



اوراق بهادار اسلامی قابل تمدید

Extendible Securities

سید امیر حسین اعتصامی

کارشناس مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار



آیا می توان سررسید اوراق تأمین مالی اسلامی (صکوک) را افزایش داد؟

☐ ضرورت ها

☐ روش ها

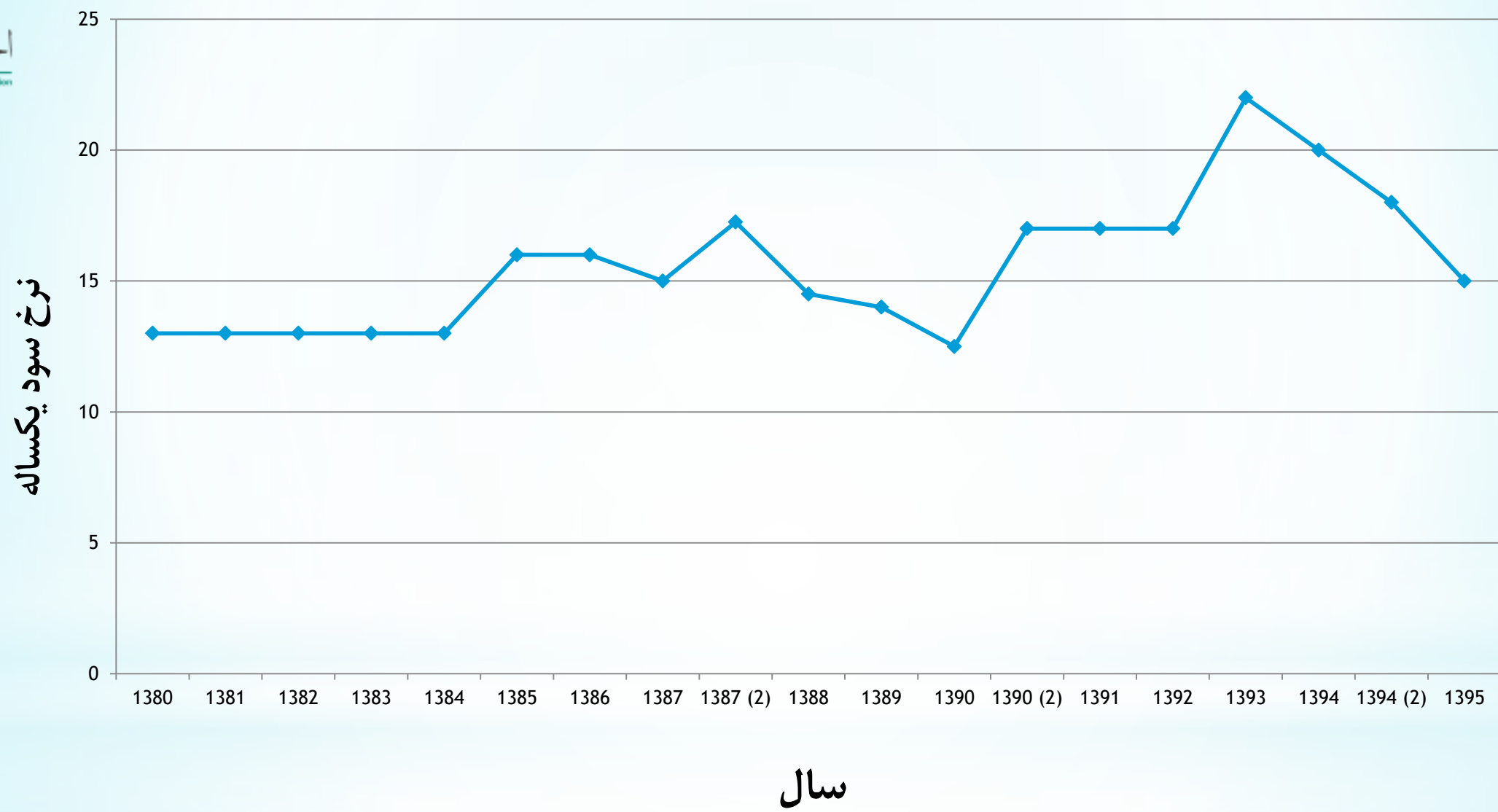
☐ مزایا و ریسک ها

☐ بررسی های فقهی - حقوقی

ضرورت بحث

- عدم وجود ثبات اقتصادی لازم و وجود ریسک نرخ سود برای سرمایه گذاران و بانی.
- عدم جذابیت اوراق تأمین مالی با سررسیدهای بلند مدت :
- افزایش مدت اوراق = افزایش ریسک اوراق = افزایش نرخ تنزیل
- ریسک عدم توانایی بانی یا پروژه در بازپرداخت اصل اوراق در سررسید:
- ❖ **تحمل هزینه های تأمین مالی مجدد بر بانی**
- ❖ **خروج سرمایه از شرکت بانی و افزایش ریسک ورشکستگی بانی**
- یک راهکار جایگزین برای سیاست به عقب غلتاندن بدهی ها (Roll over) است.
- در مورد اوراق دولتی، دولت می تواند بودجه سنواتی خود را در ردیف تملک دارایی های مالی تعدیل کند.

لزوم انعطاف در سررسید اوراق بلند مدت



معرفی اوراق

□ اوراق قابل تمدید اوراقی هستند که منضم به اختیار تبعی برای دارنده آن است که سررسید اوراق را برای زمان معینی و با نرخ از پیش تعیین شده به تأخیر می‌اندازد.

□ اوراق قابل تمدید، به دارنده آن این حق را می‌دهد که بازدهی آن دارایی را برای مدت طولانی تری از سررسید برای خود تمدید کند.

□ یک اوراق قابل تمدید می‌تواند به عنوان یک اوراق کوتاه مدت به اضافه یک اختیار خرید با ارزش اسمی برای خرید اوراق بلندمدت‌تر در نظر گرفته شود.

مزایای اوراق قابل تمدید

- ❖ بهره مندی سرمایه گذار از نوسانات نرخ سود.
- ❖ در هنگام افزایش نرخهای بهره کوتاه مدت، حساسیت قیمتی کمتری نشان می دهند.
- ❖ در غیاب ابزارهای پوشش ریسک مانند فروش استقراضی و قراردادهای آتی اوراق، این نوع اوراق ابزار مناسبی برای کمک به دولت ها در جهت افزایش تقاضا برای اوراق بلندمدت خواهد بود.
- ❖ اختیارات موجود در این اوراق به عنوان یک ضربه گیر برای اوراق بلندمدت در مقابل نوسانات نرخ بهره عمل می کند و یک نوع مشتقه نرخ بهره محسوب می شود (Neftci & Santos, 2003).
- ❖ کاهش هزینه های نقد شوندگی برای سرمایه گذاران نهادی (Longstaff ۱۹۹۰).
- ❖ امکان اصلاح ساختار زمانی پرتفوی.



Roll over / Roll forward

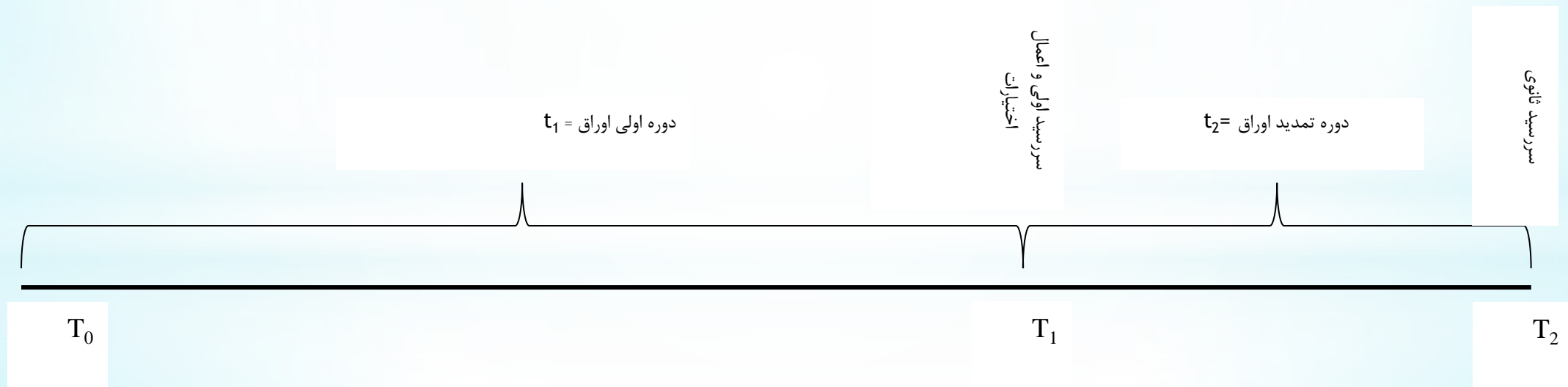
□ به عقب غلتاندن (Roll over): منابع بازپرداخت شده از یک اوراق، در همان اوراق یا اوراق مشابه تازه منتشر شده سرمایه گذاری شود.

□ به جلو غلتاندن (Roll forward): ایجاد یک قرارداد جدید مشتقه (اختیار معامله، آتی) با سررسید طولانی تر بر روی همان دارایی پایه و در قیمت روز بازار است.

مدل اجرایی اوراق

✓ اگر نرخ‌های سود افزایشی باشند، اوراق قابل تمدید مانند اوراق کوتاه مدت عمل می‌کنند (عدم اعمال اختیار تمدید)

✓ وقتی نرخ‌های سود کاهشی باشند، همانند اوراق بلندمدت می‌باشد (اعمال اختیار تمدید).



$$p_{\text{extendible}} = p_1 + \text{call option}$$

به دلیل منضم بودن به اختیار، قیمت این اوراق بیشتر و نرخ بهره آنها کمتر از اوراق معمولی است.

□ با توجه به انتظارات آتی نرخ سود، نرخ دوره دوم می تواند مساوی، کمتر یا بیشتر از نرخ سود دوره اول باشد.

$r_1 < r_2$	$r_1 > r_2$	$r_1 = r_2$
-------------	-------------	-------------

□ سرمایه گذاران بر اساس مقایسه نرخ بازده مورد انتظار و نرخ سود دوره دوم نسبت به اعمال اختیار تصمیم خواهند گرفت.

$RRR < r_2$	اعمال تمديد
$RRR > r_2$	عدم اعمال تمديد

ریسک های خاص اوراق قابل تمدید

■ ریسک تأمین مالی مجدد (Refinancing risk)

■ ریسک خطر اخلاقی (Moral hazard)

■ ریسک قیمتی (Price risk)

■ احتمال کاهش انضباط مالی بانی یا ناشر



بررسی های فقهی – حقوقی

✓ بررسی شرط اختیار تمدید قرارداد

✓ بررسی عدم تناقض با شرایط عمومی و خصوصی قراردادها

بررسی شرط اختیار تمدید قرارداد ✓

دارا بودن الزامات صحت شرط:

- قدرت بر وفا وجود داشته باشد،
- غرض عقلایی بر آن متصور است،
- مخالف کتاب و سنت نباشد،
- مجهول نباشد،
- مخالف مقتضای عقد نباشد،
- منجز باشد،
- ملازم امر حرامی نباشد،
- مستلزم امر محال نباشد.

ویژگی های شرط تمدید:

- **اولاً؛** شرط تمدید سررسید در اوراق یک شرط ضمن عقد است.
- **ثانیاً؛** شرط فعل حقوقی است (انجام یک فعل حقوقی ذیل قرارداد شرط می شود)
- **ثالثاً؛** این شرط متضمن تعدیل و یا تبدیل قراردادی است.
- **رابعاً؛** این تعدیل و تبدیل دارای مبنای معلوم (نرخ سود معین) و معین (مذکور در قرارداد) است.

تعدیل قرارداد یا تبدیل قرارداد

ایجاد تغییر شرایط جوهری قرارداد (زمان) ← تبدیل قراردادی

تبدیل قراردادی به معنای سقوط تعهدات قبلی و مستلزم ایجاد قراردادی جدید است.

ایجاد تغییر در ظاهر و فرعیات قرارداد ← تعدیل قراردادی

در مورد عقود شرعی دو حالت متصور است:	
زمان از شروط اصلی عقد باشد	تبدیل قراردادی
زمان از شروط اصلی عقد نباشد	تعدیل قراردادی

تطبیق با ضوابط عمومی قراردادها:

➤ غرری نبودن

➤ ضرری نبودن

➤ اکل مال به باطل نباشد

➤ قمار نباشد

➤ ربوی نباشد:

- در قراردادهایی با ماهیت دین، تمدید قرارداد (با فرض تعلق سود به اوراق) با شبهه ربای جاهلی مواجه است.

- همچنین نمی توان چنین شرطی را ذیل جریمه تأخیر و یا خسارت تأدیه دین توجیه نمود.

تطبیق با ضوابط اختصاصی قراردادها

اوراق مشارکت قابل تمدید

□ زمان از ارکان جوهری عقد شرکت نیست و لذا در تمدید یا تعجیل سررسید، تعدیل قراردادی رخ می دهد.

□ ماهیت اوراق مشارکت، مشارکت در تملک دارایی های عینی است و لذا شرط تمدید سررسید آن با شبهه ربوی بودن مواجه نیست.

تطبیق با ضوابط اختصاصی قراردادها

اوراق اجاره قابل تمدید

- زمان از ارکان جوهری عقد اجاره است. تمدید سررسید = تجدید قرارداد اجاره
- تمدید اوراق به معنای تمدید مالکیت دارندگان اوراق بر دارایی موضوع اجاره و تداوم نقش موجر برای دوره دوم است.
- ماهیت اوراق اجاره، مالکیت مشاع بر دارایی عینی است. لذا تمدید سررسید منجر به ایجاد شبهه ربوی نخواهد شد.

تطبیق با ضوابط اختصاصی قراردادها

اوراق مرابحه

- ماهیت اوراق مرابحه، مالکیت مشاع دارایی دینی است و تمدید اوراق با شبهه ربوی همراه است.
- هر چند زمان از ارکان قرارداد بیع مرابحه است؛ ولی برای تمدید سررسید اوراق مرابحه نمی توان از سازوکار تبدیل قراردادی استفاده کرد.
- تجدید قرارداد در اوراق مرابحه به معنای، ایجاد یک مرابحه جدید است. یعنی خرید نقدی و فروش نسیه ای همان کالا که با منطق اقتصادی و شرعی در تضاد است.

تطبیق با ضوابط اختصاصی قراردادها

اوراق سلف موازی استاندارد قابل تمدید

- دارندگان اوراق سلف، مالکان مشاع مال کلی فی الذمه هستند. لذا شبهه ربوی بودن در تمدید سررسید مرتفع است.
- تمدید اوراق سلف بدون اختیارات خرید و فروش برای خریدار دارای صرفه اقتصادی نیست.
- براساس انتظارات آتی نرخ سود، تعدیلات در بازدهی سلف دوره دوم بر روی قیمت اعمال قراردادهای اختیار فروش و اختیار خرید منضم به اوراق اعمال خواهد شد.
- به منظور تمدید سررسید سلف، دارندگان اوراق با فروشنده در تحویل دارایی در سررسید دوم مصالحه می کنند.

تطبیق با ضوابط اختصاصی قراردادها

اسناد خزانه اسلامی

- اسناد خزانه سند طلبکاری دارنده آن از دولت است و ماهیت آن دارایی دینی است.
- در صورتی که به مبلغ بدهی بابت افزایش مدت اضافه نگردد، نرخ تنزیل در سررسید به شدت افزایش می یابد و با منطق مالی و بازده اوراق ناسازگار است.
- تمدید مدت دین در مقابل افزایش مبلغ بدهی از مصادیق ربای جاهلی است.

البته کاهش مبلغ بدهی در قبال کاهش زمان (ضع و تعجّل) یکی از راهکارایی است که مورد تأیید شریعت می باشد. پس می توان از اوراق خزانه اسلامی قابل تعجیل با سررسید طولانی تر استفاده نمود.



الجمعية المالية الإسلامية
Islamic Finance Association

بیشتر از حسن توجه سروران گرامی