

# طراحی اوراق بهادار اسلامی قابل تفکیک و قابل تبدیل بر اساس فقه امامیه\*

تاریخ دریافت: ۱۳۹۷/۰۹/۲۸ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۸/۰۲/۰۷

محمد توحیدی\* میثم کریمی\*\*\*

## چکیده

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

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

**واژگان کلیدی:** استریپ، اوراق بهادار اسلامی، الگوی قابل تفکیک سود از اصل، الگوی قابل تبدیل. طبقه‌بندی JEL: G11, G19, G23.

۲۳۵

فصلنامه علمی اقتصاد اسلامی / مقاله علمی پژوهشی / سال نوزدهم / شماره ۷۵ / پاییز ۱۳۹۸

\*. این پژوهش حاصل برگزاری جلسه‌های متعدد کارشناسی با همکاری مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار است.

\*\*\*. استادیار دانشکده معارف اسلامی و مدیریت دانشگاه امام صادق (ع)، تهران، ایران (نویسنده مسئول).

Email: tohidi@isu.ac.ir.

\*\*\*. دانشجوی کارشناسی ارشد معارف اسلامی و مدیریت مالی دانشگاه امام صادق (ع)، تهران، ایران.

Email: me.karimi@isu.ac.ir.

## مقدمه

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

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

در اوراق بهادار اسلامی که سود میان‌دوره توزیع می‌کنند، یکی از چالش‌های میان متقاضیان وجوه (بنگاه‌ها) برای تأمین مالی و سرمایه‌گذاران، زمان‌بندی پرداخت اصل و سود است. از یک‌سو ناشران اوراق بهادار تمایل دارند بازپرداخت تعهدات خود یعنی اصل و سود را به انتهای دوره (سررسید) موکول کنند و از سوی دیگر بازیابی مجدد سرمایه و

افزایش تعدد پرداخت‌های میان‌دوره‌ای، اوراق را برای سرمایه‌گذاران در شرایط مشابه بسیار جذاب‌تر می‌نماید؛ به‌گونه‌ای که سرمایه‌گذاری مجدد سود به صورت پیوسته اولویت اصلی سرمایه‌گذاران است؛ بنابراین به نظر می‌رسد زمان‌بندی پرداخت‌ها یکی از اختلاف‌نظرهای میان ناشران اوراق بهادار و سرمایه‌گذاران است.

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

- اختلاف سلیقه بین ناشر در عدم پرداخت سود میان‌دوره‌ای با سرمایه‌گذار در دریافت عواید میان‌دوره در بازه‌های کوتاه‌تر، موجب کاهش جذابیت اوراق بهادار با درآمد ثابت برای سرمایه‌گذاران گردیده است.
- عدم تنوع در ابزارهای بازارگردانی، در عمل رکن بازارگردان و مشاوره عرضه را با محدودیت‌های جدی مواجه کرده است؛ از این رو، پذیرش این تعهد، امری بسیار پرریسک می‌باشد.

---

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

- با توجه به چالش‌های تعیین نرخ سود سپرده بانکی در بازار پول، قیمت‌گذاری اوراق با درآمد ثابت در بازار سرمایه و تعیین نرخ‌های جذاب برای سرمایه‌گذاران مختلف با محدودیت‌های فراوانی روبه‌رو می‌باشد.

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

در مرحله بعد الگوی طراحی شده با سه نوع اوراق بهادار اسلامی اجاره، مباحه و سفارش ساخت تطبیق داده شده و ماهیت گواهی سود و تبدیل گواهی به اصل اوراق، بررسی و تجزیه و تحلیل فقهی شده است. خاطرنشان می‌شود، در الگوی پیشنهادی علاوه بر سازوکار تفکیک سود از اصل اوراق که مشابه اوراق قرضه متعارف تفکیک شده (سود از اصل) است، امکان تبدیل سود اوراق به اصل اوراق نیز طی فرایندی امکان‌پذیر است که به جذابیت اوراق در بازارهای مالی خواهد افزود.

### مبانی نظری و پیشینه پژوهش

اگرچه الگوی اوراق بهادار اسلامی قابل تفکیک سود از اصل، ایده‌ای بدیع از سوی نگارندگان این پژوهش در توسعه ابزارهای مالی اسلامی محسوب می‌شود و طبق بررسی صورت گرفته در تحقیقات مختلف و در بازارهای مالی کشورهای گوناگون، ابزاری که به طور کامل با آن مشابهت داشته، یافت نشده است، اما شبیه‌ترین ابزار از جهت کارکرد به این الگو، اوراق قرضه تفکیک شده (STRIPS: Separate Trading of Registered

Interest and Principal of Securities) است که اولین بار توسط خزانه‌داری آمریکا طراحی و مورد استفاده گرفت؛ از این رو، در این بخش به پژوهش‌های مرتبط با این اوراق و موضوعات مختلف درباره آن اشاره شده است.

گرین بالت و لانگ استاف (۲۰۰۰) در تحقیقی با عنوان «نوآوری مالی و نقش ساختارهای مشتقه: تحلیلی تجربی از اوراق تفکیک‌شده خزانه» به بررسی نحوه استفاده فعالان بازار از اوراق تفکیک‌شده خزانه پرداخته و بیان می‌دارند دلیل ایجاد چنین اوراقی توسط سرمایه‌گذاران و فعالان بازار، ایجاد بازار رقابتی‌تر و بهره‌مندی از مزایای مالیاتی و عدم تقارن‌های حسابداری است (Grinblatt & Longstaff, 2000).

لیوینگستون و گریگوری (۱۹۸۹) در تک‌نوشته‌ای با عنوان «تفکیک سود از اصل اوراق خزانه آمریکا» به بررسی توسعه اولیه بازار اوراق تفکیک‌شده خزانه آمریکا از سال ۱۹۸۲ پرداخته‌اند. در این پژوهش عنوان شده است که در سال ۱۹۸۵ خزانه‌داری آمریکا به معامله‌گران بازار اجازه تفکیک سود از اصل اوراق خزانه را داده و در سال ۱۹۸۷ اجازه بازسازی مجدد اوراق تفکیک‌شده و الحاق مجدد آن به اوراق قرضه پایه را داده است. این دو محقق عنوان کرده‌اند که در بازارهای کامل با ساختار زمانی نرخ بهره افزایشی، تفکیک سود از اصل اوراق به ارزش بیشتر پرتفوی می‌انجامد و این مسئله می‌تواند انگیزش متعهدان پذیرهنویس را جهت تفکیک سود از اصل اوراق بیشتر نماید (Livingston & Gregory, 1989).

دووپونت و ساک (۱۹۹۹) در گزارشی با عنوان «بازار اوراق خزانه: بررسی اجمالی و توسعه‌های اخیر» که برای بولتن فدرال رزرو انجام داده‌اند، عنوان کرده‌اند: سازوکار تفکیک سود از اصل، بیشتر برای اوراق بهادار بلندمدت‌تر مورد استفاده قرار می‌گیرد؛ زیرا تفکیک سود از اصل، سبب ایجاد اوراقی می‌شود که دیرش\* آنها بیشتر از اوراق خزانه کوپن‌دار در دسترس است که می‌تواند برای سرمایه‌گذارانی مفید باشد که دارای افق سرمایه‌گذاری

\*. دیرش میانگین وزنی زمان تا سررسید یک سرمایه‌گذاری است و مقیاسی برای سنجش حساسیت قیمت به تغییر در نرخ بهره در اوراق با درآمد ثابت محسوب می‌شود (Saunders and Cornet, 2014, pp.228-).

خیلی بلندمدت هستند. تفکیک سود از اصل و بازسازی مجدد اوراق خزانه اولیه می‌تواند به‌طور نسبی سریع و با هزینه کم اجرایی شود و آریترژ میان بازارها را تسهیل نماید؛ بنابراین بین قیمت اوراق خزانه قابل‌تفکیک و اجزای تفکیک‌شده آن - شامل اصل و کوپن‌های دوره‌ای - ارتباط تنگاتنگی وجود دارد (Dupont & Sack, 1999).

اداره مدیریت بدهی انگلیس (UK Debt Management Office, 2018) در گزارشی با عنوان «عملیات رسمی در بازار گیلت: یک یادداشت عملیاتی» تشریح می‌کند که بین سال‌های ۱۹۹۷ تا ۲۰۰۸ همه گیلت‌های متعارف جدید خزانه‌داری انگلیس به منظور تسهیل تفکیک سود از اصل آنها و قابلیت تعویض کوپن اوراق مختلف، در یکی از دو سری تاریخ کوپن و سررسید - ۷ ژوئن و ۷ دسامبر یا ۷ مارس و ۷ دسامبر - منتشر شدند. اوراق تفکیک‌شده اصل (پرداخت اصل مبلغ اوراق در سررسید) قابلیت تعویض با اوراق یا کوپن‌های تفکیک‌شده دیگر با همان تاریخ سررسید را ندارد. حداقل مقیاس برای معامله در اوراق تفکیک‌شده یک پنی و حداقل مقدار گیلت‌های پایه که قرار است تفکیک و بازسازی شوند، ۱۰ هزار پوند است - به استثنای مواردی که گیلت پایه در دوره پرداخت اولین کوپنش است که به دلایل فنی، حداقل مقدار گیلت پایه باید یک میلیون پوند باشد -

بولدر و بویسورت (۱۹۸۹) در پژوهشی با عنوان «کاهش محدودیت‌های تفکیک سود از اصل و بازسازی اوراق قرضه دولتی کانادا» به دنبال بررسی روشی برای محدود نمودن توانایی فعالان بازار برای اثرگذاری روی قیمت‌های اوراق بهادار از طریق کاهش محدودیت‌هایی هستند که قابلیت تغییرپذیری جریان‌ات نقدی اصل و کوپن اوراق قرضه تفکیک‌شده را محدود می‌نماید. دو محدودیت مورد بررسی در این پژوهش عبارت‌اند از: تعیین سقف برای بازسازی اوراق تفکیک‌شده و عدم قابلیت تغییرپذیری پرداخت‌های بهره و کوپن. نگارندگان این پژوهش در صدد هستند با بررسی تجربه سایر کشورها، راهکارهای جایگزین ارائه کنند (Bolder & Boisvert, 1998).

دیویس و ارهارت (۱۹۹۳) در مقاله‌ای با عنوان «نقدشوندگی، بازسازی و ارزش اوراق تفکیک‌شده خزانه آمریکا» بیان می‌دارند که معامله اوراق تفکیک‌شده با کوپن صفر حاصل از پرداخت اصل در قیمت‌هایی بالاتر از اوراق تفکیک‌شده با کوپن صفر حاصل از پرداخت‌های کوپن صورت می‌پذیرد. این مطالعه نشان می‌دهد که تفاوت‌ها در نقدشوندگی

و ویژگی‌های بازسازی مجدد اوراق تفکیک‌شده چنین تفاوت قیمتی را تبیین می‌کند (Daves & Ehrhardt, 1993).

بالترو و همکاران (۲۰۱۴) در پژوهشی با عنوان «چشم‌انداز بلندمدت در عامل تعیین‌کننده سطح و میزان تفکیک سود از اصل» ضمن بررسی درصد کل اوراق تفکیک‌شده خزانه در طول تاریخ بازار خزانه امریکا به چند نکته مهم اشاره نموده‌اند: اول، میزان تفکیک سود از اصل طی سال‌های ۱۹۸۵ تا ۲۰۱۰ با کاهش بلندمدت نرخ‌های بهره، کاهش چشم‌گیری داشته است؛ دوم، اوراق با درصد کوپن بالاتر و بلندمدت‌تر، بیشتر و سنگین‌تر تفکیک شده‌اند و سوم، توقف انتشار اوراق قرضه سی ساله طی سال‌های ۲۰۰۱ تا ۲۰۰۶ شکافی در ساختار سررسید اوراق خزانه ایجاد کرده و این مسئله سبب تفکیک بیشتر و سنگین‌تر اوراق قرضه سی ساله منتشره پس از سال ۲۰۰۶ شد. همچنین این پژوهش بیان می‌دارد چند عامل کلیدی سبب انگیزه بیشتر برای تفکیک سود از اصل اوراق می‌شود که عبارت‌اند از: مدیریت ریسک نرخ بهره، مسائل مالیاتی و رقابتی شدن بازار ( Bulter and et al, 2014).

خزانه‌داری ملی آفریقای جنوبی در سال ۲۰۰۱ با انتشار گزارشی با عنوان «معامله جداگانه سود از اصل اوراق بهادار دولتی آفریقای جنوبی» به معرفی اوراق قرضه تفکیک‌شده، ویژگی‌های آن، فرایند تفکیک سود از اصل و بازسازی آن، معامله ثانوی اوراق، محیط قانونی و مقرراتی حول آن و کارمزدهای تفکیک سود از اصل و مباحث مالیاتی مرتبط پرداخته است (National Treasury of South Africa, 2001).

خاطر نشان می‌شود تاکنون تحقیقی در زمینه کاربرد سازوکار تفکیک سود از اصل در اوراق بهادار اسلامی (صکوک) و تحلیل فقهی آن، در داخل و خارج از کشور صورت نپذیرفته است و این پژوهش به نوعی اولین کاری است که سازوکاری مشابه اوراق قرضه تفکیک‌شده متعارف، اما به مراتب جذاب‌تر و پیچیده‌تر از آن ارائه می‌کند که سازگار با موازین شریعت اسلام نیز بوده و قابل کاربرد در انواع اوراق بهادار اسلامی دارای سود میان‌دوره است. در ادامه، این پژوهش پس از طرح کلی ایده اوراق بهادار قابل تفکیک (سود از اصل) و قابل تبدیل و بیان مزایای آن از دیدگاه سرمایه‌گذار، ناشر و نهاد ناظر به قابلیت

تطبیق این الگو و انتشار آن در قالب انواع اوراق بهادار اسلامی اجاره، مراحجه و سفارش ساخت از منظر فقهی خواهد پرداخت.

## معرفی اوراق قرضه تفکیک شده

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

۲۴۲

اوراق قرضه تفکیک شده (سود از اصل) یکی از ابتکارات خزانه‌داری ایالات متحده آمریکا در معرفی اوراق بهادار بدهی بوده است که بازده آنها به‌طور معمول در بازار برای اندازه‌گیری ساختار زمانی نرخ بهره نیز مورد استفاده قرار می‌گیرد. خزانه‌داری آمریکا از سال ۱۹۸۵ اقدام به فروش این اوراق نمود. البته این اقدام در اوایل دهه ۱۹۸۰ توسط واسطه‌های مالی بزرگ پایه‌گذاری شد و نام‌گذاری آن نیز برگرفته از روش انتشار کاغذی اوراق بهادار است. بعدها، خزانه‌داری به‌طور مستقیم نیز امکان ثبت این نوع از تقاضا را برای متقاضیان فراهم آورد. یک ورقه قرضه تفکیک شده، پرداخت‌های دوره‌ای بهره را از یکدیگر و از بازپرداخت نهایی اصل پول جدا می‌کند. هنگامی که یک ورق خزانه از پرداخت‌های دوره‌ای مجزا می‌شود، هریک از پرداخت‌های بهره و اصل پول به یک ورق بهادار تنزیلی (Discount Bond) و بدون کوپن (Zero-coupon Bond) تبدیل می‌شود که به‌تنهایی قابلیت معامله دارند (دفتر مطالعات بخش عمومی، ۱۳۹۷، ص ۱۰). دو سال بعد در سال ۱۹۸۷ وزارت خزانه‌داری مجوز جمع‌آوری اصل اسناد خزانه و کوپن‌هایی را که تفکیک شده بودند، صادر کرد و بدین ترتیب امکان بازسازی (Reconstitute) اوراق قرضه اولیه فراهم شد. در این برنامه، بازسازی اوراق خزانه اولیه حاصل به‌هم‌چسباندن همه پرداخت‌های کوپن و اصل اوراق است. در برنامه بازسازی، اصل پول باید مربوط به همان اوراقی باشد که از قبل تفکیک شده ولی کوپن‌های مورد استفاده در برنامه بازسازی، ممکن است کوپن‌های مربوط به هر اوراق بهاداری باشد که سررسید آنها مطابق با کوپن‌های اوراق اولیه است؛ بنابراین نیازی نیست کوپن‌ها لزوماً مربوط به اوراق اولیه باشد



(Dupont & Sack, 1999, p.792). برنامه طراحی و اجرای اوراق قرضه تفکیک شده، یکی از موفق‌ترین برنامه‌های عملیاتی شده از زمان معرفی آن در سال ۱۹۸۵ به شمار می‌آید؛ به گونه‌ای که تا دسامبر ۲۰۰۹ سهم ۱۵۲ میلیارد دلاری را که معادل ۲۱ درصد از ارزش اسمی اوراق قرضه خزانه امریکاست، به خود اختصاص داده است. با گذشت زمان، اوراق قرضه تفکیک شده نقش مهمی در بازار اوراق قرضه دولتی ایفا کرده‌اند. پس از وزارت خزانه‌داری ایالات متحده، پانزده کشور دیگر از جمله آلمان، فرانسه، انگلیس، کانادا، ژاپن، اسپانیا، ایتالیا، سوئد و هلند برنامه‌های مشابهی را برای بدهی‌های خزانه‌داری خود ارائه داده‌اند (Bulter and et al, 2014, p.179).

### مزایای انتشار اوراق قرضه تفکیک شده

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

- این اوراق دارای کیفیت اعتباری بسیار بالایی هستند؛ زیرا پشتوانه آنها اوراق خزانه دولتی است.
- با توجه به اینکه اوراق خزانه در مقیاس‌های دلاری بالا (حداقل ۱۰ هزار دلار) منتشر شده و امکان دسترسی سرمایه‌گذاران خرد و عادی به این اوراق کمتر است، لذا تفکیک سود از اصل این اوراق و امکان معامله جداگانه هر یک، این امکان را برای سرمایه‌گذاران خرد فراهم می‌کند تا بتوانند با مبالغ اندک (به اندازه کوپن اوراق خزانه) در بازار اوراق خزانه تفکیک شده مشارکت کنند.
- بازدهی قابل پیش‌بینی اوراق تفکیک شده مزیت دیگر این اوراق است. در سررسید، ارزش اسمی اوراق پرداخت شده و بازدهی اوراق حاصل از تفاوت ارزش اسمی و قیمت تنزیل شده‌ای است که سرمایه‌گذار پرداخت کرده است؛ بنابراین در این اوراق سرمایه‌گذار پیشاپیش ارزش آتی سرمایه‌گذاری خود را می‌داند؛ در مقابل در اوراق قرضه استاندارد که فراخوان و بازخرید می‌شود، سرمایه‌گذار مقدار بهره‌ای را که تا سررسید می‌توانست دریافت کند، از دست می‌دهد.

- مزیت دیگر اوراق قرضه تفکیک‌شده، تنوع تاریخ‌های سررسید به تعداد تاریخ‌های پرداخت کوپن و اصل در اوراق قرضه متعارف است؛ بنابراین سرمایه‌گذار لازم نیست تا سررسید اوراق قرضه متعارف منتظر بماند و در بازار اوراق تفکیک‌شده می‌تواند طیف وسیعی از سررسیدها را با بازدهی‌های متفاوت انتخاب کند. همچنین در اوراق تفکیک‌شده ریسک سرمایه‌گذاری مجدد\* وجود ندارد.
- بازار ثانوی اوراق تفکیک‌شده، نقدشونده و فعال بوده و قیمت اوراق می‌تواند بر اساس بازدهی، سررسید و تغییر در نرخ‌های بهره متغیر باشد.

## روش‌شناسی

این پژوهش از منظر هدف، کاربردی، از منظر ماهیت داده‌ها کیفی، از منظر ماهیت و روش، توصیفی - تحلیلی و از منظر روش گردآوری اطلاعات، کتابخانه‌ای - میدانی محسوب می‌شود که طی مراحل زیر انجام گرفته است.

در بخش موضوع‌شناسی و جهت ارائه راهکاری برای حل مسائل پیش‌گفته، ابتدا به روش مطالعه کتابخانه‌ای با مراجعه به منابع معتبر داخلی و خارجی از جمله کتب، مقالات، گزارش‌های تحلیلی و ... به جمع‌آوری داده‌ها و اطلاعات مرتبط پرداخته که در این بخش ساختارهای مشابه در اوراق قرضه متعارف یعنی اوراق قرضه تفکیک‌شده سود از اصل (Stripped Bonds) و مزایای آن مورد بررسی و تحلیل قرار گرفته است. سپس به روش توصیفی - تحلیلی الگوی مفهومی پژوهش با نام الگوی اوراق قابل تفکیک و قابل تبدیل که برگرفته از اوراق قرضه متعارف تفکیک‌شده، اما کامل‌تر از آن بوده مطرح گردیده است. در مرحله بعد به تحلیل و تطبیق ساختار پیشنهادی با انواع اوراق بهادار اسلامی اجاره، مباحه و سفارش ساخت پرداخته شده است. دلیل انتخاب این سه نوع اوراق، ثابت بودن، قابل پیش‌بینی بودن و زمان‌بندی مشخص بازدهی این اوراق است و در نهایت ماهیت فقهی گواهی سود، معامله آن و تبدیل آن به اوراق پایه مورد بررسی و تجزیه و تحلیل قرار گرفته

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

است. در این بخش با توجه به شناخت ماهیت موضوع و منابع فقهی بررسی شده، بر اساس استدلال‌های منطقی و روشمند مبتنی بر منابع و مستندهای فقهی و به روش توصیفی - تحلیلی به تطبیق ابعاد و ضوابط فقهی استخراج شده با انواع اوراق بهادار اسلامی پرداخته شده است.

خاطرنشان می‌شود در بخش طراحی الگوی مفهومی و تطبیق آن با ساختارهای صکوک اجاره، مرابحه و سفارش ساخت و همچنین جنبه‌های فقهی هریک از اوراق بهادار اسلامی از روش گروه کانونی (Focus Group) نیز استفاده شده است. این روش نوعی مصاحبه است که به منظور عمیق‌تر شدن تعاملات بین اعضای گروه\* و بحث‌های مفصل‌تر طراحی شده است؛ به گونه‌ای که این تعاملات موجب تبادل بیشتر ایده‌ها نسبت به روش مصاحبه مستقیم می‌شود. گروه‌های کانونی شکلی از مصاحبه گروهی هستند؛ اما تشخیص بین این دو خیلی مهم است؛ به طوری که مصاحبه گروهی شامل مصاحبه همزمان تعدادی از افراد بوده و تمرکز اصلی بر پرسش‌ها و پاسخ‌های مطرح شده بین محقق و مصاحبه‌شوندگان می‌باشد؛ اما گروه‌های کانونی بر تعامل در گروه تأکید دارد. البته این تعامل بر اساس موضوعات ارائه شده از سوی محقق است و در گروه‌های کانونی، تعامل بین شرکت‌کنندگان در تحقیق مبنای ایجاد داده‌ها و بینش و آگاهی قرار می‌گیرد.

### الگوی مفهومی پیشنهادی پژوهش

این امکان وجود دارد که سازوکار تفکیک سود از اصل را برای انواع ساختارهای اوراق بهادار اسلامی پیاده‌سازی کرد. در این صورت امکان جداسازی سودهای میان‌دوره‌ای اوراق بهادار اسلامی و معامله مجزای آن در بازار ثانوی وجود دارد. تفکیک سود از اصل اوراق بهادار اسلامی در واقع به معنای جداکردن هر یک از جریان‌های نقدی اوراق و معامله هر یک از آنها به عنوان یک ورق بهادار اسلامی تنزیلی است؛ برای مثال، یک ورق بهادار اسلامی با سررسید چهارساله که به صورت شش‌ماهه سود پرداخت می‌کند، نه جریان نقدی مستقل دارد که شامل هشت پرداخت سود شش‌ماهه و یک پرداخت اصل مبلغ اوراق

\*. این گروه متشکل از کارشناسان مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار و شرکت تأمین سرمایه امید بوده است.

در سررسید است که طی این سازوکار هر یک از جریان‌های نقدی را می‌توان به عنوان یک اوراق تنزیلی مستقل معامله نمود. همچنین بر اساس سازوکار رایج اوراق قرضه متعارف تفکیک شده، امکان بازسازی اوراق بهادار اسلامی اولیه از طریق تجمیع مجدد تمام جریان‌های نقدی جدا شده و الحاق آن به اصل مبلغ اوراق وجود دارد. این پژوهش الگویی ارائه می‌کند که ضمن شباهت‌هایی که با سازوکار متعارف دارد، دارای تفاوت‌هایی نیز می‌باشد که در ادامه تبیین خواهد شد.

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

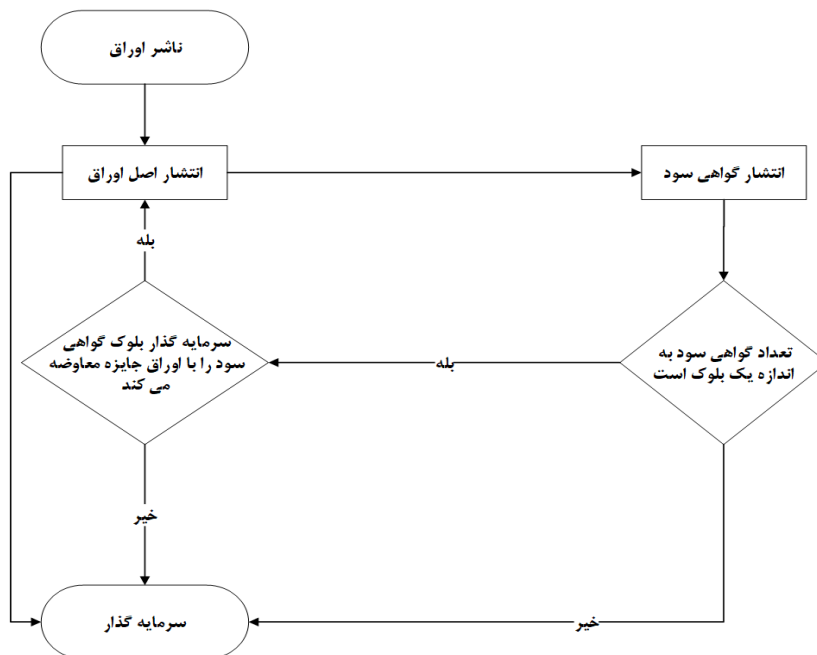
- ارزش اسمی اصل اوراق پایین‌تر از اوراق معمولی پایه باشد.
- تعداد مشخصی از گواهی‌های سود هر ورق بهادار، یک بلوک را تشکیل دهند.
- اصل اوراق و گواهی سود، هر یک در نمادهای جداگانه‌ای معامله گردند.
- در صورتی که سرمایه‌گذار به اندازه یک بلوک از گواهی‌های سود را - که در نماد شماره دو مورد معامله قرار می‌گیرد و به وی تعلق گرفته یا در بازار ثانوی خریداری کرده - جمع‌آوری کند، قادر است هر بلوک از اوراق نماد شماره دو را به تعداد معینی از اصل اوراق - که در نماد شماره یک معامله می‌شود - تبدیل کند. در واقع ناشر اوراق در ازای

بازدریافت یک بلوک از گواهی سود، تعداد معینی از اصل اوراق را منتشر کرده و در اختیار سرمایه‌گذار قرار می‌دهد که به این اوراق جدید، «اوراق جایزه» گفته می‌شود و تفاوتی با اوراق پایه (اصل اوراق) ندارد؛ بنابراین به اندازه یک بلوک از اوراق نماد شماره دو کاسته و ناشر به تناسب ارزش اسمی بلوک دریافت‌شده، اوراق جدید (اوراق جایزه) منتشر کرده که به جمع اوراق انتشاریافته نماد شماره یک اضافه گردیده و به ازای هر ورق از اصل اوراق جدید انتشاریافته، به صورت مجدد گواهی سود تعلق خواهد گرفت.

- قیمت اوراق در نمادهای یک و دو متغیر بوده و الزاماً با یکدیگر مساوی نخواهد بود. این موضوع سبب ایجاد عمدی یک فرصت آربیتراژ بین دو بازار شده که نتیجه آن ایجاد انگیزه برای ورود سایر بازیگران و معامله‌گران به بازار شده که خود سبب افزایش نقدشوندگی اوراق و تسهیل نقش بازارگردان خواهد شد.

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

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



در ادامه نحوه انتشار اوراق در قالب یک مثال تشریح می‌گردد. فرض کنید اوراق با شرایط ذیل در قالب الگوی قابل تفکیک (سود از اصل) و قابل تبدیل در دست انتشار است:<sup>\*</sup>

جدول ۱: مفروضات مطالعه موردی

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

بدین ترتیب هر سرمایه‌گذار می‌تواند اوراق بهادار خود را در بسته‌های ۱۰۰ هزارتایی (هر بسته معادل ۱۰۰ میلیون ریال) معامله نماید. به هر بسته از اوراق روزانه ۵۷ گواهی سود اختصاص می‌یابد. تعداد کل گواهی سود در هر روز حداقل ۵۷۰ هزار ورقه می‌باشد (۱۰,۰۰۰ بسته  $\times$  ۵۷ ورقه). در خرید این نوع از اوراق، برای سرمایه‌گذار سه راهبرد وجود دارد:

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

\*. در این بخش از مقاله از گزارش تحلیلی آقای پیمان تاتایی (مدیر دارایی‌های شرکت تأمین سرمایه امید) استفاده شده که از ایشان تقدیر و تشکر می‌شود.

پرداخت شود.

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

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

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

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

می‌گیرد.

۴. مواعد پرداخت سود در اوراق قرضه تفکیک شده، معمولاً شش ماهه بوده، درحالی که در الگوی پیشنهادی پرداخت سود می‌تواند روزانه باشد که مطلوبیت بیشتری برای سرمایه‌گذار به همراه دارد.
۵. در الگوی قابل تفکیک و قابل تبدیل، با حضور سایر بازیگران بازار در معاملات، نقدشوندگی اوراق بسیار افزایش می‌یابد.
۶. الگوی اوراق قابل تفکیک (سود از اصل) و قابل تبدیل، از این جهت که تعداد اوراق معینی به سرمایه‌گذار اختصاص یافته و ناشر نیز در سررسید، اوراق را تسویه می‌نماید به اوراق بهادار با درآمد ثابت شباهت داشته و از این حیث که بازدهی اوراق با توجه به تغییر قیمت خرید و فروش اصل و سود متغیر است، به سهام و ابزارهای دارای سودآوری متغیر شبیه می‌باشد.

## مزایای انتشار اوراق بهادار اسلامی قابل تفکیک و قابل تبدیل

### الف) از دیدگاه ناشر

- در صورتی که بانی از اوراق قابل تفکیک (سود از اصل) و قابل تبدیل استفاده کند، از پرداخت سود میان‌دوره معاف خواهد بود و بدون آنکه نگرانی از بابت عرضه اولیه و فروش اوراق وجود داشته باشد، مجبور به پرداخت نرخ بالاتر برای جذاب‌تر نمودن اوراق خود نیست. به‌طورکلی این الگو به دو طریق برای ناشران مزیت ایجاد می‌نماید:
۱. بهبود وضعیت نقدینگی بانی از طریق عدم پرداخت سود میان‌دوره‌ای و عدم نیاز به تأمین مالی کوتاه‌مدت - مانند دریافت تسهیلات - برای پرداخت کوپن اوراق؛
  ۲. کاهش نرخ تأمین مالی به صورت غیرمستقیم از طریق عدم نیاز به پرداخت کارمزد زیاد به بازارگردان و سایر ارکان اوراق برای جذاب‌تر نمودن آن.

### ب) از دیدگاه سرمایه‌گذار

سرمایه‌گذاران اوراق بهادار اسلامی قابل تفکیک و قابل تبدیل از یک سو با توجه به افزایش توالی کسب سود میان‌دوره، امکان افزایش نرخ بازدهی خود را دارند و از سوی دیگر امکان دریافت سود روی گواهی‌های سود میان‌دوره - در صورت تبدیل گواهی‌های سود به



اوراق پایه جدید - نیز وجود دارد؛ بنابراین مزیت‌های اصلی این الگو پرداخت سود برای سرمایه‌گذاران به شرح ذیل است:

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

### ج) از دیدگاه بازارگردان

در حال حاضر در بازار سرمایه، بیش از آنکه بازارگردان از محل اختلاف مظنه‌های خرید و فروش منتفع گردد، درآمد اصلی خود را از محل دریافت کارمزد از ناشر دریافت می‌نماید. انتشار اوراق قابل تفکیک و قابل تبدیل، به شرط عملکرد صحیح بازارگردان، موجب کاهش شدید منابع مورد نیاز برای بازارگردانی گردیده و عملیات بازارگردانی را سودآور خواهد کرد. بازارگردان می‌تواند با ارائه مظنه‌های مناسب سایر بازیگران بازار را وارد معاملات اوراق نموده و از درگیر شدن زیاد منابع خود در عملیات بازارگردانی خودداری نماید.

### د) از دیدگاه ناظران بازار

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

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

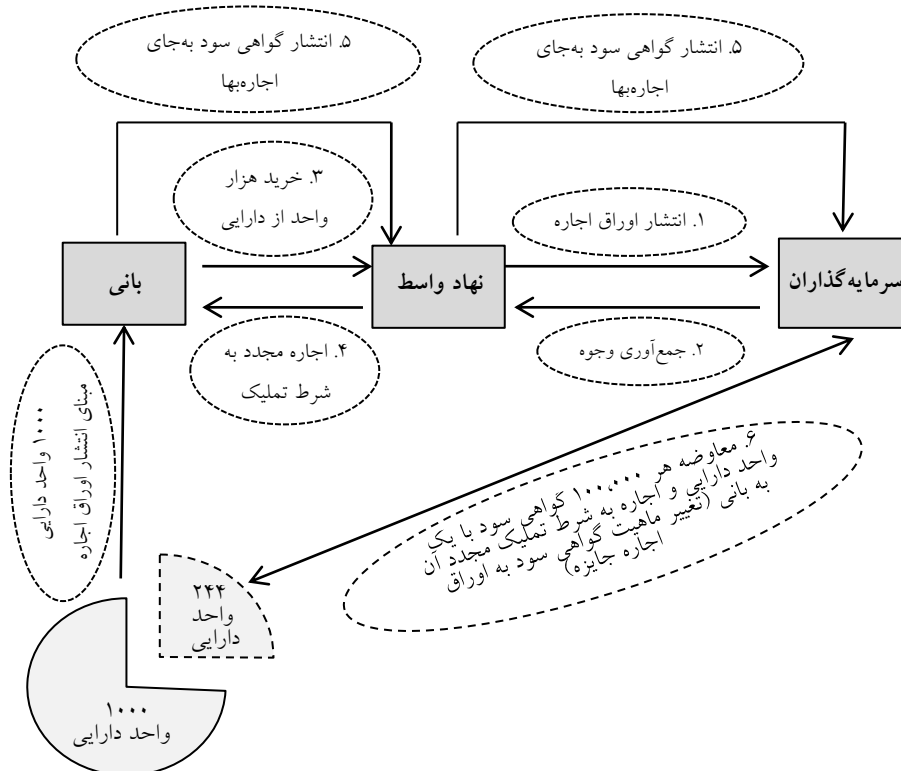
## تطبیق الگوی اوراق قابل تفکیک (سود از اصل) و قابل تبدیل با الگوهای مختلف اوراق بهادار اسلامی

### الف) تطبیق الگوی پیشنهادی با اوراق اجاره منتشر شده در ایران

اوراق اجاره را از منظر کاربرد می‌توان حداقل به چهار نوع اوراق اجاره به منظور تأمین مالی، اوراق اجاره به منظور تأمین نقدینگی، اوراق اجاره جهت تشکیل سرمایه شرکت‌های

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

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



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

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

البته بانی به افرادی که بتوانند تعداد ۱۰۰ هزار گواهی سود را جمع‌آوری کنند و به بانی تحویل دهند، در عوض، یک واحد از دارایی مذکور را واگذار می‌کند، با این شرط که سرمایه‌گذاران نیز دوباره دارایی را که عوض گواهی سود از بانی دریافت کرده‌اند، به بانی اجاره به شرط تملیک دهند که در این صورت، گواهی سود به اوراق اجاره پایه تبدیل خواهد شد.

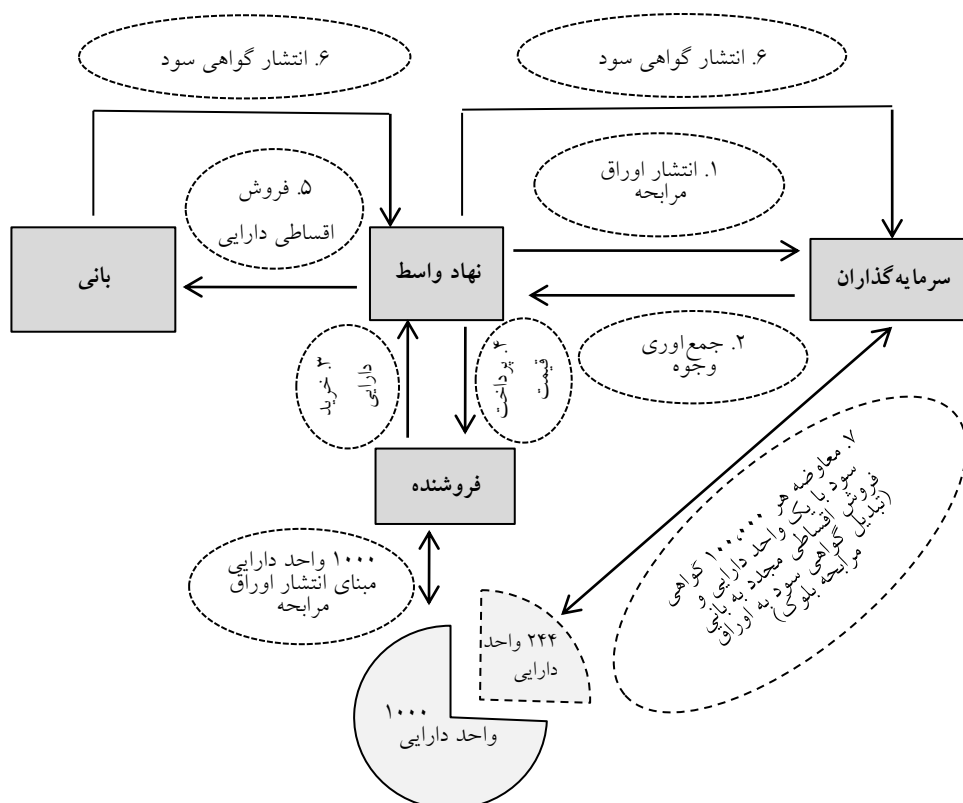
### ب) تطبیق الگوی پیشنهادی با اوراق مرابحه منتشرشده در ایران

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

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

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

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



سازوکار دریافت گواهی سود و معاوضه آن با اوراق مرابحه پایه در اوراق مرابحه مشابه آنچه در الگوی عملیاتی اوراق اجاره قابل تفکیک و قابل تبدیل توضیح داده شد، می‌باشد با این تفاوت که در این الگو فروشنده دارایی، شخصیتی غیر از بانی است؛ بنابراین طی توافق قبلی که بانی با فروشنده انجام داده است، ابتدا بانی درخواست تأمین مالی از طریق انتشار اوراق مرابحه را به نهاد واسط داده، به گونه‌ای که نهاد واسط با وجوه جمع‌آوری شده، صرفاً بخشی از دارایی - برای مثال ۱۰۰۰ واحد از ۱۲۴۴ واحد کل دارایی - را از فروشنده خریداری می‌نماید. در طول دوره به صورت روزانه گواهی سود میان‌دوره در قالب اقساط به دارندگان اوراق به تاریخ سررسید اوراق واگذار شده، دارندگان اوراق می‌توانند تا سررسید منتظر مانده و مبلغ اصل و سود اوراق را در سررسید از بانی دریافت کنند؛ کماینکه می‌توانند گواهی سود اوراق خود را در بازار ثانوی تنزیل کنند و یا اینکه تعداد گواهی سود خود را به حجم معینی (حداقل ۱۰۰ هزار گواهی سود) رسانده و تبدیل به اوراق مرابحه پایه نمایند. در واقع دارندگان اوراق می‌توانند هر ۱۰۰ هزار گواهی سود را با یک واحد دارایی فروشنده معاوضه نموده؛ بدین معنی که فروشنده به عنوان شخص ثالث دیون بانی (گواهی‌های سود) را برای سرمایه‌گذاران تنزیل می‌کند و فروشنده به جای وجه نقد بخش باقی‌مانده دارایی پایه را به سرمایه‌گذاران واگذار می‌کند و سپس دارندگان اوراق (دارندگان جدید باقی‌مانده دارایی پایه) باقی‌مانده سهم خود از دارایی پایه را مجدداً به صورت فروش اقساطی به بانی واگذار می‌کنند (تبدیل گواهی سود به اوراق مرابحه پایه).

### ج) تطبیق الگوی پیشنهادی با اوراق سفارش ساخت منتشرشده در ایران

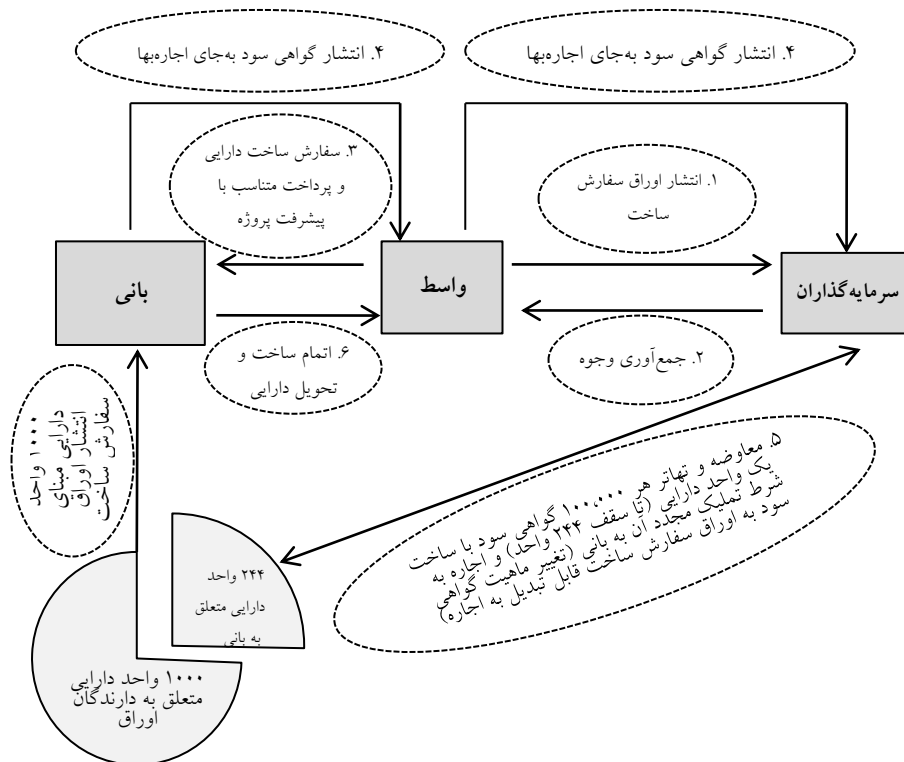
طبق دستورالعمل انتشار اوراق سفارش ساخت، با انتشار این اوراق از طریق نهاد واسط، رابطه وکیل و موکل میان نهاد واسط و خریداران اوراق برقرار می‌گردد. نهاد واسط به وکالت از طرف خریداران اوراق نسبت به انعقاد قرارداد سفارش ساخت با بانی اقدام نموده و بانی ملزم به اتخاذ تمهیدات و پیگیری لازم جهت ساخت دارایی موضوع انتشار و تحویل آن به نهاد واسط می‌باشد. نهاد واسط بعد از تحویل گرفتن دارایی، می‌تواند آن را در قالب عقد قرارداد دیگری مانند اجاره، مرابحه و ... تا پایان عمر اوراق در اختیار بانی قرار

دهد (سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۹۲). تاکنون تنها یک بار اوراق سفارش ساخت در ایران توسط شرکت صنعتی و معدنی توسعه ملی منتشر شده است که در آن از قرارداد اجاره به شرط تملیک جهت واگذاری دارایی ساخته شده استفاده شده است. در این الگو، بانی ضمن عقد سفارش ساخت، متعهد به اجاره به شرط تملیک دارایی بعد از دوره ساخت می‌گردد. نهاد واسط با انتشار اوراق سفارش ساخت، وجوه را جمع‌آوری می‌کند و به تدریج متناسب با پیشرفت پروژه به سازنده طرح (بانی) می‌پردازد. در طول دوره احداث، نهاد واسط به نمایندگی از صاحبان اوراق مالک دارایی و بانی سازنده محسوب می‌شود. پس از ساخت دارایی و تحویل آن توسط بانی به نهاد واسط، نهاد واسط دارایی را طی قرارداد جداگانه در قالب عقد اجاره به شرط تملیک به بانی واگذار می‌کند. در ساختار اوراق سفارش ساخت این امکان وجود دارد که قرارداد اجاره در قالب اجاره کلی فی‌الذمه همزمان با قرارداد استصناع منعقد شود و اجاره‌بهای آن از همان دوره ساخت پرداخت شود.

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

می‌شود:

نمودار ۴: الگوی عملیاتی اوراق سفارش ساخت قابل تفکیک و قابل تبدیل



در الگوی اوراق قابل تفکیک و قابل تبدیل، به جای پرداخت اجاره بها گواهی سود به دارندگان اوراق پرداخت می‌شود که ماهیت آن بدهی و دین بانی به دارنده اوراق است که قرار است در پایان مدت اجاره پرداخت گردد. مشابه سایر الگوها، دارنده گواهی سود، سه گزینه پیش رو دارد:

۱. می‌تواند تا سررسید اوراق برای دریافت یکجای اجاره بها منتظر بماند.
۲. گواهی سود را در بازار به فروش برساند.
۳. گواهی سود بیشتر خریداری نموده و آن را به اوراق سفارش ساخت پایه تبدیل کند (در واقع بانی هر ۱۰۰ هزار گواهی سود (بدهی بانی به سرمایه‌گذاران) را با ساخت یک واحد از دارایی مورد نظر تهاتر و معاوضه می‌کند).

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

همان‌گونه که در بخش‌های قبل مطرح شد، سرمایه‌گذاران می‌توانند تعداد معینی از اسناد بدهی خود را که معادل یک بلوک بوده و دال بر بهای پرداختنی - به عنوان اجاره بها یا سود مرابحه یا ... - توسط بانی در سررسید است را در ازای اوراق پایه جدید (اوراق جایزه) معاوضه نمایند. ماهیت فقهی گواهی سود (اسناد بدهی) تا قبل از اینکه به تعداد مشخصی رسیده و به اوراق پایه جدید تبدیل شوند، دین\* بوده و دین در اینجا دین مؤجل و مدت‌دار محسوب می‌شود\*\* و خرید و فروش آن در بازار ثانوی مبتنی بر تنزیل دین\*\*\*

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

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

است. شش دیدگاه بین فقهای متأخر و معاصر راجع به تنزیل دین وجود دارد که در ادامه بدان اشاره می‌شود (موسویان، ۱۳۸۶، ص ۷۸-۸۷):

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

دوم: این نظریه، بین دین حال و مؤجل تفصیل قائل می‌شود و بیع دین حال را صحیح و مؤجل را باطل می‌داند. صاحب حدائق، محقق و شهید این نظر را دارند (مکی عاملی، ۱۴۱۰ق، ج ۳، ص ۳۱۳/ بحرانی، ۱۴۰۵ق، ج ۲۰، ص ۲۰۲).

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

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

پنجم: نظریه پنجم که شیخ طوسی و ابن‌براج و شهید در دروس آن را پذیرفته‌اند و آن این است که بیع دین به کمتر صحیح است؛ ولی مشتری، بیشتر از آن مقدار که به طلبکار پول داده است نمی‌تواند از بدهکار بگیرد و ذمه بدهکار از مابقی دین، بریء می‌شود (طوسی، ۱۴۰۷ق، ص ۳۱۰).

ششم: نظریه ششم که بسیاری از فقیهان پیشین و فقیهان معاصر چون سید یزدی، بروجردی، خوبی، امام خمینی (طبق نظر اولشان)، سیستانی، مکارم شیرازی، تبریزی، وحید خراسانی و زنجانی آن را اختیار کرده‌اند، این است که بیع دین مطلقاً صحیح است و

---

\*\*\* خرید (تنزیل) دین قراردادی است که به موجب آن مدت‌دار بدهکار به کمتر از مبلغ اسمی آن به صورت نقدی از وی خریداری می‌شود. خرید دین می‌تواند توسط مدیون یا شخص ثالث صورت پذیرد.



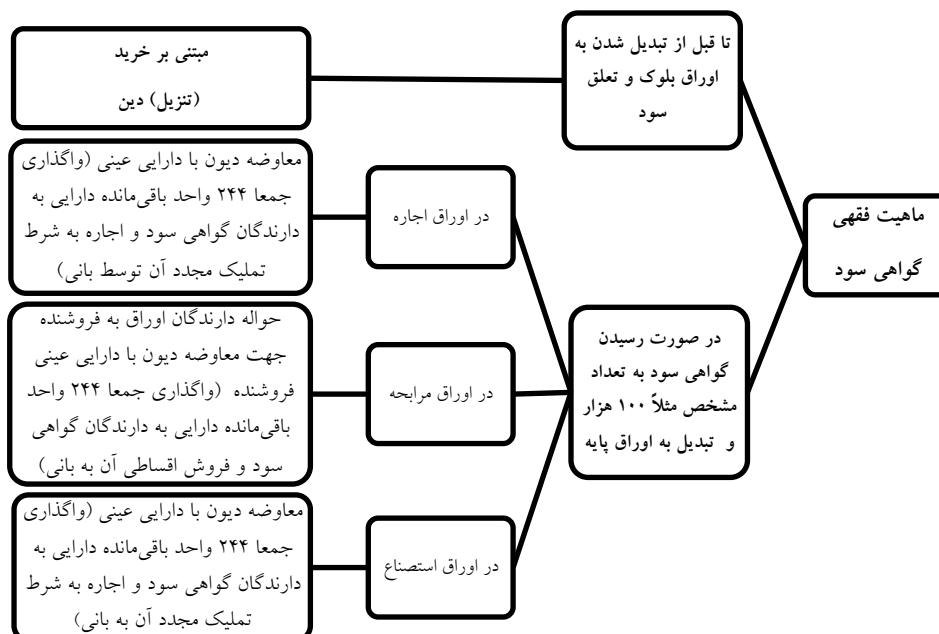
خریدار، مالک تمام دینی می‌شود که خریده است (خویی، ۱۴۱۰ق، ج ۲، ص ۱۷۳ / سیستانی، ۱۴۲۲ق، ص ۵۶۲ / شبیری زنجانی، ۱۴۳۰ق، ص ۴۹۰).

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

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

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

نمودار ۵: تقسیم‌بندی ماهیت فقهی گواهی سود



## جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

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

همان‌طور که ملاحظه شد، این تحقیق با ارائه الگویی نوآورانه در پرداخت اصل و سود به نام الگوی اوراق بهادار اسلامی قابل‌تفکیک سود از اصل و با ایجاد بازار نقدشونده برای سود اوراق، از یک‌سو جذابیت اوراق را برای سرمایه‌گذاران افزایش داده و از سوی دیگر

این امکان را برای بانیان انتشار اوراق فراهم نمود که پرداخت‌های میان‌دوره‌ای خود را به آینده موکول نمایند.

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

از جمله مزیت‌های اوراق بهادار اسلامی قابل تفکیک و قابل تبدیل می‌توان به بهبود وضعیت نقدینگی بان‌ی از طریق عدم پرداخت سود میان‌دوره‌ای، کاهش هزینه تأمین مالی بان‌ی، افزایش نرخ بازدهی مؤثر سرمایه‌گذاران از طریق افزایش تعداد پرداخت‌های میان‌دوره‌ای، افزایش عمق بازار بدهی از طریق مشارکت همه بازیگران و ... اشاره نمود. با توجه به رشد اوراق دولتی در ایران و سابقه انتشار انواع اوراق بهادار دولتی مانند اسناد خزانه اسلامی، اوراق اجاره، مرابحه و منفعت دولتی به نظر می‌رسد اجرای الگوی قابل تفکیک سود از اصل دارای جذابیت فراوانی برای دولت باشد تا بتواند با انتشار چنین اوراقی و انتشار گواهی سود میان‌دوره به جای پرداخت سود نقدی میان‌دوره، ایفای تمام تعهدات خود را شبیه اسناد خزانه اسلامی به سررسید منتقل نماید.

## منابع و مأخذ

۱. بحرانی، یوسف بن احمد؛ الحدائق الناضرة فی أحكام العترة الطاهرة؛ قم: دفتر انتشارات اسلامی، ۱۴۰۵ق.
۲. حلی، ابن ادریس؛ السرائر الحاوی لتحریر الفتاوی؛ قم: دفتر انتشارات اسلامی، ۱۴۱۰ق.
۳. خمینی، سیدروح‌الله؛ توضیح المسائل؛ قم: دفتر مطبوعات اسلامی، ۱۴۲۶ق.
۴. خویی، سیدابوالقاسم موسوی؛ منهاج الصالحین؛ قم: نشر مدینه العلم، ۱۴۱۰ق.
۵. دفتر مطالعات بخش عمومی؛ «مروری اجمالی بر برخی از ارکان بازار بدهی در اقتصادهای پیشرو و پیشنهادات برای ایران»؛ تهران: معاونت امور اقتصادی، ۱۳۹۷.
۶. سازمان بورس و اوراق بهادار؛ دستورالعمل انتشار اوراق اجاره؛ ۱۳۸۹.

۷. سازمان بورس و اوراق بهادار؛ دستورالعمل انتشار اوراق سفارش ساخت؛ ۱۳۹۲.
۸. سازمان بورس و اوراق بهادار؛ دستورالعمل انتشار اوراق مرابحه؛ ۱۳۹۰.
۹. سیستانی، سیدعلی حسینی؛ المسائل المنتخبة؛ قم: دفتر حضرت آیت الله سیستانی، ۱۴۲۲ق.
۱۰. شبیری زنجانی، سیدموسی؛ رساله توضیح المسائل؛ قم: انتشارات سلسبیل، ۱۴۳۰ق.
۱۱. طوسی، محمدبن حسن؛ الخلاف؛ قم: دفتر انتشارات اسلامی، ۱۴۰۷ق.
۱۲. عاملی، محمدبن مکی؛ اللمعة الدمشقية فی فقه الامامية؛ بیروت: دار التراث، الدار الاسلامیه، ۱۴۱۰ق.
۱۳. قانون مدنی، ۱۳۰۷.
۱۴. محقق ثانی، علی بن حسین؛ جامع المقاصد فی شرح القواعد؛ قم: مؤسسه آل البیت علیهم السلام، ۱۴۲۴ق.
۱۵. موسویان، سیدعباس؛ بازار سرمایه اسلامی؛ تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، ۱۳۹۱.
۱۶. \_\_\_\_\_؛ ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)؛ تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، ۱۳۸۶.
۱۷. هدایتی، سیدعلی اصغر و دیگران؛ عملیات بانکی داخلی-۲؛ تهران: مؤسسه عالی آموزش بانکداری ایران، ۱۳۸۱.
18. Bolder, D. & S. Boisvert; "Easing Restrictions on the Stripping and Reconstitution of Government of Canada Bonds"; **Bank of Canada**, Working Paper, 1998
19. Bulter, M., Livingston, M. & L. Zhou; "A Long-Term Perspective on the Determinants of Treasury Bond Stripping Levels", **Financial markets; Institutions & Instruments**; No. 23(4), 2014.

20. Daves, P. & M. Ehrhardt; “Liquidity, Reconstitution, and the Value of U.S. Treasury Strips”, **Journal of Finance**; Vol. 48, No. 1, 1993.
21. Dupont, D. & B. Sack; “The Treasury Securities Market: Overview and Recent Developments”; **Federal Reserve Bulletin**, 1999.
22. Grinblatt, M. & F. A. Longstaff; “Financial Innovation and the Role of Derivative Securities: An Empirical Analysis of the Treasury STRIPS Program”, **Journal of Finance**; No. 55, 2000.
23. Livingston, M. & D. Gregory; **The Stripping of U.S. Treasury Securities**; New York: New York University, 1989.
24. National Treasury of South Africa; “Separate Trading of Registered Interest and Principal of South African Government Securities (STRIPS)”, **National Treasury’s Paper**; 2001.
25. UK Debt Management Office; **Official Operations in the Gilt Market: An Operational Notice**; Gilt Dealers/Risk Team, 2018.