

موضوع: پذیره نویسی اوراق بهادار اسلامی به صرف یا به کسر

جلسات روز چهارشنبه مورخ ۱۳۹۵/۰۵/۲۰ با حضور آقایان مصباحی مقدم، تسخیری، موسویان، رضائی، محمدی، امیری، سعیدی، فلاح پور، جمالی، فهیمی، سرکار خانم رادفر، هامونی، توکلی و جمعی از کارشناسان سازمان بورس و اوراق بهادار و روز چهارشنبه مورخ ۱۳۹۵/۰۶/۱۰ با حضور آقایان مصباحی مقدم، موسویان، نظری، رضائی، محمدی، امیری، فهیمی، فلاح پور، حسین پناه، سرکار خانم رادفر، هامونی، توکلی و جمعی از کارشناسان سازمان بورس و اوراق بهادار و روز چهارشنبه ۱۳۹۵/۶/۲۴ با حضور آقایان مصباحی مقدم، تسخیری، موسویان، نظری، رضائی، فهیمی، حسین پناه، سرکار خانم رادفر و جمعی از کارشناسان سازمان بورس و اوراق بهادار در محل سازمان بورس و اوراق بهادار تشکیل گردید و پیرامون پذیره نویسی اوراق بهادار اسلامی به صرف یا به کسر بحث شد.

معرفی موضوع

به طور معمول سیاست های پولی کشور در قالب بسته سیاستی نظارتی بانک مرکزی ج.ا.ایران ابلاغ و براساس آن حداکثر نرخ سود سپرده های بانکی و نرخ اوراق بهادار اعلام می گردد. نرخ های اوراق مشارکت و صکوک بازار سرمایه نیز همواره متأثر از سیاست گذاری مذکور بوده و از آنجا که معمولاً بین نرخ های اعلام شده و نرخ بازده انتظاری سرمایه گذاران تفاوت وجود دارد، آثار تصمیمات فوق در قیمت پذیره نویسی و معاملات اوراق بهادار در بازار منعکس می گردد. در نتیجه، اوراق بهادار گاهی به صرف و گاهی به کسر معامله می شوند. کمیته تخصصی فقهی به منظور بررسی ابعاد پذیره نویسی اوراق بهادار به قیمت بازار (به صرف یا به کسر)، به تفکیک اوراق، موضوع را مورد بررسی قرار داد.

موضوع اول: پذیره نویسی اوراق سلف موازی استاندارد به صرف یا به کسر

از آنجا که در اوراق سلف موازی استاندارد، ناشر، موضوع قرارداد سلف را با قیمت پایه^۱ به بازار عرضه می کند، بازار ممکن است متناسب با انتظارات سود از اوراق سلف، کالای موضوع قرارداد سلف را به صرف یا به کسر از قیمت پایه، قیمت گذاری و خریداری کند.

نظر کمیته تخصصی فقهی

۱. اصل سازوکار انتشار اوراق سلف موازی استاندارد و معاملات بازار ثانوی آن در جلسات ۲۷ و ۵۶ کمیته فقهی به تصویب رسیده است.^۲

^۱ قیمتی که عرضه کننده کالا در اطلاعیه عرضه درج می کند.

^۲ جلسه شماره ۲۷ مورخ ۱۳۸۷/۵/۱۶ و جلسه شماره ۵۶ مورخ ۱۳۹۰/۹/۳۰.

۲. از آنجا که در اوراق سلف موازی استاندارد، ناشر مالک مال کلی فی الذمه می باشد و به قیمت پایه عرضه می کند و ثمن معامله پس از کشف قیمت، قطعی می شود، فروش اوراق سلف موازی استاندارد به صرف و یا به کسر از قیمت پایه، به معنای فروش کالای موضوع قرارداد به بیشتر یا کمتر از قیمت پایه بوده و به لحاظ فقهی بلا اشکال است.

موضوع دوم: پذیره نویسی اوراق مشارکت به صرف یا به کسر

در قرارداد شرکت اصل بر این است که شرکاء، دارایی و سود حاصل از سرمایه گذاری را به تناسب سرمایه ها تقسیم می کنند، با این حال، شرکاء می توانند توافق کنند که دارایی نهایی و به تبع آن سود حاصل از فعالیت سرمایه گذاری را به نسبت های دیگر تقسیم کنند. برای مثال، ناشر اوراق مشارکت، اعلان می کند پروژه ای به ارزش ۱۰۰۰ میلیارد دارد، ۸۰۰ میلیارد اوراق مشارکت را در بازار عرضه می کند و اعلان می کند که این اوراق به هر قیمتی که به فروش برسد، مابقی را خود بانی تأمین می کند و متعهد می شود که دارایی نهایی و سود حاصل از فعالیت را با نسبت های ۸۰ درصد و ۲۰ درصد تقسیم کنند. برای مثال بانی متعهد می شود اگر اوراق به ۸۵۰ (یا ۷۵۰) میلیارد فروش رفت بانی ۱۵۰ (یا ۲۵۰) میلیارد دیگر را تأمین کند و دارایی و سود پروژه را با نسبت های ۸۰ و ۲۰ تقسیم کند.

نظر کمیته تخصصی فقهی

کمیته بعد از بررسی ابعاد و روابط حقوقی موضوع، راهکار مذکور در مورد اوراق مشارکت به صرف یا به کسر را مطابق قواعد شرکت دانست. به این معنی که اگر بانی و سرمایه گذاران توافق کنند با نسبت های خاصی روی پروژه ای سرمایه گذاری کنند و در سررسید اصل دارایی و سود حاصل را با نسبت های دیگری (با نسبت های ترجیحی به نفع بانی یا سرمایه گذاران) تقسیم کنند، مطابق قواعد شرکت بوده و صحیح است.

موضوع سوم: پذیره نویسی اوراق اجاره به صرف یا به کسر

فروش اوراق اجاره به صرف (یا به کسر)، به این معنا است که نهاد واسطه وجوه بیشتری (یا کمتری) جهت خرید دارایی از بانی جمع آوری نموده است، لذا دارایی پایه موضوع قرارداد اجاره، به قیمت بیشتری (کمتری) از قیمت اسمی خریداری خواهد شد. به عبارت دیگر، بانی دارایی مبنای انتشار اوراق را با قیمت پیشنهادی خود جهت فروش به بازار عرضه می کند، خریداران بر اساس انتظارات آتی نرخ سود، ممکن است اوراق (دارایی موضوع اوراق) را بیشتر و یا کمتر از قیمت پیشنهادی خریداری کنند.

نظر کمیته تخصصی فقهی

کمیته در مورد پذیره نویسی اوراق اجاره به صرف یا به کسر به نتایج زیر رسید:

الف) اوراق اجاره با وحدت بانی و فروشنده: از آنجا که در این نوع اوراق اجاره، بانی دارایی خود را بر اساس قیمت پیشنهادی (قیمت اسمی اوراق) عرضه می کند و خریداران بر اساس انتظارات خود از سود اوراق، گاهی اوراق را به کسر و گاهی به صرف خریداری می کنند. بنابراین معامله (فروش دارایی) بر اساس قیمت نهایی انجام می گیرد که از نظر فقهی صحیح و نافذ است.

ب) اوراق اجاره با جدایی بانی و فروشنده: در این نوع اوراق اجاره شرکت واسطه به وکالت از طرف صاحبان اوراق، با بانی مصالحه می کند که اولاً، بانی وجوه حاصل از فروش اوراق اجاره را جهت خرید دارایی موضوع اجاره بکار گیرد و ثانیاً، اگر ملازادی داشت تملک کند و اگر کسری داشت از اموال خودش جبران کند.

موضوع چهارم: پذیره نویسی اوراق مرابحه به صرف یا به کسر

در اوراق مرابحه در صورتی که در پذیره نویسی اوراق به بیشتر یا کمتر از قیمت اسمی انجام شود، به این معنا است که دارندگان اوراق برای خرید کالای موضوع مرابحه مبلغ بیشتر یا کمتری را پرداخته اند. در اوراق مرابحه، نهاد واسطه به وکالت از طرف دارندگان اوراق، اقدام به خرید نقدی کالا و فروش اقساطی آن به بانی می نماید. سوالات فقهی مطرح شده در این رابطه عبارتند از:

۱. مقدار مازاد یا کسر از ارزش اسمی اوراق فروخته شده چه حکمی دارد؟

۲. براساس چه توجیه و سبب فقهی این مقدار مازاد یا کسر انتقال پیدا خواهد کرد؟

نظر کمیته تخصصی فقهی

کمیته فقهی در مورد اوراق مرابحه به این نتیجه رسید که در این اوراق نهاد واسطه به وکالت از طرف صاحبان اوراق با بانی مصالحه می کند که اولاً، بانی با استفاده از وجوه جمع آوری شده کالا (کالاهای) موضوع انتشار اوراق را از فروشنده خریداری و به خودش بفروشد، ثانیاً، اگر وجوه جمع آوری شده نسبت به قیمت کالا مازاد داشت، تملک کرده و اگر کسری داشت از اموال خودش جبران نماید.

موضوع پنجم: پذیره نویسی اوراق رهنی به صرف یا به کسر

در اوراق رهنی مبتنی بر دیون، در واقع بانک، بخشی از مطالبات ناشی از تسهیلات مبادله ای به جز سلف را که دارای ماهیت دینی می باشند، مانند تسهیلات فروش اقساطی، اجاره به شرط تملیک و جعاله را از طریق نهاد واسطه به تنزیل به دارندگان اوراق می فروشد. در زمان پذیره نویسی اوراق، ممکن است نرخ بازده مورد انتظار سرمایه گذاران (نرخ تنزیل مورد انتظار) با نرخ سود اسمی اوراق تطابق نداشته باشد و سرمایه گذاران، اوراق را به صرف و یا به کسر از ارزش اسمی خریداری نمایند.

نظر کمیته تخصصی فقهی

۱. انتشار اوراق رهنی مبتنی بر تسهیلات اعطائی از طریق عقود مبادله‌ای (غیر از سلف) منتهی به مطالبات، در جلسه ۱۱۴ کمیته تخصصی فقهی^۳ مورد تأیید قرار گرفت. همچنین انتشار اوراق مذکور با سرمایه‌گذاری مجدد اقساط دریافتی در جلسه ۱۱۷ به تصویب کمیته رسید^۴.
۲. ماهیت فقهی بازار اولی و ثانوی اوراق رهنی مبتنی بر دیون، تنزیل دین می‌باشد که مورد تأیید مشهور فقهای امامیه و شورای نگهبان می‌باشد.
۳. پذیره نویسی اوراق رهنی به قیمت بازار (به صرف یا به کسر از ارزش اسمی)، در حقیقت تعدیل در نرخ تنزیل توسط خریداران اوراق است؛ بنابراین گرچه بانی قیمت اسمی اوراق را برای عرضه پیشنهاد می‌دهد، ولی تحقق بیع پس از کشف قیمت است و بیع دین بر اساس قیمت کشف شده در بازار صورت خواهد گرفت.

محل امضاء اعضاء کمیته، آقایان:

مصباحی مقدم

تسخیری

موسویان

نظری

رضایی

^۳ جلسه فوق‌الذکر در تاریخ ۱۳۹۴/۰۸/۰۶ برگزار گردید.

^۴ جلسه فوق‌الذکر در تاریخ ۱۳۹۴/۱۰/۰۲ برگزار گردید.