ در مدل تأمین مالی و تشکیل سرمایه شرکت‌های تجاری خریدار کالا شخص (حقیقی یا حقوقی) دیگری غیر از بانی است ولی در مدل عملیاتی تأمین نقدینگی خریدار کالا خود بانی است.

بسیاری از شرکت‌ها برای سرمایه در گردش خود جهت خرید کالای مصرفی نیازمند وجه نقد می‌باشد. اکثر شرکت‌های تولیدی به طور زمانبندی شده اقدام به خرید و نگهداری کالای مصرفی می‌نمایند. مثلاً در طول یک سال ممکن است ۲۰ بار اقدام به خرید کالا با حجم‌های متفاوت یا یکسان کنند.

از آنجا که در هر قرارداد مباحه باید ثمن و مضمن ثابت و منجز باشد، نمی‌توان در یک قرارداد مباحه نرخ را شناور کرد؛ ولی می‌توان در قراردادهای جداگانه نرخ‌های متفاوتی در نظر گرفت. در مدل پیشنهادی، بانی که می‌تواند دولت یا یک شرکت تابعه دولت باشد برای تأمین نیاز مالی خود با طی نمودن مراحل قانونی، اقدام به تشکیل نهاد واسطه (ناشر اوراق) می‌نماید و مقرر می‌کند که در طول یکسال آتی به میزان مشخصی نسبت به خرید اوراق تجاری یا مصرفی خود در چند نوبت مشخص اقدام خواهد کرد. نهاد واسطه با انتشار اوراق مباحه (به مقدار مشخص شده و به قیمت روز کالا) وجوه سرمایه‌گذاران را دریافت کرده و به وکالت از طرف سرمایه‌گذاران نسبت به خرید سلف کالا از تأمین کننده به مقادیر مشخص و در فواصل تحویل معین مد نظر بانی اقدام می‌نماید. به طور مثال بانی اعلام می‌کند که در سال آتی به میزان ۱۲۰۰۰ تن سنگ آهن برای تولید فولاد احتیاج خواهد داشت. و اعلام می‌کند که در هر ماه، سنگ آهن مصرفی ۱۰۰۰ تن می‌باشد. نهاد واسطه در ابتدای سال طی ۱۲ قرارداد مجزا نسبت به خرید کالا بصورت سلف و به میزان درخواستی و تحویل ماه‌های مد نظر بانی اقدام می‌کند. در ابتدای هر ماه، نهاد واسطه با توجه به تغییر قیمت کالا نسبت به انعقاد قرارداد مباحه اقدام می‌کند. مثلاً در ابتدای ماه اول، نهاد واسطه سنگ آهن را به قیمت هر تن ۱۰۰ تومان خریداری می‌کند و با ۳٪ افزایش قیمت به عنوان تفاوت قیمت نقد و نسیه (به ۱۰۳ تومان) بصورت مباحه یکماهه به بانی می‌فروشد. در ماه بعد با تغییر قیمت هر تن سنگ آهن (مثلاً به ۱۰۴ تومان)، قیمت تسویه در پایان ماه دوم به قیمت هر تن $(104 \times 1.03 = 107.12)$ خواهد بود. و به همین ترتیب با افزایش یا کاهش قیمت کالا در هر ماه قیمت مباحه معین می‌گردد. بنابراین نرخ سود اوراق همان مابه‌التفاوت قیمت نقدی و قسطی کالا خواهد بود که وابسته به قیمت نقدی کالا در هر ماه است.

اوراق با نرخ شناور معمولاً با یک نرخ مرجع گره خورده‌اند. برای کالاهای مصرفی خانوار می‌توان از شاخص قیمتی مصرف‌کننده (CPI) استفاده نمود. این شاخص پرتفویی از اقلام مصرفی با وزن معین در شاخص هستند که بصورت ماهانه محاسبه می‌شوند. بنابراین اگر کالای مورد مباحه در سبد شاخص قیمتی مصرف‌کننده باشد می‌توان از این شاخص برای تعیین قیمت کالا در هر قرارداد استفاده نمود. در مورد اقلام دیگری که در این شاخص وجود ندارند، می‌توان از قیمت‌های اعلامی توسط مراجع رسمی مرتبط استفاده نمود. برای کالاهای وارداتی و اقلامی که همبستگی شدیدی با نرخ ارز دارند می‌توان نرخ به روز شده ارز را در قیمت نقدی کالا تأثیر داد.

همچنین برای جلوگیری از ریسک عدم انعقاد قرارداد بانی در نوبت‌های آتی، در ضمن قرارداد، انعقاد سایر قراردادهای مقرر شده شرط می‌شود. چون بیع، قرارداد لازم است هر شرطی در ضمن آن لازم‌الوفاء خواهد بود.

لذا ریسک خروج از قرارداد برای واسطه مرتفع خواهد شد.

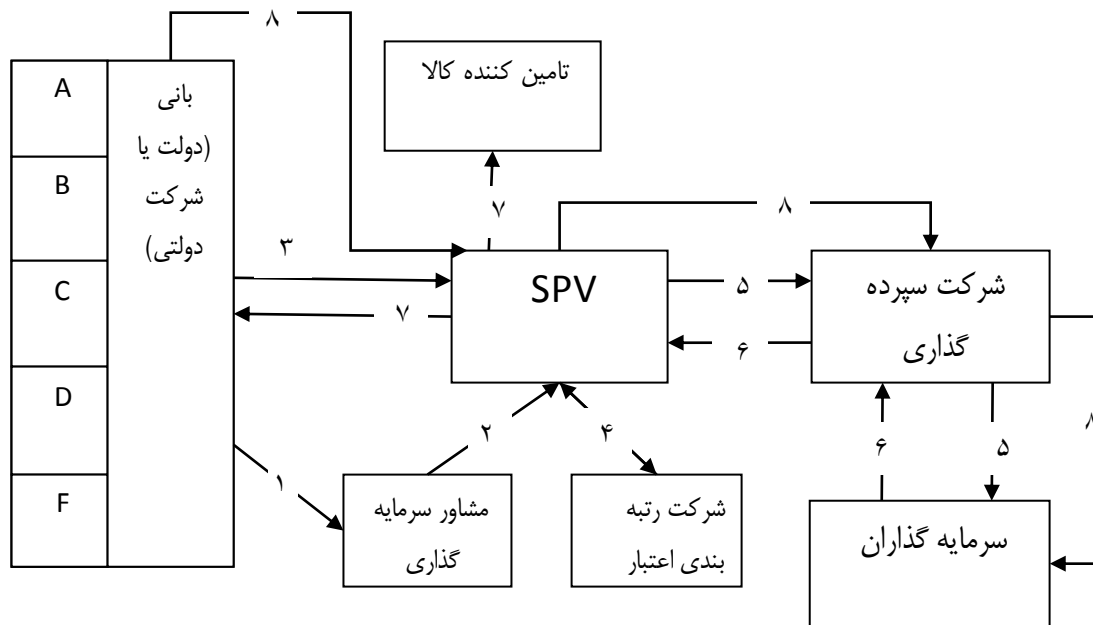
این مدل را به این صورت نیز می‌توان طراحی نمود که واسط به بانی وکالت دهد که خود، اقدام به خرید نقدی کالا از تامین کننده کالا نماید. به عبارت دیگر بانی به وکالت از طرف نهاد واسط، کالا را به نقد خریداری کرده، به قیمت روز و به صورت نسبی به خود می‌فروشد. البته تمامی مراحل انعقاد قراردادها با نظارت نهاد واسط صورت می‌گیرد. چون در این اوراق از قرارداد سلف و مرابحه استفاده شده است، ماهیت این اوراق نیز ترکیبی از بیع سلف و مرابحه است. دارندگان اوراق چه در بازار اولیه و چه در بازار ثانویه مالکان مشاع دارایی عینی و دینی هستند. زمانیکه واسط اقدام به خرید سلف کالا می‌نماید دارندگان اوراق صرفاً مالکان مشاع دارایی خریداری شده می‌باشند ولی به محض فروش کالا در اولین دوره، دارندگان اوراق نسبت به مقدار فروخته شده مالک دیون حاصل از مرابحه هستند و همچنین نسبت به ما بقی کالاهای تحویل گرفته نشده مالک عین می‌باشند.

۳.۳.۲ مزایای اوراق

۱. از آنجا که تأمین کننده کالا به قیمت ثابت، کالا را به نهاد واسط می‌فروشد، ریسک قیمت کالا برای او پوشش داده می‌شود. علاوه بر این، این اوراق می‌تواند در جهت تأمین مالی شرکت تأمین کننده کالا باشد.
۲. قیمت نهایی کالا متأثر از قیمت روز نهاده‌های تولید خواهد بود. بنابراین از این جهت اجحافی در حقوق خریداران کالا رخ نخواهد داد.
۳. چون بازدهی اوراق شناور است، و متأثر از سطح عمومی قیمت‌هاست، در شرایط تورمی برای سرمایه‌گذاران از مطلوبیت بالاتری برخوردار است.
۴. چون سررسید قراردادها کوتاه مدت است، این اوراق ابزار مناسبی برای تامین سرمایه در گردش بانی خواهد بود.
۵. بانی بصورت دوره نسبت به پرداخت ثمن کالا اقدام می‌کند، لذا نقدینگی بیشتری را در شرکت نگهداری می‌کند. علاوه بر این، کاهش قیمت کالا در طی دوره به نفع بانی خواهد بود.

۳.۳.۳ مدل مفهومی اوراق

مدل عملیاتی اوراق مرابحه با نرخ اقساط متفاوت



۱. بانی که شرکت تولیدی یا تجاری است پس از بررسی‌های اولیه برای تأسیس نهاد واسط و دیگر امور مرتبط برای انتشار اوراق به مشاور سرمایه گذاری رجوع می‌کند.
۲. مشاور پس از بررسی طرح اولیه و بررسی‌های فنی، روش تامین مالی و نوع اوراق را مشخص کرده، نسبت به تأسیس نهاد واسط جهت انتشار اوراق اقدام می‌کند.
۳. بانی با تشکیل نهاد واسط، امید نامه طرح را آماده نموده، به ناشر تحویل می‌دهد. در این طرح مقرر می‌گردد طی چند مرابحه جداگانه، به وکالت از طرف نهاد واسط کالا را از تامین کننده کالا خریداری کرده و به خودش بفروشد. همچنین طبق شرط ضمن قرارداد، متعهد به انعقاد قراردادهای مقرر شده می‌گردد.
۴. نهاد واسط با در اختیار قراردادن امید نامه بانی به شرکت رتبه‌بند اعتباری و سایر مدارک مرتبط با طرح و بانی نسبت به رتبه‌بندی اوراق توسط شرکت رتبه‌بند اقدام می‌کند.
۵. پس از طی مراحل قانونی و اخذ مجوز از سازمان بورس و اوراق بهادار، نسبت به انتشار اوراق مرابحه اقدام می‌کند.
۶. نهاد واسط نسبت به اخذ وجوه جمع‌آوری شده از اوراق مرابحه اقدام می‌کند.

۷. نهاد واسط، کالای مورد نیاز در سال را بصورت سلف طی قراردادهای مجزا بر اساس تحویل هر دوره خریداری کرده و در ابتدای هر دوره (دوره‌های A,B,C,D,F,... که می‌تواند ماهانه، دو ماهه، سه ماهه و ... باشد) بر اساس نرخ مرجع برای قیمت کالا، اقدام به انعقاد قرارداد مباحه به مدت زمان دوره معین شده می‌نماید. در این‌جا واسط می‌تواند به بانی وکالت دهد که بانی کالا را به نقد از تأمین کننده خریداری کند و به نسیه با نرخ مشخص شده به تملک خود درآورد.

۸. در پایان هر دوره مقرر، بانی ثمن مباحه را به واسط پرداخت کرده، واسط این ثمن را برای پرداخت اقساط مباحه به شرکت سپرده‌گذاری مرکزی می‌دهد تا از این طریق اقساط اوراق پرداخت گردد.

مثال کاربردی

اگر بانی به ۶۰۰۰ تن سنگ آهن در طی یکسال نیاز داشته باشد و در هر دو ماه نیازش ۱۰۰۰ تن باشد و قیمت روز کالا در زمان قرارداد ۱۰۰ تومان فرض شود. جریانات خروجی نهاد واسط و بانی در این قرارداد و نرخ سود اوراق در طی این مدت به شرح جدول زیر خواهد بود. در اینجا مابه التفاوت قیمت نقد و نسیه کالا دو ماهه ۵٪ در نظر گرفته شده است.

دوره	قیمت روز کالا (قیمت خرید) ^۱	جریان نقدی خروجی واسط جهت خرید کالا ^۲	قیمت نسیه کالا (قیمت فروش) ^۳	جریان نقدی خروجی بانی جهت پرداخت اقساط اوراق (آخر هر دو ماه)	نرخ سود اوراق
۱	۱۰۰	۶۰۰۰۰۰	۱۰۵	۱۰۵۰۰۰	٪۱۷.۵
۲	۱۰۴	۰	۱۰۹.۲	۱۰۹۲۰۰	٪۱۸.۲
۳	۱۰۳	۰	۱۰۸.۱۵	۱۰۸۱۵۰	٪۱۸.۰۲
۴	۱۰۲	۰	۱۰۷.۱	۱۰۷۱۰۰	٪۱۷.۸
۵	۱۰۵	۰	۱۱۰.۲۵	۱۱۰۲۵۰	٪۱۸.۳
۶	۱۰۸	۰	۱۱۳.۴	۱۱۳۴۰۰	٪۱۸.۹
	جمع	۶۰۰۰۰۰		۶۵۳۱۰۰	

۳.۳.۴ استفاده از معاوضه بازده کل

سواپ بازده کل، نوعی سواپ است که در آن یک طرف قرارداد (فروشنده سواپ) یک سری جریان‌های نقدی دوره‌ای با نرخ شناور را دریافت و در ازای آن بازده کل حاصل از دارایی مرجع (یا دارایی پایه) را به طرف دیگر قرارداد (خریدار سواپ) می‌پردازد (موسویان و موسوی بیوکی، ۱۳۸۹، ص ۱۲۶). در حقیقت معامله‌گر (فروشنده سواپ) که مالک دارایی پایه

^۱ قیمت‌ها بصورت فرضی و صعودی در نظر گرفته شده است.

^۲ ارقام این ستون عبارتست از ضرب قیمت روز ابتدای دوره اول ۶۰۰۰ تن کالا.

^۳ قیمت کالا با احتساب ۵٪ افزایش برای دو ماه

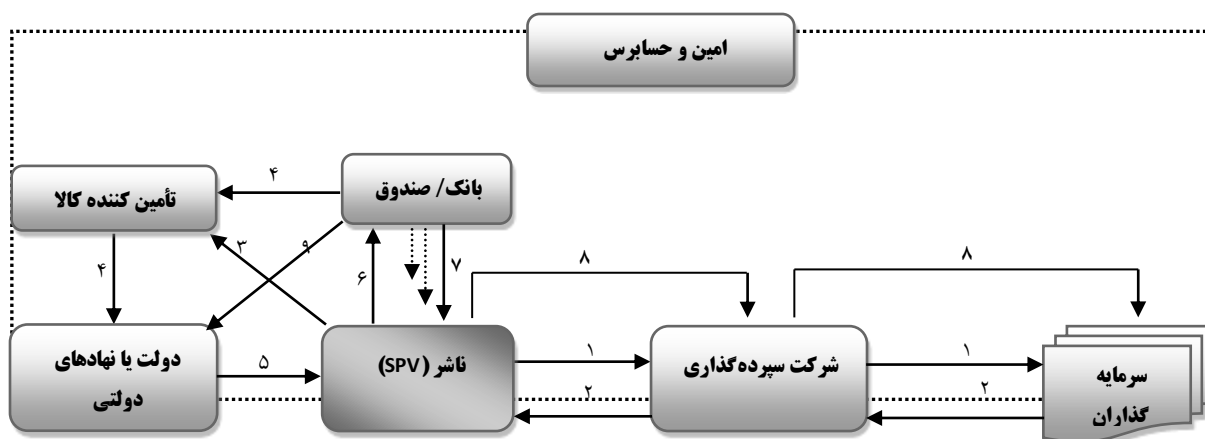
است، خطرهای اقتصادی آن را به سرمایه‌گذار (خریدار سوآپ) یا همان دریافت‌کنندگان بازده کل منتقل می‌کند. متعاقباً پرداخت کننده بازده کل (فروشنده سوآپ) یک جریان نقدی با نرخ شناور را دریافت می‌کند.

بر اساس دیدگاه مشهور فقها و بررسی‌های فقهی صورت گرفته، این ابزار مخالف موازین شرعی است. ولی می‌توان از قراردادهای مشابهی در جهت تعویض جریانانات نقدی استفاده نمود (همان).

در مدل اوراق مرباحه با سود شناور می‌توان از معاوضه جریانانات نقدی استفاده نمود. بسیاری از مواقع دولت یا نهادهای دولتی به منظور خرید اوراق کالایی یا سرمایه‌ای نیاز به تأمین مالی دارد. دولت یا نهاد دولتی می‌تواند در نقش بانی، پس از طی مراحل قانونی اقدام به ایجاد یک نهاد واسطه (SPV) نماید. نهاد واسطه با انتشار اوراق وجوه را از سرمایه‌گذاران جذب نموده، کالای مورد نیاز را از تأمین کننده کالا به نقد خریداری نموده، یا خود بانی را وکیل در خرید می‌نماید. سپس کالا را به نسبه به دولت یا نهاد دولتی می‌فروشد و دیون حاصل از معامله را یکجا دریافت می‌کند. نهاد واسطه به وکالت از طرف سرمایه‌گذاران این دیون را با ابزار مالی با نرخ متغیر معاوضه می‌کند. مثلاً ۱۰۰ میلیارد ریال دیون دولت را به بانک ناشر اوراق مشارکت فروخته و در عوض اوراق مشارکت خریداری می‌کند. و یا واحدهای صندوقی را که در اوراق با بازده متغیر سرمایه‌گذاری می‌کند، خریداری می‌نماید. و در مقاطع پرداختی سود اقدام به ابطال واحدهای صندوق می‌نماید. بنابراین با این روش، سود اوراق شناور خواهد شد. ماهیت این نوع اوراق، وکالت خاص می‌باشد. یعنی سرمایه‌گذاران نهاد واسطه را وکیل خود در انعقاد عقد مرباحه و سپس سرمایه‌گذاری در قراردادهای مشارکتی می‌کنند. در سررسید، دارنده گواهی بدهی دولت برای تسویه دیون اقدام خواهد کرد.

هر چند نرخ سود اوراق تابع یک به یک از نرخ تورم نمی‌باشد، ولی قیمت اوراق مالی مشارکتی و واحدهای صندوق‌های با نرخ بازده متغیر متناسب با تورم افزایش یا کاهش پیدا می‌کند.

مدل عملیاتی



۳.۴ اوراق اجاره

اوراق اجاره، اوراق بهاداری است که بر اساس عقد اجاره منتشر می‌شود و نشان‌دهنده مالکیت مشاع دارندگان آن، در دارایی مبنای انتشار اوراق است که اجاره داده می‌شود (موسویان، ۱۳۹۱، ص ۵۴۱). اوراق اجاره با سود شناور نیز اوراق جدیدی است که در صورت صحت شرعی آن، می‌تواند به عنوان یکی از انواع اوراق اجاره در بازار سرمایه از آن بهره برد. تفاوت عمده‌ای که در این نوع اوراق اجاره به چشم می‌خورد، همان شناور بودن سود این اوراق است؛ توضیح بیشتر این که در این نوع از اوراق، بانی که نقش مستأجر را دارد، باید در طول زمان مشخص، اجاره‌به‌های متفاوتی را به سرمایه‌گذاران که موجر هستند پرداخت نماید. البته این تفاوت نرخ در پرداخت‌ها نیز طبق یک فرمول و سازوکار مشخص صورت می‌گیرد.

تعیین نرخ اجاره‌بها تابعی از قیمت دارایی اجاره داده شده می‌باشد که با توافق طرفین صورت می‌گیرد. در شرایط تورمی، قیمت بسیاری از دارایی‌های سرمایه‌ای با قابلیت اجاره مانند زمین، مسکن، و... با تورم همراه خواهد بود. همچنین در شرایط تحریم و افزایش نرخ ارز، دارایی‌های متأثر از نرخ ارز مانند هواپیما، کشتی و ... نیز دارای افزایش می‌باشد. در صورتی که مدت زمان اجاره طولانی مدت باشد، از کارایی اوراق اجاره کاسته می‌شود؛ به این معنا که سرمایه‌گذاران (موجران) در طول مدت اجاره می‌توانستند دارایی موضوع اجاره را به نرخ‌های بالاتری اجاره دهند.

بنابراین شناورسازی اجاره‌بهای پرداختی اوراق می‌تواند به جذابیت بیشتر اوراق و تأمین حداکثری حقوق سرمایه‌گذاران کمک شایانی نماید.

دولت و سازمان‌های وابسته به دولت به منظور گسترش زیر ساخت‌ها از قبیل احداث راه‌های ریلی، حمل و نقل هوایی و دریایی و سایر اقلامی که در بلند مدت قابلیت انتفاع داشته باشند، نیازمند تأمین مالی است. یکی از روش‌های مناسب، استفاده از انتشار اوراق اجاره تأمین مالی است.

همچنین استفاده از اوراق دو رگه مشارکت- اجاره به شرط تملیک با نرخ شناور به منظور تأمین مالی پروژه‌های دولتی بسیار کارآمد خواهد بود.

مسئله‌ای که صحت شرعی این اوراق را با تأمل جدی روبه‌رو می‌نماید این است که آیا با توجه به شروط قرارداد اجاره، عدم تعیین دقیق اجاره‌بها و شناور بودن آن، از منظر فقهی و حقوقی صحیح است؟! آیا می‌توان بر اساس الگوهایی اجاره‌بهای پرداختی اوراق را شناور نمود؟

در ادامه در قالب الگوی صکوک اجاره راهکارهایی برای شناور نمودن اجاره‌بهای پرداختی اوراق پیشنهاد خواهد شد.

۳.۴.۱ انواع اوراق اجاره

اوراق اجاره را از جهات مختلف می‌توان دسته‌بندی نمود؛ گاهی نظر به ماهیت قرارداد هست، در این صورت به دو نوع اجاره عادی و اجاره به شرط تملیک تقسیم می‌شود و گاهی نظر به کاربرد هست، که در این صورت حداقل به چهار نوع،

اوراق اجاره تأمین مالی، اوراق اجاره به منظور تأمین نقدینگی، اوراق اجاره برای تشکیل سرمایه شرکت‌های لیزینگ و اوراق اجاره رهنی تقسیم می‌شود (همان، ۵۴۲-۵۴۹).

۳.۴.۲ برخی شروط قرارداد اجاره

در مورد معوض یا همان اجرت در عقد اجاره باید بیان نمود که معلوم بودن آن، و تعیین مقدار آن با پیمانانه یا وزن یا شمردن در مکیل و موزون و معدود، و با مشاهده یا با توصیف در غیر آن‌ها، معتبر است، و جایز است (اجرت) عین خارجی یا کلی در ذمه، یا کاری یا منفعت یا حق قابل انتقالی باشد، همچون ثمن در بیع (خمینی، بی‌تا، ج ۱، ص ۵۷۲). شایان ذکر است که چگونگی تعیین ثمن در همه موارد یکسان نیست، در مواردی که ثمن عین معین باشد باید فرد آن در خارج معین باشد؛ ولی در صورتی که ثمن کلی فی الذمه باشد مطابق ماده ۳۵۱ قانون مدنی باید مقدار، جنس و وصف آن معین شود و در قرارداد نیز ذکر شود. شرط معلوم بودن عوضین نیز به دلیل برطرف شدن غرر و جهالت است که در فقه اسلام مورد نفی قرار گرفته است (حائری، ۱۴۱۸ ه، ج ۱۰، ص ۱۹).

سازوکار متعارف اوراق اجاره با نرخ شناور، صحت این اوراق را از نظر شرعی دچار مشکل می‌کند. زیرا همانطور که در احکام عقد اجاره که اوراق اجاره نیز بر مبنای آن راه‌اندازی شده است، عوضین باید معلوم و مشخص باشند و شناور بودن نرخ اجاره در این اوراق، موجبات غرری بودن را در این قرارداد فراهم می‌آورد. البته در مورد ماهیت غرر و اینکه شناور نمودن سود اوراق اجاره به منظور واقعی نمودن اجاره‌بها از مصادیق غرر است مبحث مفصلی است که باید در گزارش دیگر به آن پرداخته شود. در این‌جا مفروض آن است که شناور نمودن نرخ اجاره‌بها در قرارداد موجب غرر در معامله می‌گردد و لذا راهکارهای پیشنهادی ارائه شده به منظور دوری از غرر و شناور نمودن اجاره‌بهای پرداختی از طریق روش‌های جایگزین و ابداعی است.

۳.۴.۳ راهکارهای پیشنهادی

۳.۴.۳.۱ قراردادن سکه به عنوان اجاره‌بها

در عقد اجاره، اجاره‌بها می‌تواند عین خارجی یا کلی در ذمه، یا کاری یا منفعت یا حق قابل انتقالی باشد (خمینی، بی‌تا، ج ۱، ص ۵۷۲) و به طور کلی هر آنچه می‌تواند در عقد بیع به عنوان ثمن قرار بگیرد، در اجاره هم می‌تواند به عنوان اجاره بها واقع شود (عاملی، ۱۴۱۴ ه، ج ۷، ص ۱۰۳).

بنابراین سکه می‌تواند به عنوان کلی در ذمه، به عنوان اجاره‌بها مشخص شود. در صورتی که ثمن کلی فی الذمه باشد مطابق ماده ۳۵۱ قانون مدنی باید مقدار، جنس و وصف آن معین شود و در قرارداد نیز ذکر شود. لذا باید اوصاف کمی و کیفی سکه را مشخص کرده و سپس آن را برای اجاره‌بها تعیین نمود.

در این فرآیند، مستأجر یا بانی به وکالت از موجر یا دارنده اوراق اجاره، سکه را به قیمت بازار فروخته و قیمت آن را پرداخت می‌کند.

آنچه سبب می‌شود که این روش نتواند به عنوان راه حل خوبی برای اوراق اجاره با نرخ شناور باشد این است که بازار سکه طلا، همبستگی مستقیمی با تورم در جامعه ندارد. توضیح بیشتر این که قیمت سکه طلا، تابعی است از نرخ ارز و قیمت جهانی طلا و اجرت ضرب سکه. لذا با توجه به این عدم ارتباط با نرخ تورم در جامعه، و عدم ارتباط با بازار اجاره‌بهای کالاهای سرمایه‌ای، این راه حل مورد خدشه واقع می‌شود. بنابراین به لحاظ اقتصادی این روش توجیهی ندارد.

۳.۴.۳.۲ تعدیل قرارداد اجاره

اصل حاکمیت اراده و ثبات قراردادها اقتضا می‌کند توافق متعاملین، محترم و الزام‌آور باشد و تغییری در آن صورت نگیرد. ماده ۱۰ قانون مدنی ایران، اصل آزادی قراردادها و منحصر نبودن عقود را مورد تأکید و تأیید قرارداده است: «قراردادهای خصوصی نسبت به کسانی که آن را منعقد کرده‌اند در صورتی که خلاف صریح قانون نباشد، نافذ است».

اصل حاکمیت اراده ایجاب می‌کند که وقتی افراد بر اساس اختیار در معاملات خود به نوع خاصی از اراده و توافق رسیدند در صورتی که تعهدات آن‌ها با ضوابط کلی که از طرف اسلام برای عموم قراردادها مشخص شده هماهنگ باشد و کیفیت توافق آن‌ها موجب نادیده گرفتن حدود و مقررات نگردد و به عبارت دیگر حلالی حرام و حرامی حلال نشود، قرارداد آن‌ها مشروع باشد. دلیل ندارد که حتماً تعهدات متقابل و معاملات، به همان عقود معین برگردانده شود. این مطلبی است که بسیاری از فقهاء آن را مورد تأیید قرار داده‌اند (عبداللهی، ۱۳۷۱، ص ۷۲).

مطابق همین اصل حاکمیت اراده و آزادی قراردادها، متعاقدين می‌توانند شرطی در قرارداد خود پیش‌بینی نمایند که به موجب آن تحت شرایط معینی متن قرارداد و شرایط مندرج در آن مورد تعدیل واقع شود که این امر به «تعدیل قراردادی» مشهور است. به عبارت دیگر تعدیل قرارداد عبارت از اصلاح قرارداد پیشین و تغییر در شرایط و اوصاف عوض یا معوض است. این تغییر، کاستن یا افزودن در مقدار آن دو را نیز شامل می‌گردد. این تغییر و اصلاح یا مستند به توافق طرفین است و یا مستند به قانون.

تعدیل قرارداد به دو قسم توافقی و قانونی تقسیم می‌شود. در نوع توافقی، بر حسب توافق و مطابق قاعده ایجاد می‌شود. یعنی طرفین، قرارداد را مورد بازنگری قرار می‌دهند و عوضین را تعدیل می‌کنند. تعدیل قانونی عنوانی است برای اصلاح و تغییری که در قراردادها بدون استناد به توافق طرفین عقد، صورت می‌پذیرد. به طور مثال، قانونگذار در مورد اجاره اماکن تجاری برای مستأجر حق تقدم در اجاره قایل است و اگر از مدت اجاره، ۳ سال بگذرد و مبلغ اجاره نسبت به قبل زیاد شود دادگاه بر حسب درخواست موجر باید قرارداد را تعدیل کند یا در خصوص مهریه گذشته، چنان چه طلا نباشد، یعنی پول باشد، به نرخ روز حساب می‌شود. این موارد تعدیل‌هایی است که بدون توافق متعاقدين بوده و از سوی قانونگذار صورت گرفته است.

حال باید این شرط تعدیل قرارداد را از منظر فقهی مورد بررسی قرار داده و انطباق آن را با کلیات ادله عقود تحلیل نماییم تا در صورت شرعی بودن، از آن به عنوان روشی برای شناور نمودن اجاره‌بها در اوراق اجاره استفاده نماییم. تعدیل توافقی قرارداد به دو صورت کلی قابل تصورات:

۱- تعدیلی که در متن عقد مورد توافق قرار گرفته و پیش‌بینی می‌شود، ۲- تعدیلی که در متن عقد پیش‌بینی نشده ولی پس از عقد به استناد توافق طرفین انجام می‌پذیرد.

تعدیلی که در متن مورد توافق قرار می‌گیرد ممکن است دو صورت داشته باشد:

الف) تعدیلی که مبنای آن مشخص است مانند آن که در عقد اجاره پیش‌بینی کنند که در صورت وقوع فلان پیشامد، بهای انجام کار اجیر از هزار تومان به پانصد تومان (کمتر از اجاره مقرر) یا دو هزار تومان (بیشتر از اجاره مقرر) تغییر یابد. برای اوراق اجاره با نرخ شناور می‌توان از همین نوع قرارداد استفاده کرد. زیرا همانطور که از نظر گذشت، در این اوراق نرخ اجاره‌بها به طور کل مجهول نیست، بلکه سازوکار و مبنای تعیین آن کاملاً مشخص و معلوم می‌باشد. لذا همان سازوکار تعیین اجاره‌بها را می‌توانیم مبنای مشخص کردن تعدیل قرارداد در اوراق اجاره قرار دهیم.

تعلیل توافقی قرارداد، نوعی شرط ضمن عقد است که شرط یاد شده حاوی نوعی تعلیق است، چرا که مفاد آن انجام تعدیل در صورت وقوع امر مورد نظر (مثلاً بروز حادثه غیر مترقبه و...) می‌باشد. بنابراین باید روشن شود که شرط معلق مذکور چه حکمی دارد؟ یک دیدگاه می‌گوید چنین شرطی باطل است و دیدگاه دیگر معتقد به صحت چنین شرطی می‌باشد.

نظر برگزیده در باب تعلیق عقود و ایقاعات این است که جز اجماع، دلیلی برای بطلان تعلیق در دست نیست و چون اجماع در شمار ادله لبی قرار داشته و اقتضای بر قدر متیقن در این نوع ادله ضرورت دارد، می‌بایست بر مورد متیقن آن یعنی عقد بیع و نظایرش اکتفا کرد و از توسعه حکم به شرط، خودداری نمود. بنابراین به هیچ عنوان دلیلی بر بطلان شرط معلق وجود نخواهد داشت. از طرفی هم عمومات ادله شروط و ادله‌ای به طور خاص در مورد شرط معلق آمده است، صحت شرط معلق را اثبات می‌کند. در نتیجه تعدیل توافقی قرارداد در صورت نخست آن (بر مبنای معلوم) صحیح بوده و از نظر ادله شرعی بی‌اشکال است.

ب) تعدیلی که مبنای آن مجهول است، مانند آن که در مثال فوق، تنها بازنگری در قیمت انجام کار و تعدیل آن متناسب با شرایط جدید در صورت وقوع پیشامد مورد نظر، پیش‌بینی گردیده بدون آن که میزان تغییر معلوم گردد. بازگشت این قسم از تعدیل قرارداد، به شرط مجهول است. علمای ما در اصل بطلان شرط مجهول اتفاق نظر داشته و آن را پذیرفته اند (نجفی، ۱۴۰۴، ج ۲۳، ص ۱۹۹). اگرچه در محدوده و تفسیر شرط مجهول با یکدیگر اختلاف دارند؛ برخی شرط مجهول را به طور مطلق و برخی نیز شرط مجهول را تنها در صورتی که منجر به پیدایش غرر گردد، باطل می‌دانند.

همانطور که اشاره شد در شناور بودن اجاره‌بها در اوراق اجاره بر مبنای شرط تعدیل قرارداد، بر اساس مبنای مجهول نیست تا آن را از این قسم تعدیل قراردادی بدانیم بلکه این تعدیل، با ضابطه و مبنای کاملاً مشخص و معلوم در ضمن عقد شرط خواهد شد.

اما تعدیلی که در متن عقد پیش‌بینی نشده ولی پس از عقد به استناد توافق طرفین انجام می‌پذیرد نیز بر اساس نحوه توافق طرفین، صور مختلفی دارد. با توجه به این که در اوراق اجاره، سازوکار و مبنای شناور بودن اجاره‌بها در متن عقد صورت می‌گیرد، بررسی این نوع از تعدیل قرارداد را به مقالی دیگر می‌سپاریم.

۳.۴.۳.۳ اوراق اجاره متعدد با نرخ های متفاوت

می‌توان اوراق اجاره‌ای را که می‌خواهیم در طول مثلاً یک سال مالی منعقد نماییم، به چندین اوراق اجاره با نرخ‌های متفاوت تقسیم کنیم. در این روش ضمن خرید اوراق اجاره، معامله چندین اجاره دیگر با نرخ های بالاتر از نرخ اوراق اجاره اولی، شرط می‌شود. و یا اینکه شرط شود که بر اساس نرخ تورم و فرمول خاصی در پایان اجاره اول، نرخ اجاره‌بهای دوم مشخص گردد. توضیح بیشتر این که مثلاً در ضمن اوراق اجاره با نرخ ۲۰ درصد که مربوط به ماه مهر است، شرط می‌شود که اجاره آبان ماه با نرخ ۲۱ درصد، اجاره آذر ماه با نرخ ۲۳ درصد و اجاره دی ماه با نرخ ۲۴ درصد باشد. و یا اینکه به عنوان مثال در ضمن قرارداد اجاره مهر شرط شود در ابتدای هر ماه قرارداد اجاره جدیدی با نرخ اجاره‌بهای معادل نرخ تورم تحقق یافته دوره قبل +۳٪ تعیین شود. به عبارت دیگر اوراق اجاره با سررسید کوتاه مدتی منتشر می‌شود که در ضمن آن، قراردادهای اجاره متوالی شرط می‌شود. نتیجه این روش این است که این تفاوت نرخ سود اوراق اجاره، ریسک ناشی از تورم را پوشش می‌دهد.

مشروعیت مدل

در مورد قرارداد اجاره اولی شبهه‌ای وجود ندارد؛ ولی سوالی که در اینجا مطرح می‌شود این است که آیا چنین شرط ضمن عقدی درست است یا خیر؟ یعنی می‌شود قرارداد اجاره دیگر را در ماه‌های بعدی، در ضمن اوراق اجاره اول شرط نمود؟ صحت این نوع شرط، منوط به نحوه اشتراط آن می‌باشد؛ چنانچه این شرط، به صورت «شرط فعل» در ضمن معامله اوراق اول آمده باشد صحیح است؛ ولی اگر به صورت «شرط نتیجه» تصریح شده باشد، چنین شرطی صحیح نمی‌باشد. زیرا اجاره و تملیک منفعت نیاز به سبب خاص دارد که در شرع و قانون مشخص شده است و نمی‌توان بدون آن سبب خاص، نتیجه آن را در ضمن یک عقدی شرط نمود.

شرط فعل، آن است که در ضمن عقد، انجام دادن و یا ترک یک فعل مادی یا حقوقی بر یکی از متعاملین و یا بر شخص خارجی شرط شود؛ مثل آنکه در ضمن عقد شرط شود که مشتری آن را وقف کند یا برای درک ثمن، ضامن یا رهن بدهد. شرط نتیجه، اشتراط تحقق اثر یک عمل حقوقی در ضمن عقد است؛ اعم از آنکه آن عمل عقد باشد یا ایقاع؛ مثل شرط خیار برای دو طرف یا یکی از آنان و یا اجنبی در ضمن عقد بیع و یا وکیل بودن بایع از طرف مشتری یا بالعکس، در انجام دادن یک عمل. در اصطلاح فقهاء گاهی به این گونه شروط، شرط غایت گفته شده است (محقق داماد، ۱۴۰۶، ص ۴۱ و ۴۲).

در اینجا اینطور به نظر می‌رسد که شرط مذکور شرط فعل است؛ چون به این صورت شرط می‌شود که در صورت رضایت موجر (سرمایه‌گذاران) و عدم افراط و تفریط مستأجر، اجاره بعدی منعقد می‌گردد.

۳.۴.۳.۴ اوراق اجاره به شرط تملیک تدریجی

اجاره به شرط تملیک عقدی است که در آن شرط می‌شود، مستأجر در پایان مدت اجاره و در صورت عمل به شرایط مندرج در قرارداد، عین مستأجره را مالک گردد (موسویان، ۱۳۸۶، ص ۱۳). اجاره به شرط تملیک ترکیبی از اجاره و بیع

است و ویژگی هر دو قرارداد را در خود جای داده است و از آنجا که هر دو قرارداد لازم هستند، اجاره به شرط تملیک نیز عقدی لازم می‌باشد.

در تعیین ارزش مبیع ۲ روش وجود دارد:

- (۱) ارزش مبیع به قیمت روز قرارداد مشخص گردد.
 - (۲) ارزش مبیع به قیمت روز سررسید مشخص گردد.
- همچنین در پرداخت مبلغ مبیع از چند روش می‌توان استفاده نمود:
- (۱) اقساط مبیع به همراه اجاره‌بها پرداخت شود و در سررسید مبیع مجاناً به تملیک مستأجر درآید.
 - (۲) کل ثمن مبیع در انتهای سررسید پرداخت شود.

اوراق اجاره به شرط تملیک با نرخ شناور را می‌توان به این صورت طراحی نمود که ارزش مبیع در سررسید مشخص گردد، همچنین به همراه اجاره‌بهای پرداختی طی دوره، مبلغ مازادی به منظور بهای مبیع گنجانده شود و در سررسید مبالغ اقساطی پرداخت شده بابت مبیع از کل ثمن کسر گردد. نرخ بهای اقساطی مبیع می‌تواند شناور تعیین شود. نرخ تورم* ارزش اسمی دارایی (یا ارزش اوراق) می‌تواند به عنوان اقساط بهای مبیع در نظر گرفته شود.

به این صورت که موجر، دارایی را به مستأجر، اجاره به شرط تملیک می‌دهد؛ به عنوان مثال، نرخ اقساط پرداختی عبارتست از اجاره بهای ۲۰٪ به اضافه نرخ تورم* ارزش اسمی دارایی. ۲۰٪ همان نرخ اجاره‌بهای دارایی است و مقدار مازاد به عنوان ثمن مبیع محاسبه می‌شود. فرضاً اگر ارزش اسمی دارایی ۱۰۰ میلیارد ریال باشد و در سررسید با محاسبه تورم و سایر شاخص‌ها قیمت دارایی ۱۳۰ میلیارد ریال باشد؛ مبلغ تجمعی اقساطی مبیع (ارزش اسمی* نرخ تورم طی دوره) از آن کسر شده و مابقی به عنوان ثمن مبیع دریافت می‌شود. در حقیقت مبیع به صورت اقساطی دریافت می‌شود. از آنجا که ثمن بصورت موجد پرداخت می‌شود و مبیع نیز در آینده به تملیک مستأجر درخواهد آمد؛ ممکن است اشکال شود که مانع صحیح بودن این قرارداد، صدق این قرارداد بر بیع دین به دین است همانطور که از طلحه بن زید از امام صادق (علیه السلام) روایت کرده است که رسول الله فرمودند: «لا بیع الدین بالدین».

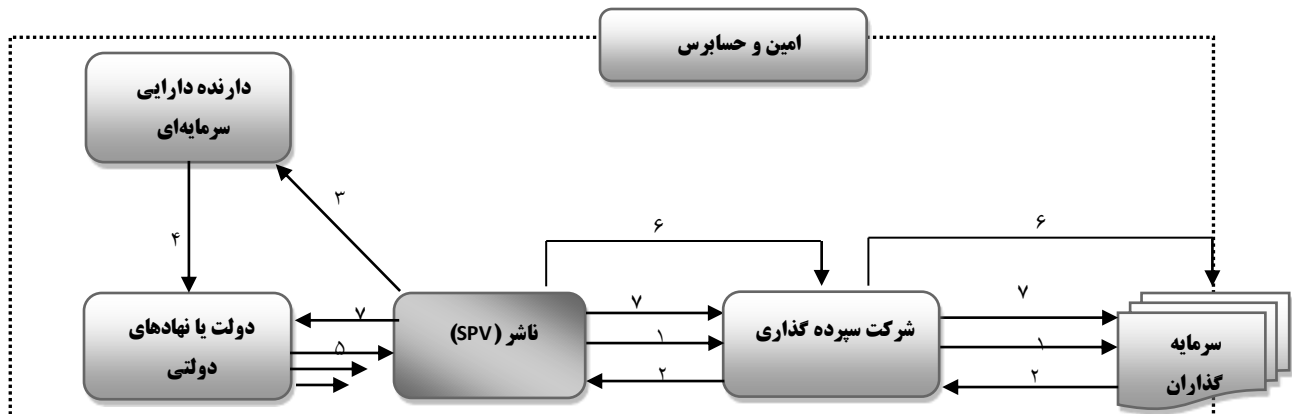
برخی اجماع بر عدم جواز معامله‌ای که ثمن و مثنی‌نسیه باشد را از ادله بطلان این قرارداد می‌دانند.

جواب: از دیدگاه فقهای امامیه حدیث منقول از رسول الله درباره نهی از بیع دین به دین به لحاظ سندی صحیح نیست و دلیل آن ناشناس بودن طلحه بن زید در کتب رجالی است.

و از دیدگاه غیر شیعه نیز سند حدیث صحیح نمی‌باشد. چنانچه احمد بن حنبل نیز این حدیث را صحیح ندانسته است. همانطور که از حدیث بر می‌آید دلالت حدیث شامل دینی که در قرارداد بوجود آید نمی‌شود، بلکه مراد دینی است که از قبل وجود داشته است. قدر متیقن آن است که شمول روایت (نهی النبی عن بیع دین بالدین) در جایست که دین قبل از قرارداد وجود داشته باشد ولی شامل زمانی که دین در هنگام عقد ایجاد شود نیست.

نتیجه: اگر ادله عدم جواز این معامله را باطل بدانیم، ادله کلی قرآنی مانند آیات «وفوا بالعقود» و «تجاره عن تراض» و «احل الله البيع» برای اثبات این قرارداد ثابت خواهند بود. تا زمانی که بر این روش معامله عقد و تجارت و بیع صدق شود شامل این عمومات خواهد شد و این دلیلی بر صحت این قراردادهاست.

مدل عملیاتی



مصارف تأمین مالی بخش دولتی عمدتاً به منظور احداث و توسعه عمرانی و یا بودجه جاری کشور می‌باشد. لذا در بخش عمرانی در اکثر موارد دارایی پایه موجود نیست تا بتوان از طریق اوراق اجاره تأمین مالی کرد و یا دولت نمی‌تواند و یا نمی‌خواهد دارایی را به دیگری واگذار نماید. لذا الگوی اوراق اجاره به تنهایی کارایی نخواهد داشت. همچنین شناور نمودن اوراق اجاره با چالش همراه خواهد بود.

در الگوی اوراق مشارکت - اجاره به شرط تملیک، دولت در دوره احداث با سرمایه‌گذاران شریک می‌شود و در انتهای دوره احداث و ابتدای دوره بهره‌برداری آن را از سرمایه‌گذاران اجاره به شرط تملیک می‌نماید. به عنوان مثال دولت برای ساخت نیروگاهی اقدام به انتشار ۱۰۰۰ میلیارد ریال اوراق مشارکت قابل تبدیل به اجاره می‌نماید؛ در طی دوره احداث نیروگاه، می‌توان از الگوی اوراق مشارکت با نرخ شناور که از پیش به آن اشاره شده استفاده نمود؛ در پایان دوره احداث، پروژه با استفاده از دو روش اجاره به شرط تملیک تدریجی و یا اوراق اجاره متعدد توسط نهاد واسط و به وکالت از طرف دارندگان اوراق به نهاد یا شرکت دولتی اجاره به شرط تملیک می‌شود.

۳.۵ اوراق وکالت

وکالت در اصطلاح عقدی است که به موجب آن یکی از طرفین، دیگری را برای انجام امری، نایب خود قرار می‌دهد (موسوی خمینی، ۱۳۶۳، ۳۴).

وکالت بر سه قسم است:

۱. وکالت خاص، در این نوع مورد وکالت و محدوده اختیارات وکیل کاملاً معلوم است.

۲. وکالت عام، اقسامی دارد که گفته خواهد شد.

۳. وکالت مطلق، در این نوع مورد وکالت و محدوده اختیارات مطلق است.

وکالت عام سه گونه است:

الف. عام از جهت تصرف و خاص از جهت متعلق وکالت. به عنوان مثال، گفته شود این سرمایه معین را هر نوع که صلاح می دانی استفاده کن اعم از بیع و اجاره و....

ب. عام از جهت متعلق وکالت و خاص از جهت تصرف. به عنوان مثال، موکل بگوید هر آنچه از اموال من را که صلاح می دانی بفروش.

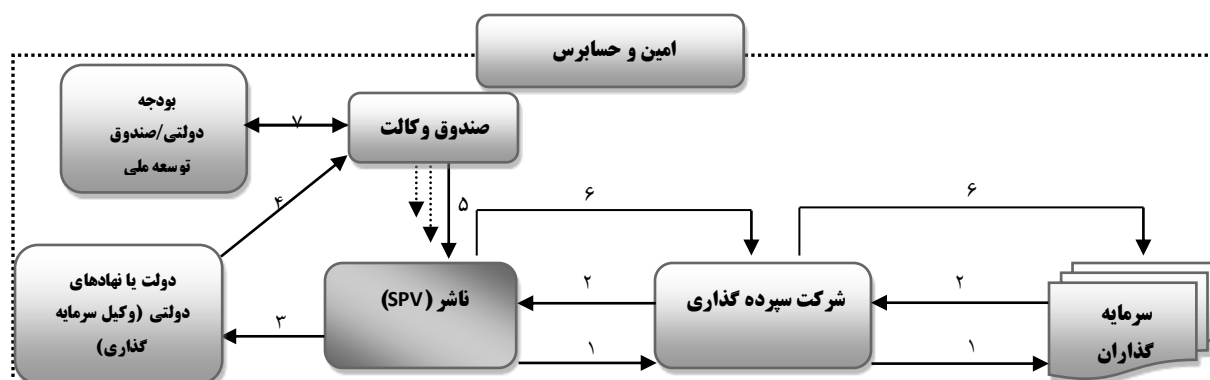
ج. عام از جهت تصرف و متعلق وکالت. به عنوان مثال، موکل به هر نوع تصرفی در جمیع اموال خود وکالت دهد. اوراق وکالت در حقیقت گواهی هایی هستند که توسط یک طرف به منظور تأمین مالی جهت تملک یا سرمایه گذاری در دارایی ها، کالاها یا خدمات شرعی منتشر می شود. این اوراق بیان گر مالکیت یا سهم دارندگان آنها در دارایی ها، کالاها یا خدمات پایه ای این اوراق می باشد. در مرحله بعد، این تملک ها یا سرمایه گذاری ها در اختیار یک وکیل قرار داده می شود تا آنها را از طرف انتشاردهنده و دارندگان این اوراق مدیریت نماید. در بسیاری از موارد وکیل و بانی یکی هستند. دارندگان اوراق ریسک این تملک ها و سرمایه گذاری ها را پذیرفته و در عوض، حق کسب سود ناشی از آنها را به دست می آورند.

۳.۵.۱ اوراق وکالت با سود شناور

از آنجا که در اوراق وکالت موضوع سرمایه گذاری متناسب با نوع وکالت تعریف می شود؛ گستره سرمایه گذاری اوراق می تواند وسیع یا مضیق باشد. این اوراق برای نهادهای دولتی می تواند بسیار سودمند باشد. به عنوان مثال وزارت نیرو می تواند به منظور اجرای چند طرح نیروگاهی اقدام به انتشار اوراق وکالت می نماید و یا بانک مرکزی به منظور اجرای سیاست های پولی اقدام به انتشار اوراق وکالت عام نماید و در اعطای تسهیلات به بانک ها و یا نهادهای دولتی سرمایه گذاری کند.

در مدل انتشار اوراق وکالت، براساس قرارداد وکالت، دارنده اوراق پول را سرمایه گذاری می کند، بانی آن را تقاضا می نماید و وکیل دارایی های پایه اوراق را مدیریت می کند. انتشاردهنده اوراق نیز، هم به عنوان ناشر و هم به عنوان امین عمل می کند، زیرا هم اوراق را منتشر نموده و هم دارایی های پایه را به امانت از طرف دارندگان اوراق نگاهداری می کند. از آنجا که در اوراق وکالت، سرمایه گذاری های وکیل ممکن است در موضوعات متنوعی باشد و هر کدام دارای سودی و سررسیدهای متفاوت باشد، سودهای دوره ای تحقق یافته ممکن است با نرخ تورم با شکاف همراه باشد. در یک دوره ممکن است بیش از نرخ تورم و در یک دوره کمتر از این نرخ سود تحقق یابد. به منظور شناور نمودن سود اوراق متناسب با نرخ تورم، توسط وکیل و با نظارت بانی صندوق وکالت شکل می گیرد که به محض تحقق سود، پس از کسر

حق‌الوکاله وکیل، سود در صندوق سپرده‌گذاری شده و در دوره‌های پرداخت سود، متناسب با نرخ تورم سود اوراق وکالت پرداخت شود. در صورتی که بودجه صندوق تکافوی نرخ تورم را نداشته باشد، دولت از منابع خود همانند صندوق توسعه ملی یا سایر بودجه‌هایی که می‌تواند در لایحه بودجه قرار دهد، کسری را جبران نموده و در سررسید از صندوق برداشت کند. به‌هنگام سررسید اوراق، بانی دارایی‌ها را از ناشر اوراق خریداری می‌کند، زیرا این امر باعث می‌شود تا ناشر گواهی را بازخريد نموده و دارندگان اوراق بتوانند اصل سرمایه‌گذاری خود را دوباره به‌دست آورند. در سررسید مبلغ دارایی فروخته شده توسط ناشر در صندوق قرار گرفته، ارزش روز دارایی‌های صندوق که متشکل از سودهای باقی‌مانده و اصل سرمایه است بر اساس مبلغ اسمی اوراق میان سرمایه‌گذاران تقسیم می‌شود.



۳.۶ ضمانت اصل و سود اوراق شناور

بر اساس نظر مشهور فقها، تضمین اصل سرمایه توسط شخص ثالث در تمامی اوراق مالی بلاشکال است. بنابراین در مورد اوراقی که توسط دولت یا سایر نهادهای دولتی انتشار می‌یابد، چنانچه نهادی غیردولتی مانند بانک‌ها و شرکت‌های بیمه‌ای خصوصی، شرکت‌های تأمین سرمایه مستقل از بخش‌های دولتی و غیره می‌توانند اصل ارزش اسمی اوراق دولتی را ضمانت کنند.

تضمین سود: بر مبنای نظر مشهور فقها، سود موضوعی نیست که بتوان آن را مورد ضمانت قرارداد؛ چون ضمانت عملاً به منظور جبران خسارت مطرح است و خسارت در مورد اصل مال است و کاهش سود خسارت محسوب نمی‌شود. در اوراق با سود شناور، چون از ابتدا میزان سود مشخص نمی‌باشد به لحاظ اجرایی نیز تضمین آن از قبل امکان‌پذیر نیست. ولی می‌توان پرداخت سود تحقق یافته را تضمین نمود؛ یعنی بانک یا نهاد مالی پرداخت کننده سود، تضمین کند که در صورت تحقق سود بر اساس نظر امین و حسابرس، آن را به سرمایه‌گذاران پرداخت کند.

در صورتی که سود شناور اوراق بر اساس یک نرخ خاص مثلاً تورم باشد که بتوان آن را سنجش نمود، در مورد اوراق مشارکتی، سود علی‌الحساب و در مورد اوراق غیر مشارکتی، سود قطعی را از طریق ساختار صندوق محقق نمود. همانطور که در مدل اوراق وکالت با نرخ شناور نشان داده شد، صندوق وکالت و استفاده از بودجه دولتی سازوکاری برای پوشش تورم بودند.

اساساً اوراق با سود شناور برای آن دسته از سرمایه‌گذارانی مناسب است که قابلیت پذیرش ریسک‌های سیستماتیک اقتصاد را داشته باشند. این ابزار روشی برای پوشش دادن سرمایه‌گذار در برابر یک نرخ خاص مانند تورم است، لذا پوشش ریسک، همیشه و لزوماً با سودآوری همراه نخواهد بود.

۳.۷ ریسک‌های اوراق شناور

در اکثر کشورها حرکت نرخ تورم بصورت تدریجی رخ می‌دهد، ولی برخی از کشورهای در حال توسعه من جمله ایران طی سال‌های اخیر با شک‌های تورمی روبه‌رو بوده‌اند. ریسک‌های سیاسی، تحریم‌های خارجی، سوء مدیریت داخلی و ... منجر به پرش‌های نرخ تورم در طی مدت زمان کوتاه شده است. هر چند انتشار اوراق حفاظت شده در برابر تورم، ابزاری برای پوشش ریسک نرخ تورم چه برای سرمایه‌گذاران و چه ناشران است؛ لیکن در صورتی که نرخ تورم از یک حدی بالاتر باشد، این نوع تأمین مالی ممکن است برای ناشر به صرفه نباشد و ناشر اوراق را نکول کند. بنابراین ریسک نکول اوراق افزایش می‌یابد. از طرف دیگر در صورتی که نرخ تورم کاهشی باشد، اوراق تعدیل شده با نرخ تورم برای سرمایه‌گذاران به صرفه نخواهد بود؛ لذا در این حالت ریسک نقدینگی اوراق افزایش می‌یابد. بنابراین، این اوراق برای اقتصادی که از یک تورم روبه افزایش منطقی برخوردار باشد؛ کارایی مطلوب خواهد داشت. البته ناشر می‌تواند با استفاده از قراردادهای کف و سقف، اختیارات و وظایف خود در قبال نرخ تورم را محدود نماید.

۳.۷.۱ استفاده از قراردادهای کف و سقف

اوراق می‌تواند به گونه‌ای طراحی شود که مسئولیت ناشر در پرداخت سود بر اساس نرخ تورم، میان دو کران پایین و بالا قرار گیرد. در صورتی که نرخ تورم میان دو نرخ کران پایین و بالا قرار گیرد همان نرخ معیار عمل قرار گیرد و اگر بالاتر از سقف باشد، نرخ سقف و اگر پائین‌تر از کف، نرخ کف معیار عمل قرار خواهد گرفت. در این حالت هم سرمایه‌گذاران و هم ناشر توانایی بیشتری در مدیریت ریسک‌های خود خواهند داشت.

در اوراق مشارکت، نرخ سود مشارکت می‌تواند بر اساس توافق طرفین معین گردد؛ بنابراین می‌توان برای نرخ سود، کف و سقف قرار داد. بنابراین می‌توان چنین شرط کرد که اگر سود تحقق یافته در فاصله میان دو نرخ کف و سقف قرار گیرد، سود بر اساس اصل سرمایه تقسیم می‌شود و اگر سود بیشتر (و یا کمتر) از یک نرخ معینی قرار گیرد، درصد تقسیم سود همان نرخ سقف یا کف باشد.

با توجه به تصویب قرارداد اختیار معامله در کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار، استفاده از قرارداد اختیار معامله خرید و اختیار معامله فروش، راهکار مناسبی برای پوشش ریسک این نوع اوراق است. در شرایط تورمی شدید، در صورتی که ناشر اختیار خرید اوراق را داشته باشد به یک نرخ مشخص اقدام به خرید اوراق می‌نماید. همچنین در شرایطی که تورم کاهشی است، سرمایه‌گذارانی که دارای اختیار معامله فروش می‌باشند می‌توانند این اوراق را به یک نرخ معینی در بازار یا به ناشر بفروشند.

منابع

۱. حائری، سید علی بن محمد طباطبایی (۱۴۱۸هـ)، ریاض المسائل، قم، مؤسسه آل البيت عليهم السلام، ج ۱۰.
۲. خمینی، سید روح الله موسوی (بی تا)، تحریر الوسیله، قم، مؤسسه مطبوعات دار العلم، ج ۱.
۳. عاملی، کرکی، محقق ثانی، علی بن حسین (۱۴۱۴هـ)، جامع المقاصد فی شرح القواعد، قم، مؤسسه آل البيت عليهم السلام، ج ۷.
۴. عبداللهی، محمود (۱۳۷۱)، مبانی فقهی اقتصاد اسلامی، قم، دفتر انتشارات اسلامی وابسته به جامعه مدرسین حوزه علمیه قم، چاپ اول.
۵. محقق داماد، سید مصطفی (۱۴۰۶ هـ ق)، قواعد فقه، تهران، مرکز نشر علوم اسلامی.
۶. موسویان سید عباس، موسوی بیوکی، سید محمد مهدی (۱۳۸۹)، بررسی امکان استفاده از سوآپ بازده کل جهت مدیریت ریسک اعتباری در بانکداری اسلامی، فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، سال دهم، شماره ۳۷.
۷. موسویان، سید عباس، حسین پور محمد، مجتبی کاوند (۱۳۹۱)، اوراق بهادار (صکوک) و کالت؛ ابزاری مناسب برای تأمین مالی صنعت پتروشیمی، فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، سال دوازدهم، شماره ۴۷.
۸. موسویان، سیدعباس (۱۳۸۶)، فرهنگ اصطلاحات فقهی و حقوقی معاملات، تهران، پژوهشکده پولی و بانکی.
۹. موسویان، سیدعباس (۱۳۹۱)، بازار سرمایه اسلامی (۱)، تهران، سازمان انتشارات پژوهشکده فرهنگ و اندیشه اسلامی.
۱۰. موسویان، سیدعباس (ب) (۱۳۸۶)، ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)، تهران، سازمان انتشارات پژوهشکده فرهنگ و اندیشه اسلامی.
۱۱. نجفی، صاحب الجواهر (۱۴۰۴ هـ ق)، محمد حسن، جواهر الکلام فی شرح شرائع الإسلام، دار إحياء التراث العربی، بیروت، ج ۲۳.

ضمیمه الف؛ نهاد قیمت گذاری اوراق

نهاد قیمت گذاری اوراق اندونزی (IBPA)^۱ چشم انداز خود را چنین ترسیم نموده که ارزشگذاری و تعیین قیمت‌های منصفانه اوراق قرضه، صکوک و دیگر اوراق بدهی، اطلاعات بازار بدهی را به گونه‌ای که مستقل، قابل اعتماد و با توضیح دهنده‌گی بالا باشند ارائه دهد. IBPA یک نهاد قیمت‌گذاری در بازار سرمایه اندونزی برای اوراقی است که ارزش گذاری آنها بر مبنای ابزارهای بدهی است. که بر اساس قانون Bapepam-LK V.C.3 تأسیس گردیده است.

ایده شکل دهی این نهاد زمانی شکل گرفت که نهاد ناظر، شاهد وقایعی ناخوشایند و مکرری بود که در تاریخ بازار سرمایه اندونزی در مورد صندوق‌های مشترک با درآمد ثابت رخ داده بود. این تجربه تلخ به روز رسانی قیمت‌ها (MTM) را به یک اطلاعات بسیار مهم برای بازار سرمایه اندونزی تبدیل کرد و لذا ناظر بازار اقدام به ایجاد IBPA به عنوان مرجع ارائه دهنده قیمت‌ها به سرمایه گذاران و سایر فعالان بازار با به منظور مدیریت ریسک نمود. مأموریت این نهاد، ایجاد شفافیت و کارایی بازار سرمایه اندونزی است.

خدمات و محصولات IBPA

این نهاد قیمت منصفانه بازار اوراق قرضه دولتی بر اساس دلار آمریکا که شامل انواع زیر می‌شود را ارائه می‌دهد: نرخ ثابت، نرخ متغیر، بدون کوپن و صکوک.

داده ها بصورت روزانه و بر اساس هر دسته از اقسام فوق و بر اساس بازدهی و بصورت منحنی بازدهی ارائه می‌شود. در طول روز دو مرتبه قیمت‌ها بروزرسانی می‌شوند: قیمت‌های نیمروزی و قیمت‌های بسته شدن اطلاعات قابل عرضه این نهاد به پنج دسته کلی طبقه بندی شده است:

۱. بازدهی و قیمت اوراق قرضه و صکوک دولتی (شامل منحنی های بازدهی، بازدهی تا سررسید و شاخص‌های مرجع)
۲. بازدهی و قیمت اوراق قرضه و صکوک شرکتی (منحنی‌های بازدهی بر اساس رتبه بندی، ماتریس شکاف اعتباری)
۳. اخبار مرتبط با اوراق قرضه
۴. اطلاعات در رابطه با صکوک، اوراق قرضه شرکتی و اوراق قرضه دولتی
۵. اطلاعات قیمت گذاری

مدل‌های قیمت‌گذاری

منحنی بازدهی نشان دهنده رابطه میان بازده‌های انتظاری سرمایه‌گذاران برای محدوده معین در دسترس و تا حداکثر ۳۰ ساله است. منحنی بازدهی، یک مرجع تصمیم‌گیری برای معامله گران و سرمایه‌گذاران است.

¹ Indonesia Bond Pricing Agency

² Marked-To-Market

مدل ارزشگذاری قیمت در IBPA بر اساس مدل Nelson-Siegel Svensson (NSS) است. این مدل از مدل‌های پارامتریک می‌باشد و از رویه حداکثرسازی مطلوبیت به منظور تولید دقیقترین منحنی بازده استفاده می‌شود. این مدل توسط چارل نلسون و اندرو سیگل در دانشگاه واشنگتن و در سال ۱۹۸۷ پیشنهاد گردید. این مدل دقیقی است که بطور گسترده در چندین کشور از آن استفاده می‌شود.

منحنی بازدهی بدست آمده از مدل NSS اساس ارزش گذاری برای اوراق با نرخ ثابت، بدون کوپن، صکوک می‌باشد.

فرایند قیمت گذاری

ارزش منصفانه و بازاری که روزانه توسط این نهاد اعلام می‌گردد از یک فرایند دقیق که در شکل زیر نشان می‌دهد، به دست می‌آید:



ضمیمه ب؛ مصوبات کمیته تخصصی فقهی

الف) اوراق مشارکت با نرخ سود شناور

کمیته تخصصی فقهی در جلسات ۱۰۰ و ۱۰۱ پس از بحث و بررسی پیرامون مباحث اقتصادی و فقهی موضوع، الگوهای زیر را از منظر فقهی تایید کرد:

۱. سود علی الحساب شناور: در این روش سود علی الحساب اوراق مشارکت که بر مبنای نرخ تورم به اضافه درصد مشخص تعیین می شود، از طرف بانی یا ناشر به دارندگان اوراق به عنوان قرض پرداخت می شود تا در سررسید بر مبنای سود واقعی پروژه تسویه گردد.

۲. استفاده از حق اختیار فروش: در این روش ضمن عقد شرکت، ناشر به شرکاء که همان دارندگان اوراق مشارکت هستند این حق را می دهد که چه در مقاطع دوره ای پرداخت سود علی الحساب و چه در سررسید نهایی، بتوانند سهم الشرکه خود را، که عبارتست از ارزش اسمی اوراق به اضافه سود اوراق که بر اساس فرمول مشخصی (تورم به اضافه درصد معین) تعیین گردیده را به ناشر یا بازارگردان اوراق بفروشند.

۳. استفاده از حق اختیار فروش و حق اختیار خرید: در این روش ضمن عقد شرکت، ناشر به شرکاء که همان دارندگان اوراق مشارکت هستند این حق را می دهد که چه در مقاطع دوره ای پرداخت سود علی الحساب و چه در سررسید نهایی، بتوانند سهم الشرکه خود را، که عبارتست از ارزش اسمی اوراق به اضافه سود اوراق که بر اساس فرمول مشخصی (تورم به اضافه درصد معین) تعیین گردیده را به ناشر یا بازارگردان اوراق بفروشند، کما اینکه خریداران اوراق به ناشر این حق را می دهند که ناشر (در صورت مجاز بودن به خرید) در سررسید مقرر اختیار خرید اوراق بر اساس فرمول مشخصی (تورم به اضافه درصد معین) داشته باشد.

ب) اوراق اجاره با نرخ سود شناور

کمیته تخصصی فقهی پس از بحث و بررسی پیرامون مباحث اقتصادی و فقهی موضوع، در جلسه ۱۰۲ انتشار اوراق اجاره با نرخ شناور به ترتیب ذیل را مجاز دانست:

۱. اوراق اجاره عملیاتی با نرخ شناور: در این روش، اوراق اجاره از چند عقد اجاره متوالی که در ضمن قرارداد اجاره اول شرط شده اند، تشکیل می شود. یعنی زمان انتشار اوراق، با انعقاد قرارداد اجاره دوره زمانی نخست، اولاً، نرخ اجاره بهای اولین عقد اجاره که سررسید آن پایان یک دوره زمانی است، تعیین می شود. ثانیاً ضمن این عقد اجاره، شرط می شود؛ طرفین قرارداد (موجر و مستاجر) متعهد هستند تا سررسید اوراق، ابتدای هر دوره زمانی عقد اجاره را تجدید کنند و نرخ اجاره بهای هر عقد اجاره با لحاظ نرخ تورم دوره قبل به علاوه مقدار مشخص خواهد بود. برای مثال شرکت واسط در نقش موجر، دارایی که با پول صاحبان اوراق خریداری کرده است را با نرخ اجاره بهای ۲۰ درصد (۲۰٪ ارزش دارایی) به مدت یک سال به بانی (مستاجر) اجاره می دهد و در ضمن آن، واسط و بانی متعهد می شوند

قرارداد اجاره این دارایی را برای سه سال متوالی با نرخ اجاره بهای تورم دوره قبل به اضافه سه درصد، ابتدای هر سال مالی تجدید کنند.

۲. اوراق اجاره به شرط تملیک با نرخ شناور: در این روش نیز، اوراق اجاره از چند عقد اجاره متوالی که در ضمن قرارداد اجاره اول شرط شده‌اند، تشکیل می‌شود. یعنی زمان انتشار اوراق، با انعقاد قرار داد اجاره دوره نخست، اولاً، نرخ اجاره بهای اولین عقد اجاره که سررسید آن یک دوره زمانی است، تعیین می‌شود. ثانیاً ضمن این عقد اجاره، شرط می‌شود؛ طرفین قرارداد (موجر و مستاجر) متعهد هستند تا سررسید اوراق، ابتدای هر دوره زمانی عقد اجاره را تجدید کنند و نرخ اجاره بهای هر عقد اجاره با لحاظ نرخ تورم دوره قبل به علاوه مقدار مشخص خواهد بود، ثالثاً واسط (موجر) متعهد می‌شود در سررسید اوراق، عین مستاجره را در مقابل مبلغی معین به تملیک مستاجر (بانی) در بیاورد. برای مثال شرکت واسط در نقش موجر، دارایی که با پول صاحبان اوراق به صد میلیارد خریداری کرده است را با نرخ اجاره بهای ۲۰ درصد (۲۰٪ ارزش دارایی) به مدت یک سال به بانی (مستاجر) اجاره می‌دهد و در ضمن آن واسط و بانی متعهد می‌شوند اولاً، قرارداد اجاره این دارایی را برای سه سال متوالی با نرخ اجاره بهای تورم دوره قبل به اضافه سه درصد، ابتدای هر سال مالی تجدید کنند ثانیاً عین مستاجره را در مقابل پرداخت صد میلیارد از طرف بانی، به تملیک بانی در بیاورند.