



سازمان بورس و اوراق بهادار
SECURITIES & EXCHANGE ORGANIZATION

مسائل جدید فقهی مرتبط با انتشار اوراق منفعت و سلف

مجید پیره

سرپرست اداره مطالعات مالی اسلامی و دبیر کمیته تخصصی فقهی
مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی
سازمان بورس و اوراق بهادار

اولین دوره آموزشی انتشار ابزارهای تأمین مالی و ملاحظات فقهی
سازمان بورس و اوراق بهادار
اردیبهشت ۱۴۰۳



سازمان بورس و اوراق بهادار
SECURITIES & EXCHANGE ORGANIZATION

بخش اول: معرفی کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار

بخش دوم: مروری بر مسائل فقهی جدید مرتبط با اوراق منفعت

بخش سوم: مروری بر مسائل فقهی جدید مرتبط با اوراق سلف



سازمان بورس و اوراق بهادار
SECURITIES & EXCHANGE ORGANIZATION

بخش اول: معرفی کمیته تخصصی فقهی



اداره مطالعات مالی اسلامی و دبیرخانه کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار



سازمان بورس و اوراق بهادار
SECURITIES & EXCHANGE ORGANIZATION

کارگروه بازار سرمایه اسلامی (قم)

این کارگروه نقش مشورتی برای جمع بندی موضوعات در کمیته تخصصی فقهی را دارد.

جلسات آن معمولاً ۳ بار در ماه و در شهر قم برگزار می شود.

دوره انتصاب اعضا، ۲ سال است.

اعضا متشکل از ۴ فقیه و یک نفر حقوقدان می باشند.

در صورت لزوم، قبل از طرح موضوع در کمیته تخصصی فقهی، از سوی کارگروه استفتائی تنظیم و نتایج مباحث در جلسه کمیته تخصصی فقهی ارائه می شود.





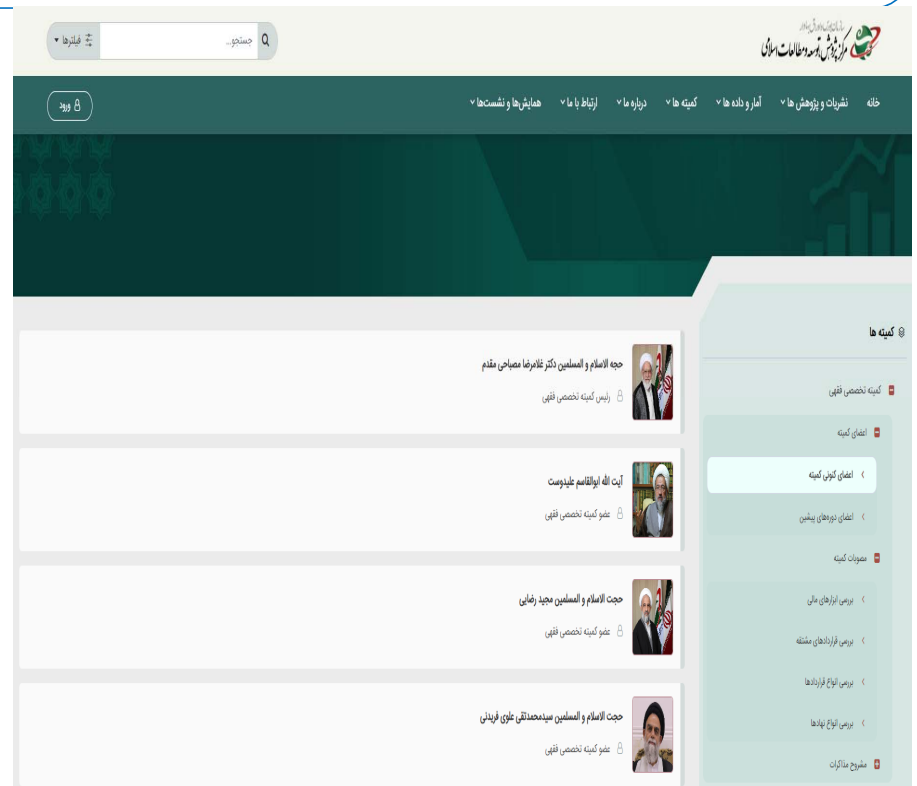
سازمان بورس و اوراق بهادار
SECURITIES & EXCHANGE ORGANIZATION



کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار

- شروع فعالیت در بازار سرمایه: اردیبهشت ۱۳۸۶
- تعداد اعضا: ۸ نفر (شامل ۵ فقیه متجزی و ۳ خبره مسائل اقتصادی، حقوقی و مالی)
- تعداد جلسات: ۲۸۵ جلسه
- تعداد مصوبات: ۱۷۵ مصوبه
- دوره انتصاب اعضا: ۳ سال
- تمدید احکام اعضا برای دو دوره پیاپی
- مروری بر روند طرح موضوعات در کمیته تخصصی فقهی شامل:
 1. موضوع شناسی
 2. استفتاء
 3. بررسی ابعاد کارشناسی
 4. نقد طرح ها
 5. جمع بندی
- ضرورت تشکیل کمیته تخصصی فقهی در بازار سرمایه:
 - نقد و بررسی ابعاد فقهی
 - همگرایی موضوعات فقهی در جوامع تخصصی
 - لسان واحد در ادبیات بین المللی

منابع در حوزه مصوبات کمیته تخصصی فقهی





سازمان بورس و اوراق بهادار
SECURITIES & EXCHANGE ORGANIZATION

بخش دوم: مروری بر مسائل فقهی جدید مرتبط با اوراق منفعت



اداره مطالعات مالی اسلامی و دبیرخانه کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار



سازمان بورس و اوراق بهادار
SECURITIES & EXCHANGE ORGANIZATION

منفعت چیست؟

منفعت را می توان به صورت نفع و بهره ای که از دارایی معینی حاصل می شود تعبیر کرد (مثلاً منفعت منزل مسکونی یا منفعت اتاق یک هتل)

اتومبیل

- کرایه اتومبیل
- مبلغ مشخص

هتل

- کرایه اتاق
- مبلغ مشخص

منزل

- اجاره بها
- مبلغ مشخص





منفعت یا اصل دارایی؟

• اصل دارایی

- در مورد برخی دارایی ها، صحبت از انتقال اصل دارایی می شود.
- انتقال اصل دارایی از چه روش هایی امکان پذیر است؟
 - قرارداد بیع
 - قرارداد صلح

آیا قیمت اصل دارایی بیشتر است یا منفعت آن؟

• منفعت دارایی

- در ازاء بهره برداری از منفعت دارایی، مبلغی پرداخت می شود.
- انتقال منفعت دارایی از چه روش هایی امکان پذیر است؟
 - قرارداد اجاره
 - قرارداد صلح
 - قرارداد بیع
- در قرارداد اجاره، واگذاری منفعت دارایی برای محدوده زمانی مشخص صورت می گیرد.



اوراق منفعت در بازار سرمایه ایران

معرفی اوراق منفعت

• اوراق بهادار با نامی است که نشان‌دهنده مالکیت مشاع دارنده آن بر مقدار معینی از **منافع آتی** حاصل از بکارگیری دارایی‌ها یا ارائه خدمات معین و هرگونه **حقوق معین** قابل نقل و انتقال برای یک دوره زمانی مشخص است.

• این اوراق قابل معامله در بورس‌ها یا بازارهای خارج از بورس می‌باشند.

منظور از منافع آتی و حقوق معین چیست؟

منافع آتی

مانند منافع آتی اتاق‌های یک هتل، منافع آتی بزرگراه‌ها

- واگذاری منفعت آتی خط تولید یک کارخانه
- واگذاری منفعت آتی یک مجتمع مسکونی
- واگذاری منفعت آتی یک مخزن نفت

حقوق معین

حق بهره‌برداری از یک طرح معین

- حق دریافت عوارض؟
- حق دریافت کمیسیون؟
- حق دریافت مالیات؟



سازمان بورس و اوراق بهادار
SECURITIES & EXCHANGE ORGANIZATION

نرخ سود در اوراق منفعت

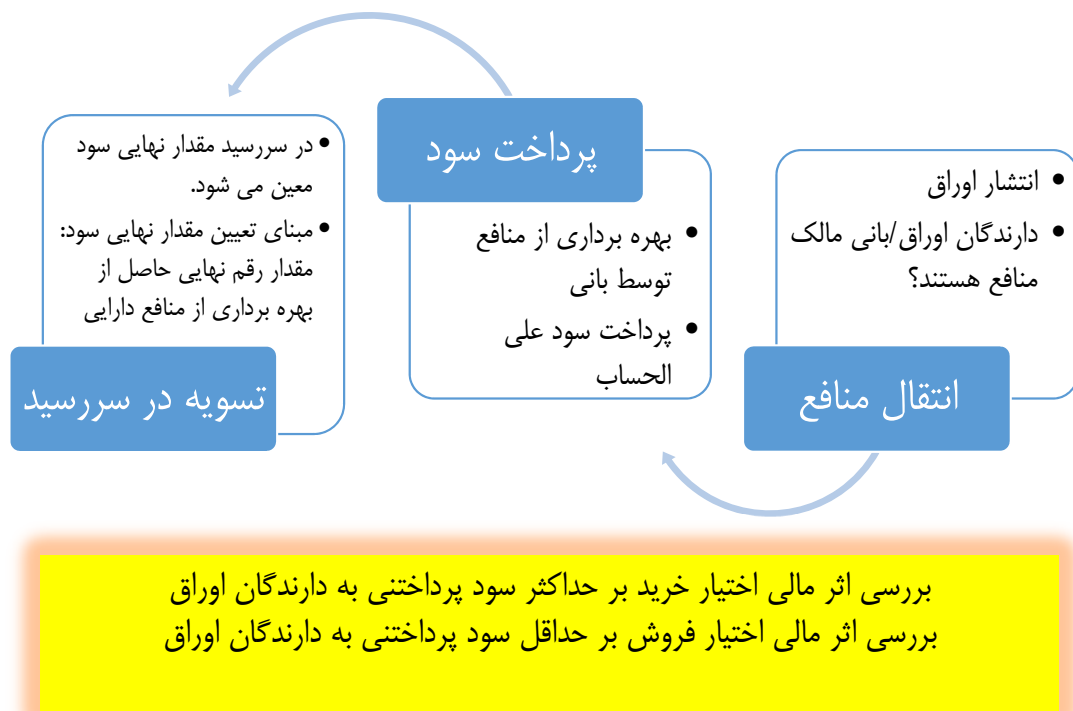
در مقاطع زمانی معین، نرخ سود به دارندگان اوراق قابل پرداخت است.

این نرخ سود، به صورت علی الحساب است.

چرا نرخ سود علی الحساب است؟

مبنای پرداخت سود از نظر فقهی چیست؟

در پایان دوره، مقدار نهایی نرخ سود تعیین و با دارندگان اوراق تسویه می شود. البته ممکن است قیمت اعمال بر رقم پرداختنی موثر باشد.





سازمان بورس و اوراق بهادار
SECURITIES & EXCHANGE ORGANIZATION

نمونه ای از جریانات نقدی مرتبط با اوراق منفعت

شرح / سال					۱۴۰۲
نرخ تورم واقعی					۴۰,۴۰٪
میانگین ۵ سال گذشته					۴۴,۲۸٪
شرح / سال					۱۴۰۱
افزایش نرخ پیش بینی شده					۴۶,۵۰٪
شرح / سال					۱۴۰۰
تعداد روز اجاره					۴۶,۲۰٪
شرح / سال					۱۳۹۹
تعداد واحد (سوئیت) مبنای منفعت					۴۷,۱۰٪
شرح / سال					۱۳۹۸
منافع حاصل از خدمات هتل داری					۴۱,۲۰٪
شرح / سال					۱۴۰۶
نرخ تنزیل					۲۵,۰۰٪
شرح / سال					۱۴۰۵
ارزش فعلی منافع قابل واگذاری					۲۵,۰۰٪
شرح / سال					۱۴۰۴
جمع					۳۲,۰۰٪
شرح / سال					۱۴۰۳
تعداد روز اجاره					۴۲,۰۰٪
تعداد واحد (سوئیت) مبنای منفعت					۲۵
منافع حاصل از خدمات هتل داری					۲۵
نرخ تنزیل					۲۳,۰۰٪
ارزش فعلی منافع قابل واگذاری					۲۳,۰۰٪
جمع					۷۶۹,۷۸۵
تعداد روز اجاره					۹۳
تعداد واحد (سوئیت) مبنای منفعت					۳۶۵
منافع حاصل از خدمات هتل داری					۳۶۵
نرخ تنزیل					۲۳,۰۰٪
ارزش فعلی منافع قابل واگذاری					۲۳,۰۰٪
جمع					۲۳,۰۰٪



سازمان بورس و اوراق بهادار
SECURITIES & EXCHANGE ORGANIZATION

آسیب شناسی انتشار اوراق منفعت

- نرخ سود علی الحساب
- تنزیل جریانات نقدی یا تنزیل منفعت؟
- قیمت اعمال اختیار خرید و فروش در اوراق منفعت
- بحث و تبادل نظر در خصوص مسائل روز
فقهی انتشار اوراق منفعت



سازمان بورس و اوراق بهادار
SECURITIES & EXCHANGE ORGANIZATION

بخش سوم: مروری بر مسائل فقهی جدید مرتبط با اوراق سلف



اداره مطالعات مالی اسلامی و دبیرخانه کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار



معرفی بیع سلف

بیع کالی به کالی

- کالا: در آینده
- پول: در آینده

بیع سلف

- کالا: در آینده
- پول: فوری

بیع نسبه

- کالا: فوری
- پول: در آینده

بیع نقد

- کالا: فوری
- پول: فوری



معرفی اوراق سلف

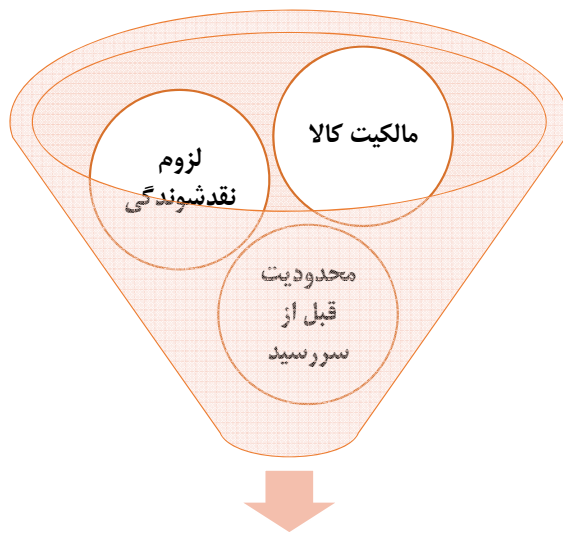
(مطابق دستورالعمل اجرایی معاملات سلف استاندارد در بورس کالای ایران)

- قرارداد **سلف** استاندارد: قراردادی است که براساس آن عرضه‌کننده مقدار معینی از دارایی پایه را مطابق مشخصات قرارداد **سلف** استاندارد در ازای بهای نقد به فروش می‌رساند تا در دوره تحویل به خریدار تسلیم نماید.
- خریدار می‌تواند معادل دارایی پایه خریداری شده را طی قرارداد **سلف** موازی استاندارد به فروش رساند.
- گواهی سلف استاندارد: سندی است کاغذی یا الکترونیکی که مشتمل بر مجموع دارایی خریدار از یک نماد معاملاتی در قراردادهای سلف استاندارد می‌باشد که توسط اتاق پایاپای صادر می‌شود.



چرا سلف موازی استاندارد؟

(واقعاً) چرا سلف موازی استاندارد؟



سلف موازی استاندارد

چند نکته در خصوص قرارداد سلف

- مالکیت کالای خریداری شده بعد از انعقاد قرارداد بیع سلف
- کالای کلی در بیع سلف یعنی چه؟
- فروختن کالای خریداری شده در بیع سلف قبل از:
 - سررسید
 - قبض

معامله دوم از معامله اول مستقل است ...



اختیار معامله در اوراق سلف؟

اختیار فروش تبعی

- اختیار معامله‌ای است که حسب مورد همراه با معامله سلف استاندارد، از سوی عرضه‌کننده به خریدار داده می‌شود که براساس آن خریدار اختیار فروش مقدار مشخصی از دارایی پایه به "قیمت اعمال" را در تاریخ سررسید خواهد داشت.

(ISLAMIC

Embedded Put Option)

اختیار خرید تبعی

- اختیار معامله‌ای است که حسب مورد همراه با معامله سلف استاندارد، از سوی خریدار به عرضه‌کننده داده می‌شود که براساس آن عرضه‌کننده، اختیار خرید مقدار مشخصی از دارایی پایه به "قیمت اعمال" را در تاریخ سررسید خواهد داشت.

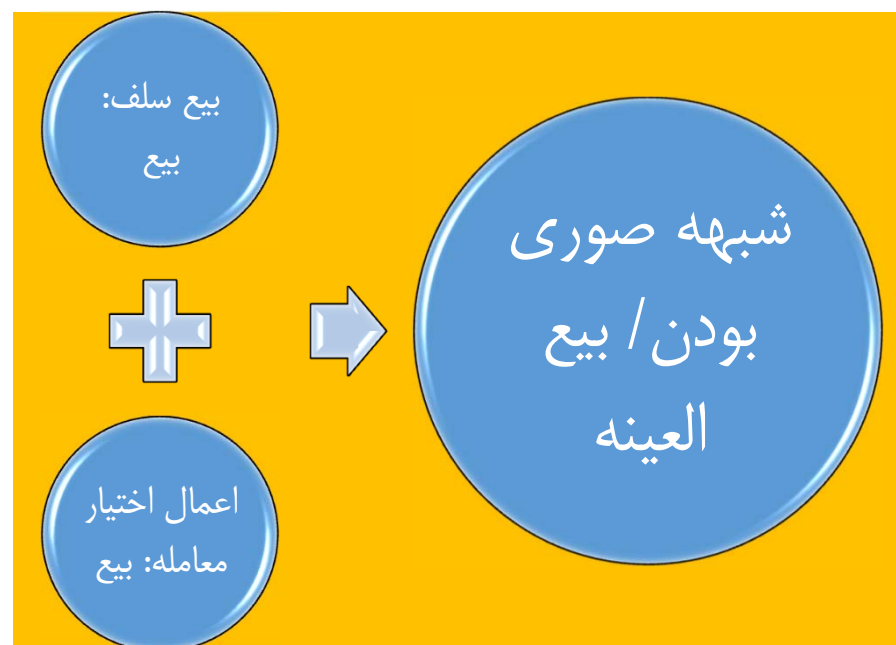
(ISLAMIC

Embedded Call Option)

چرا تفاوت معنادار در قیمت اعمال اختیار معامله در اوراق سلف؟

نوسانات قیمت دارایی پایه در یک سال گذشته	قیمت اعمال اختیار خرید	قیمت اعمال اختیار فروش	دارایی پایه
انحراف معیار بیشتر از تفاوت نیم درصد قیمت اعمال ها	۲۰٪	۱۹.۵٪	گندم
قیمت مس غالباً بالای ۲۰ درصد افزایش داشته است.	۲۰٪	۱۰٪	مس
قیمت خودرو سمند غالباً حداکثر ۲۰ درصد افزایش قیمت خواهد داشت.	۳۰٪	۱۹.۵٪	خودرو سمند

منطق فقهی تفاوت معنادار





سازمان بورس و اوراق بهادار
SECURITIES & EXCHANGE ORGANIZATION

آسیب شناسی انتشار اوراق سلف

• بحث و تبادل نظر در خصوص چالش های
انتشار اوراق سلف

- سلف موازی استاندارد: موجودی کالای کلی
- قیمت اعمال در اوراق سلف موازی استاندارد:
آیا تفاوت معنادار کافی است؟



سازمان بورس و اوراق بهادار
SECURITIES & EXCHANGE ORGANIZATION

و در پایان :



تشکر فراوان بابت عنایت
حضار محترم به مباحث

مجید پیره

m.pireh@seo.ir

(+98) 21 88679456