دو فصلنامه علمی- پژوهشی تحقیقات مالی اسلامی، سال هفتم، شماره اول (پیاپی ۱۳)، پاییز و زمستان ۱۳۹۶، صص ۱۶۳- ۱۹۰

بررسی فقهی انتشار اوراق بهادار اسلامی قابل تمدید
(با تأکید بر اوراق مشارکت، اجاره، مرابحه، سلف و اسناد خزانه اسلامی)

سیدامیرحسین اعتصامی *
محمد سلیمانی **

تاریخ دریافت: ۹۵/۰۷/۱۱
تاریخ پذیرش: ۹۶/۱۰/۲۰

چکیده

عدم تطابق نرخ سود اسمی اوراق و نرخ سود مورد انتظار بازار در اوراق با سررسیدهای میان و بلندمدت، موجب ایجاد ریسک نرخ سود برای سرمایه‌گذاران و همچنین برای ناشران اوراق می‌گردد. در صورتی که انتظارات از نرخ‌های سود میان‌مدت و بلندمدت نزولی باشد، تعیین نرخ سود اوراق، بالاتر از نرخ انتظاری موجب افزایش جذابیت اوراق برای سرمایه‌گذاران و به زیان بانی یا ناشر خواهد شد؛ و بالعکس این نکته برای انتظارات صعودی نرخ‌ها نیز صادق است. بنابراین به منظور کاهش ریسک نرخ سود، باید در نرخ سود و یا سررسید اوراق تعدیل صورت گیرد. انتشار اوراق با سررسیدهای کوتاه‌مدت منضم به اختیار تمدید سررسید یکی از راهکارهای کاهش ریسک نرخ سود برای طرفین معامله (بانی و سرمایه‌گذاران) است. به عبارت دیگر این روش به نوعی یک پوشش بیمه‌ای در نرخ سود برای یک دوره زمانی ایجاد خواهد کرد. در این مقاله با روشی تحلیلی- توصیفی، این اوراق معرفی گردیده و ضمن بیان ریسک‌های آن به تبیین فقهی این نوع اوراق پرداخته شده است. پنج نوع اوراق بهادار اسلامی شامل اوراق مشارکت، اجاره، مرابحه، سلف موازی استاندارد و اوراق اسناد خزانه اسلامی قابل تمدید مورد بررسی فقهی قرار گرفت. اوراق مرابحه و اسناد خزانه اسلامی به دلیل ماهیت دینی بودن، قابلیت تمدید سررسید را نخواهند داشت ولی اوراق مشارکت، اجاره و سلف موازی استاندارد قابلیت تمدید یا تعویق سررسید را خواهند داشت.

واژگان کلیدی

صکوک قابل تمدید، ارزش‌گذاری اوراق، درخت دو جمله‌ای، تمدید سررسید قرارداد
طبقه‌بندی JEL: G32, G23, G12

* دانشجوی دکتری مدیریت مالی، دانشگاه امام صادق(ع) (نویسنده مسئول) ah.etesami@isu.ac.ir
** استادیار دانشکده معارف اسلامی و اقتصاد، دانشگاه امام صادق(ع) solimani@isu.ac.ir

Archive of SID
www.SID.ir

مقدمه

یکی از عوامل مهم در سرمایه‌گذاری ابزارهای مالی، مدت زمان سرمایه‌گذاری یا سررسید یک دارایی مالی است. در مدل مالی متعارف، ترکیب مناسب و متناسب نرخ بهره و زمان، حداکثر بازدهی از یک ابزار مالی را برای سرمایه‌گذار به همراه خواهد داشت. به عبارت دیگر زمان و پول دارای ارزش هستند. در شرایطی که نوسانات شدید نرخ بهره در اقتصاد وجود داشته باشد، سرمایه‌گذاری‌ها به سمت ابزارهای کوتاه‌مدت و زود بازده سوق پیدا می‌کند و بالعکس در شرایط ثبات اقتصادی و ثبات نرخ‌ها، سرمایه‌گذاری‌ها و ابزارهای بلندمدت از جذابیت بیشتری برخوردار خواهند بود.

در کشورهای در حال توسعه و من جمله ایران که در شرایط اقتصادی با ثباتی به سر نمی‌برند، ابزارهای بلندمدت مانند اوراق مشارکت و انواع صکوک با سررسیدهای طولانی مدت با ریسک‌های متعددی و از جمله ریسک نرخ سود مواجه هستند که باعث کاهش جذابیت اوراق برای سرمایه‌گذار خواهد شد. از طرف دیگر، ناشران و بنگاه‌های اقتصادی اکثراً نیازمند تأمین مالی بلندمدت و عدم خروج سرمایه از شرکت تا انجام کامل طرح و رسیدن به مرحله سودآوری می‌باشند. برای ناشر یا بانی همیشه ریسک عدم تطابق سررسید اوراق و سررسید مطلوب برای پروژه وجود خواهد داشت و در صورتی که بانی بخواهد از محل درآمدها و یا فروش پروژه، اوراق را بازخرید نماید این ریسک اهمیت ویژه‌ای پیدا می‌کند.

به دلایل گوناگونی مانند عدم تکمیل و سودآوری مکفی پروژه، وجود تحریم‌ها، عدم نقدینگی کافی، قوه قاهره[1] و سایر مسائل مالی، ممکن است شرکت قادر به بازپرداخت اصل اوراق در سررسید مقرر نباشد. در این حالت با فرض اینکه اوراق، قابل تبدیل به سهام و حقوق مالکانه شرکت نباشد، شرکت با قبول هزینه‌های بیشتر تأمین مالی، مجبور به وام‌گیری مجدد از بانک یا مؤسسات مالی و یا انتشار مجدد اوراق جهت تسویه دیون خود خواهد شد.

ایجاد سازوکاری جهت انعطاف‌پذیر نمودن سررسید اوراق بلندمدت، موجب کاهش ریسک نرخ سود اوراق برای بانی و هم برای سرمایه‌گذاران خواهد شد و در صورت عدم تحقق سود مورد نظر برای پروژه به بانی مهلت بیشتری برای تأدیه دیون

Archive of SID

www.SID.ir

خود ایجاد می‌کند، علاوه‌بر این در صورتی که نرخ سود اوراق برای سرمایه‌گذاران مناسب باشد به تمدید مهلت سررسید اوراق اقدام می‌کنند. همچنین در برخی موارد، مانند پروژه‌هایی که دوره سودآوری آن پس از سررسید اوراق باشند، تمدید مدت اوراق باعث کاهش ریسک نکول اوراق می‌شود.

این مقاله درصدد بررسی امکان‌سنجی اوراق بهادار اسلامی با قابلیت تمدید سررسید است، ابتدا با استفاده از روش تحلیلی - توصیفی به معرفی این اوراق و تجربه جهانی آن می‌پردازیم؛ سپس ریسک‌های این نوع اوراق تبیین می‌گردد. از آنجا که اوراق، از جهات عقود پایه و ماهیت متنوع هستند، با روش تطبیقی به طور جداگانه به بررسی فقهی تمدید سررسید هر کدام از اوراق بهادار اسلامی پرداخته خواهد شد.

۱. پیشینه پژوهش

شوارتس[۲] (۱۹۸۰)، به تحلیل تعهدات مشروط و ارزش‌گذاری اوراق قابل تعجیل و قابل تمدید پرداخته است و مدل به دست آمده را جهت قیمت‌گذاری اوراق قرضه دولتی کانادا به کار برده است. شوارتس و برنان[۳] (۱۹۷۷)، در مقاله دیگری به قیمت‌گذاری اوراق قابل تمدید و تأثیر نرخ بهره بدون ریسک در قیمت‌گذاری آن اشاره کرده‌اند.

لانگستف[۴] (۱۹۹۰)، به بحث درباره اختیار تمدید و ارزش‌گذاری اختیارات آمریکایی و همچنین به بحث در رابطه با انگیزه‌های اقتصادی برای تمدید یک اختیار بی‌قیمت[۵] می‌پردازد. در این تحقیق به این نکته اشاره می‌شود که در صورتی که هزینه‌های نقدشوندگی دارایی وجود داشته باشد، طلب‌کاران نهادی انگیزه قوی برای تمدید سررسید بدهی نکول شده دارند.

هاسر و لاتربج[۶] (۱۹۹۶)، در مقاله‌ای با عنوان «آزمون‌های کاربردی مدل لانگ استاف وارانت تمدید» با استفاده از ۲۲۵۰۰ مشاهده به آزمون عملکرد قیمت‌گذاری مدل لانگستف وارانت تمدید، می‌پردازد. این تحقیق عملکرد مثبت این مدل و خطای کمتر آن نسبت به مدل بلک شولز را اثبات می‌کند و نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران احتمال تمدید مدت را محاسبه می‌کنند.

Archive of SID

www.SID.ir

نفتکی و سنتوس[۷] (۲۰۰۳)، در مقاله‌ای با عنوان «اوراق قرضه قابل تمدید و با اختیار فروش» نشان داده که اوراق منضم به اختیار فروش و اوراق قابل تمدید در هنگام افزایش نرخ‌های بهره کوتاه‌مدت حساسیت قیمتی کمتری نشان می‌دهند. در غیاب ابزارهای پوشش ریسک مانند فروش استقراضی و قراردادهای آتی، این نوع اوراق ابزار مناسبی برای کمک به دولت‌ها در جهت افزایش تقاضا برای اوراق بلندمدت خواهد بود. اوراق منضم به اختیار فروش و همچنین اوراق با قابل تمدید در صورتی که نرخ سود آنها شناور[۸] باشد، در زمان آشفتگی بازار عملکرد مناسبی خواهند داشت. به عبارت دیگر اختیارات موجود در این اوراق به عنوان یک ضربه‌گیر برای اوراق بلندمدت در مقابل نوسانات نرخ بهره عمل می‌کند و یک نوع مشتقه نرخ بهره محسوب می‌شود.

ایکسی[۹] (۲۰۰۹)، در مقاله‌ای با عنوان «قیمت‌گذاری تئوریک و رقمی اوراق با اختیار خرید» در خصوص ارزش اوراق با اختیار خرید مطالعه‌ای انجام داده است و به تصمیم بهینه ناشر در ادامه سرمایه‌گذاری در بازار و یا بازخرید اوراق می‌پردازد.

چن و همکاران[۱۰] (۲۰۱۰)، در مقاله‌ای با عنوان «چرا شرکت‌ها اوراق با اختیار خرید منتشر می‌کنند: پوشش عدم اطمینان سرمایه‌گذای» به تحلیل تصمیم پویای شرکت در خصوص انتشار اوراق با اختیار خرید یا بدون اختیار، زمان اعمال اختیار خرید اوراق می‌پردازند. در این مقاله ادعا می‌شوند شرکت به منظور کاهش ریسک از دست دادن فرصت‌های سرمایه‌گذاری، اوراق با اختیار خرید را منتشر می‌کنند.

سو و همکاران[۱۱] (۲۰۱۲)، در مقاله‌ای با عنوان «قیمت‌گذاری اوراق با اختیار خرید[۱۲] براساس مدل‌های شبیه‌سازی مونت کارلو» براساس مدل Cox-Ingersoll-Ross به قیمت‌گذاری این اوراق می‌پردازند.

بوس و همکاران[۱۳] (۲۰۱٤)، در مقاله‌ای با عنوان «انتخاب میان اوراق با اختیار خرید و بدون اختیار خرید» به این نکته اشاره می‌کنند که انتخاب اوراق با اختیار و بدون اختیار وابسته به شرایط اقتصادی است. جذابیت این اوراق تحت تأثیر تغییرات ساختار زمانی و شکاف اعتباری است. ناشرانی که از اوراق با اختیار استفاده می‌کنند نسبت به اوراق

Archive of SID

www.SID.ir

معمولی باید هزینه بیشتری بابت اختیار گذاشته شده پرداخت کنند. برخلاف تئوری نمایندگی، شرکت‌های بزرگ اغلب به فروش اوراق با اختیار خرید اقدام می‌کنند.

اکثر تحقیقات صورت گرفته در زمینه اوراق قابل تمدید و اوراق منضم به اختیار به بررسی روش‌های قیمت‌گذاری اختیارات منضم به اوراق پرداخته‌اند. تا کنون پژوهش علمی داخلی در این زمینه انجام نشده است و این مقاله علاوه‌بر معرفی اوراق، به تبیین ریسک‌ها و تحلیل فقهی این ابزار می‌پردازد.

۲. تعریف اوراق قابل تمدید

اوراق قابل تمدید[۱۴] اوراقی هستند که منضم به اختیار تبعی برای دارنده آن است که سررسید اوراق را برای زمان معیّنی و با نرخ از پیش تعیین شده به تأخیر می‌اندازد (Neftci & Santos, 2003, p.8). این اوراق برخلاف اوراق قابل تعجیل[۱۵] است که به دارنده خود این اختیار را می‌دهد که تا قبل از سررسید اوراق، ناشر را به بازپرداخت ارزش اسمی اوراق مجبور کند. اوراق قابل تمدید، به دارنده آن این حق را می‌دهد که بازدهی آن دارایی را برای مدت طولانی‌تری از سررسید برای خود تمدید کند. سرمایه‌گذاران از اوراق قابل تمدید به منظور تغییر و اصلاح ساختار زمانی پرتفوی و به منظور بهره‌مندی از نوسانات نرخ بهره استفاده می‌کنند. هنگامی که نرخ‌ها افزایش می‌یابد اوراق قابل تمدید مانند اوراق کوتاه‌مدت عمل می‌کنند و وقتی نرخ‌ها کاهش می‌یابد همانند اوراق بلندمدت می‌باشد.

یک اوراق قرضه قابل تمدید، یک بدهی میان‌مدت است که به دارنده خود اختیار افزایش مدت اوراق را در یا قبل از یک تاریخ معیّن با یک نرخ کوپن از پیش تعیین شده می‌دهد. به عنوان مثال، اوراق دولتی قابل تمدید کانادا در ۱ اکتبر ۱۹۵۹ منتشر شد. این اوراق در و یا قبل از ۱ ژوئن ۱۹۶۲ قابل تبدیل به سررسید ۱ اکتبر ۱۹۷۵ با همان نرخ کوپن قبلی است. بنابراین اوراق سه ساله به اوراق ۱۶ ساله تمدید شده است (Schwartz, 1980, p.31).

اوراق قابل تمدید به عنوان یک ابزار تأمین مالی در خریدهای اهرمی به طور گسترده مورد استقبال قرار گرفت. در حقیقت این اوراق برای ذینفعان، یک اختیار

Archive of SID

www.SID.ir

خرید بر روی ارزش شرکت محسوب می‌شود؛ به این معنا که ذینفعان ادعای خود بر ارزش شرکت را تمدید خواهند کرد. اهمیت این اختیار تمدید زمانی مشخص می‌شود که در زمان سررسید اوراق، ارزش شرکت کمتر از ارزش اسمی بدهی (اوراق) باشد (Langstof, 1990, p.944).

یک اوراق قابل تمدید می‌تواند به عنوان یک اوراق کوتاه‌مدت به اضافه یک اختیار خرید با ارزش اسمی برای خرید اوراق بلندمدت‌تر در نظر گرفته شود. همچنین اوراق قابل تعجیل می‌تواند به عنوان یک اوراق بلندمدت به اضافه یک اختیار فروش با ارزش اسمی برای فروش اوراق در تاریخ تعجیل[۱۶] در نظر گرفته شود.

اولین انتشار اوراق قابل تمدید و قابل تعجیل در کانادا در سال ۱۹۵۹ توسط دولت فدرال انجام شد. انتشار این نوع اوراق به طور گسترده در زمانی که نرخ‌های بهره بالا بوده، رواج داشته است. از ۳۱ مارچ ۱۹۷۷ مجموع اوراق قابل تمدید و تعجیل منتشره در حدود ٦.۲۵ میلیارد دلار بوده است (Schwartz, 1980, p.32).

معمولاً به دلیل منضم بودن اوراق قابل تمدید به اختیارات، قیمت این اوراق بیشتر و نرخ بهره آنها کمتر از اوراق معمولی است. به عبارت دیگر چون اختیار موجود، منضم به اوراق و به عنوان شرط در قرارداد می‌باشد، قیمت اختیار به قیمت اصل اوراق افزوده می‌شود.

دولت‌های کشورهای عضو سازمان همکاری و توسعه اقتصادی[۱۷] از اوراق قابل تمدید به عنوان یکی از راه‌های کاهش هزینه‌های تأمین مالی استفاده کرده‌اند. در جدول ذیل به تجربه انتشار این اوراق توسط کشورهای بلژیک، کانادا، فرانسه، ایتالیا، هلند و انگلستان اشاره شده است.

آمار نشان می‌دهد که بیشتر کشورها طی سال‌های ۱۹۸۰ اقدام به انتشار چنین اوراقی نموده‌اند، یعنی زمانی که نرخ‌های بهره بالا و دارای نوسان بوده است (Neftci & Santos, 2003, p.21). همچنین کشورهای با بدهی بالا مانند بلژیک و ایتالیا از این ابزار به خوبی استفاده کرده‌اند. جدول ذیل به تجربه انتشار اوراق قابل تمدید در کشورهای OECD طی سال‌های ۱۹۸۰ اشاره می‌کند.

Archive of SID

www.SID.ir

جدول(۱): تجربه سایر کشورها در اوراق قابل تمدید

کشور	خصوصیات اوراق
بلژیک	اوراق قرضه دولتی ۵ ساله با کوپن که تا ۷ سال تمدید شد.
کانادا	اوراق میان‌مدتی که در خلال سال های ۱۹۶۷-۱۹۸۲ منتشر شد و طی سال‌های ۱۹۶۷-۱۹۸۷ معامله شد.
فرانسه	اوراق قرضه کوپن داری که طی سال‌های ۱۹۸۳-۱۹۸۶ منتشر شد.
ایتالیا	اسناد خزانه منضم به اختیار (CTO) با نرخ ثابت و سررسید ۳ الی ٤ سال و قابل تمدید برای ۳ یا ٤ سال بیشتر که طی سال‌های ۱۹۸۸-۱۹۹۲ منتشر شد.
هلند	اوراق قرضه کوپن‌داری که تا سال ۱۹۸٤ منتشر شد.
انگلستان	اوراق قرضه و اوراق تورم‌پیوند که طی سال‌های ۱۹۸۰ منتشر شد و آخرین بازخرید آن ۱۹۹۹ بود.

منبع: Neftci & Santos, 2003, p.19

در طبقه‌بندی اوراق، اوراق قابل تمدید به عنوان یک اوراق جدید شناسایی نمی‌شود. تمدید سررسید یک اختیار برای اوراق است که معمولاً در امید نامه اوراق به آن اشاره می‌شود. ولی به طور کلی این نوع اوراق، ذیل اوراق با اختیار خرید طبقه‌بندی می‌شوند. جدول ذیل بیانگر حجم انتشار اوراق با اختیار خرید در آمریکا می‌باشد.

جدول(۲): حجم انتشار اوراق با اختیار خرید در آمریکا

سال	اوراق قرضه با اختیار خرید (میلیارد دلار)	
	نرخ ثابت	نرخ شناور
۲۰۱۱	۵۸۵.۵	۸.۲
۲۰۱۲	۸۸٤.۰	۱۳.۲
۲۰۱۳	۸۰۱.۵	۲٤.۳
۲۰۱٤	۸٦۵.۰	۲۱.۵
۲۰۱۵	۹۹۷.۱	۳۰.۲
۲۰۱٦	۱۰۱٤.۸	۳۲.۱

منبع: www.Sifma.org

Archive of SID

www.SID.ir

از جمله موارد انتشار اوراق قابل تمدید در دهه اخیر، می‌توان به دو مورد ذیل اشاره کرد:

۱. مودیز[۱۸] (۲۰۰۷)، رتبه Aa3 را به اوراق با نرخ شناور و قابل تمدید BCP[۱۹] اعطا کرد. ارزش این اوراق ۱.۵ میلیارد دلار بود. مدت این اوراق ۱۲ ماه بود، که می‌توانست با اختیار سرمایه‌گذار در هر ماه تا سررسید پنج سال تمدید شود.

۲. جی‌پی مورگان[۲۰] (۲۰۰۹)، برنامه‌ریزی انتشار چهار میلیارد دلار اوراق قابل تمدید با سررسید نهایی پنج ساله را طراحی کرد.

۳. راهبرد به عقب غلتاندن[۲۱]

راهبرد به عقب غلتاندن یا به عبارت دیگر به تعویق انداختن، غالباً روشی برای ایجاد منابع مالی با اهداف خاص مانند صرفه‌جویی مالیاتی یا برای برنامه‌های بازنشستگی و یا منابع فوری برای معاملات روزانه است. به عقب غلتاندن هنگامی رخ می‌دهد که منابع بازپرداخت شده از یک اوراق، در همان اوراق یا اوراق مشابه تازه منتشر شده سرمایه‌گذاری شود. با این اقدام سرمایه‌گذار عملاً مدت سررسید اوراق را بسط داده است. معمولاً سرمایه‌گذاران در مورد اوراق با سررسیدهای کوتاه‌مدت مانند گواهی‌های سپرده اقدام به عقب انداختن سررسید می‌کنند. در مورد قراردادهای مشتقه نیز این راهبرد به نحو دیگری به کار برده می‌شود. در راهبرد به جلو راندن[۲۲] به منظور افزایش سررسید یا مدت انقضاء یک قرارداد اختیار معامله[۲۳]، قرارداد آتی[۲۴] و یا پیمان آتی[۲۵] با بستن قرارداد اولی و ایجاد یک قرارداد جدید با سررسید طولانی‌تر برای همان دارایی پایه و در قیمت روز بازار انجام می‌شود. به جلو غلتاندن، این فرصت را به سرمایه‌گذار می‌دهد که موقعیت سرمایه‌گذاری خود را حفظ کند و مدت سررسید آن را به بیش از سررسید اولیه افزایش دهد. معمولاً این راهبرد کمی قبل از سررسید اولین قرارداد انجام شده و سود و زیان قرارداد اصلی تسویه می‌شود. البته برای هر کدام از ابزارهای مالی، راهبرد به جلو راندن با روش‌های متفاوتی انجام می‌شود.

Archive of SID

www.SID.ir

به عقب غلتاندن روشی برای افزایش یا بسط مدت تسویه یک موقعیت باز (تعهدی) است. در مورد اوراق نیز یک سرمایه گذار می‌تواند به موقعیت خرید خود ادامه دهد و در پایان سررسید، اقدام به خرید همان نوع اوراق (با خصوصیات یکسان و سررسید متفاوت) و یا اوراق مشابه اقدام کند؛ این به معنای تداوم موقعیت خرید، در سرمایه‌گذاری بر روی اوراق معیّنی است. راهبرد به عقب غلتاندن را می‌توان به صورت یک اختیار تمدید درون یک اوراق تعریف نمود و به جای بازخرید اوراق اصلی و خرید مجدد اوراق، از اوراق قابل تمدید استفاده نمود.

٤. الگوی اوراق قابل تمدید در بازار سرمایه ایران

از آنجا که ایران کشوری در حال توسعه است و با مشکلات اقتصادی زیادی همچون بی‌ثباتی نرخ ارز، وجود تحریم‌های اقتصادی، نرخ تورم و نرخ سود مورد انتظار سرمایه‌گذاری بالا مواجه می‌باشد، برنامه‌ریزی اجرای پروژه‌های اقتصادی با ریسک‌های عدیده‌ای از جمله ریسک عدم تطابق سررسید تعهدات و عایدات همراه است. از طرف دیگر سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت با ریسک نوسان نرخ سود بانکی روبه‌رو هستند. به عنوان مثال طی سال‌های ۱۳۹۰– ۱۳۹٤ نرخ رسمی سود سپرده سالانه از ۱۷ الی ۲۲ درصد، در نوسان بوده است و در سال ۱۳۹۵ نرخ سود سالانه به ۱۵درصد کاهش یافته است (آمار بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران). بنابراین همانطور که از پیش گفته شد، اختیار در تعدیل سررسید ابزارهای مالی روشی است که می‌تواند هم به نفع بانی یا ناشر و هم به نفع سرمایه‌گذار می‌باشد.

در طرح پیشنهادی اوراق مالی منضم به دو اختیار تبعی (غیرقابل معامله) برای بانی و سرمایه‌گذار در تمدید سررسید اوراق تا زمان معیّنی می‌باشد. با پیش‌بینی صورت گرفته از شرایط اقتصادی، نرخ سود اوراقی که دارای کوپن هستند، برای مدت تمدید شده می‌تواند مساوی، کمتر یا بیشتر از نرخ سود اوراق تعیین شود. به عنوان مثال، اوراق مالی A دارای سررسید چهار سال با نرخ کوپن سود ۲۰٪ است و این اوراق منضم به دو اختیار تمدید سررسید یک سال برای بانی و سرمایه‌گذار می‌باشد. برای تعیین نرخ سود دوره تمدید سه سناریو مفروض است:

۱. نرخ‌های سود افزایشی باشد؛ نرخ سود سال پنجم ۲۱٪ تعیین می‌شود.

Archive of SID

www.SID.ir

۲. نرخ‌های سود تغییری نکند؛ نرخ سود سال پنجم ۲۰٪ باقی می‌ماند.
۳. نرخ‌های سود کاهشی باشد؛ نرخ سود سال پنجم ۱۹٪ تعیین می‌شود.

حالت دیگری که می‌توان برای اختیارات تمدید سررسید در نظر گرفت، متفاوت بودن نرخ سود اختیار بانی و سرمایه‌گذاران در دوره تمدید سررسید می‌باشد. با فرض مثال قبل، سه سناریوی پیشین نیز در این حالت می‌تواند مطرح شود:

۱. نرخ‌های سود افزایشی باشد؛ نرخ سود اختیار برای بانی ۲۱٪ و برای سرمایه‌گذاران ۲۲٪ تعیین می‌شود.
۲. نرخ‌های سود تغییری نکند؛ نرخ سود اختیار برای بانی و سرمایه‌گذاران در سال پنجم ۲۰٪ باقی می‌ماند.
۳. نرخ‌های سود کاهشی باشد؛ نرخ سود اختیار برای بانی ۱۸٪ و برای سرمایه‌گذاران ۱۹٪ تعیین می‌شود.

در صورتی که نرخ‌های سود در دوره تمدید کاهشی باشد، عدم تغییر در نرخ سود اوراق یک نوع پوشش ریسک برای سرمایه‌گذار در قبال ریسک‌های نرخ سود محسوب می‌شود. همچنین در حالتی که نرخ‌های سود در دوره تمدید افزایشی باشد و با حفظ نرخ سود در دوره تمدید یک نوع پوشش ریسک نرخ سود برای بانی ایجاد شده است. بنابراین در شرایط نااطمینانی اقتصاد و نوسانات تورم و نرخ سود، عدم تغییر نرخ سود در دوره تمدید یک ابزار پوششی ریسک نرخ سود خواهد بود.

یکی دیگر از حالات متصور برای اختیارات تمدید و تعجیل سررسید، زمان اعمال اختیار است. همانند اختیارات خرید و فروش که دارای دو نوع آمریکایی و اروپایی است، زمان اعمال این اختیارات می‌تواند به صورت بازه زمانی تا قبل از سررسید یا در زمان مشخصی قبل از سررسید تعیین شود.

این مقاله صرفاً بر روی اختیار تمدید در سررسید متمرکز است و با توجه به تمدید قرارداد در سررسید اوراق، بررسی‌های فقهی صورت گرفته است.

Archive of SID

www.SID.ir

۵. ریسک‌های اوراق قابل تمدید

اوراق قابل تمدید همانند سایر اوراق بهادار دارای ریسک‌های مشترکی مانند ریسک نکول، ریسک‌های سیاسی، ریسک سیستماتیک، ریسک نرخ سود، ریسک‌های عملیاتی عرضه می‌باشد. علاوه‌بر موارد مذکور این اوراق دارای ریسک‌های مختص به خود است که در ذیل به آن اشاره می‌شود.

منضم نمودن اوراق تأمین مالی به اختیار تمدید سررسید، یک روش پوشش و مدیریت ریسک نرخ سود است و ابزارهای پوشش ریسک و در صورتی که شرایط با پیش‌بینی پوشش‌دهنده تناسب داشته باشد، وی منتفع می‌شود و در صورتی که شرایط بر خلاف پیش‌بینی‌های پوشش‌دهنده باشد، وی را در زیان قرار خواهد داد. ریسک‌های بیان شده در مورد این اوراق برای شرایطی است که پیش‌بینی پوشش‌دهنده محقق نشود و بابت پوشش ریسک متحمیل ضرر شود.

ریسک تأمین مالی مجدد[۲۶]: ریسکی است که هزینه به عقب غلتاندن یا قرض‌گیری مجدد وجوه بیش از بازدهی ناشی از سرمایه‌گذاری دارایی‌ها خواهد شد (Saunders & Cornett, 2008, p.170). در شرایطی که نرخ‌های سود در دوره دوم اوراق نزولی باشد و سرمایه‌گذاران اختیار تمدید را که نرخ آن از پیش مشخص شده است اعمال نمایند، هزینه تأمین مالی بانی در دوره دوم بیش از نرخ هزینه تأمین مالی در بازار خواهد شد. به عنوان مثال اگر نرخ سود اوراق برای دوره دوم ۱۸٪ در نظر گرفته شده باشد و نرخ سود سالانه در بازار ۱۵٪ باشد، در صورت اعمال اختیار دارندگان اوراق، بانی بابت پرداخت ۳٪ مازاد با زیان مواجه خواهد شد. بنابراین احتمال کاهش نرخ سود برای بانی یک ریسک خواهد بود؛ در حالی که انضمام اختیار تمدید برای سرمایه‌گذاران یک ابزار پوشش ریسک نرخ سود خواهد بود.

ریسک سرمایه‌گذاری مجدد[۲۷]: ریسکی که بازدهی وجوه دوباره سرمایه‌گذاری شده کمتر از هزینه وجوه باشد (Saunders & Cornett, 2008, p.170). در اوراق قابل تمدید، در صورتی که اختیار تمدید برای بانی باشد و در شرایط صعودی بودن نرخ‌های سود بانی اقدام به اعمال اختیار نماید، سرمایه‌گذاران از فرصت سرمایه‌گذاری در نرخ‌های بالاتر محروم خواهند شد. به عبارت دیگر هزینه سرمایه‌گذاری بالاتر از بازدهی آن

Archive of SID

www.SID.ir

خواهد شد. از طرف دیگر این اختیار برای بانی، یک فرصت در جهت تأمین مالی ارزانتر خواهد بود.

ریسک خطر اخلاقی[۲۸]: اختیار به تعویق انداختن مدت سررسید می‌تواند عاملی باشد که بانی وجوه جمع‌آوری شده از طریق انتشار اوراق را به وجه احسن و یا در جهت موضوع طرح هزینه نکند. به عنوان مثال ممکن است بانی بخشی از وجوه اوراق را در سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت و با بازدهی بالاتر صرف کند و یا وجوه را صرف تسویه دیون و سایر فعالیت‌های خارج از موضوع انتشار اوراق هزینه کند. بنابراین با ایجاد یک عدم تقارن اطلاعات میان بانی و سرمایه‌گذاران، بروز خطر اخلاقی در سرمایه‌گذاری بانی محتمل خواهد بود. البته سازوکارهای نظارتی مانند حسابرسی و وجود رکن امین به کاهش بروز این ریسک‌ها کمک می‌کند.

ریسک قیمتی[۲۹]: به طور کلی با افزایش سررسید اوراق، ریسک اوراق نیز افزایش می‌یابد و تأثیر این افزایش ریسک در نرخ بازدهی مورد انتظار نمایان‌گر می‌شود. در اوراق با بازدهی ثابت، با افزایش نرخ بازده مورد انتظار اوراق، اوراق با کاهش قیمت در بازار مبادله می‌شود، لذا تمدید سررسید اوراق را می‌تواند یکی از عوامل ریسک کاهش قیمت بیان کرد. ریسک قیمت اوراق را می‌توان با طراحی مدل‌های بازارگردانی اوراق و همچنین ایجاد اختیار معامله فروش[۳۰] بر روی اوراق، مدیریت نمود.

٦. بررسی فقهی اوراق قابل تمدید

برای بررسی فقهی اوراق قابل تمدید، اولاً باید مشروعیت اختیار تمدید مشخص شود، ثانیاً مشخص شود که منضم نمودن این اختیار به اوراق بهادار اسلامی با قواعد عمومی قراردادها و شرایط خاص هرکدام از اوراق منافاتی نداشته باشد.

٦-۱. اختیار تمدید قرارداد

اختیار مذکور در اوراق قابل تمدید، از نوع اختیارات تبعی[۳۱] محسوب می‌شود، بدین معنا که این اختیار غیرقابل معامله و غیرقابل تفکیک از اوراق است و به عنوان یک شرط ضمن قرارداد پایه اوراق مطرح می‌شود. شرط تمدید قرارداد به تنهایی و به طور کلی یک شرط صحیح است و در تناقض با الزامات صحت شروط نیست. یعنی قدرت

Archive of SID

www.SID.ir

بر وفای شرط وجود دارد، غرض عقلایی بر آن متصور است، مخالف کتاب و سنت نیست، مجهول نیست و مخالف مقتضای عقد نمی‌باشد (موسویان، ۱۳۸٦، ص۲۳۷). همچنین چنین شرطی که ملازم با امر حرامی نمی‌باشد، منجز است و مستلزم امر محالی نیز نمی‌باشد و در قرارداد نیز ملتزم به آن شده باشد شرایط صحت را دارا می‌باشد (بجنوردی، ۱٤۰۱ق، ج۲، ص٤۱۱). بحرانی به نقل از علامه حلی در کتاب تذکره، در مورد وجوب وفای به شرط ضمن عقد با استناد به ادله عامه از روایات ادعای اجماع کرده است (بحرانی، ۱٤۰۵ق، ج۱۹، ص۳۱). بنابراین شرط اختیار تمدید برای یک طرف معامله ایجاد حق و برای طرف دیگر موجب ایجاد تعهد به تمدید و ادامه قرارداد است. شرط تمدید در معامله یک شرط فعل و از نوع فعل حقوقی است؛ به این معنا که شرط انجام دادن یک فعل حقوقی (که در اینجا انعقاد قرارداد جدید یا تمدید قرارداد است) در ضمن قرارداد شرط می‌شود (محقق داماد، ۱٤۰۸ق، ج۲، ص٤٦). لذا شرط تمدید در قرارداد را می‌توان یک شرط فعل صحیح و لازم الوفاء برای طرفین دانست؛ لیکن تحقق صحت شرط مذکور، منوط به عدم ایجاد تعارض با شرایط عمومی صحت قرادادها است که در ذیل به تفصیل اشاره به آن خواهد شد.

تمدید مهلت قرارداد را می‌توان از جمله مصادیق تعدیل قراردادی بیان کرد. تعدیل قراردادی به معنای «اصلاح قرارداد پیشین و تغییر در شرایط و اوصاف عوض یا معوّض 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 (جمعی از مؤلفین، بی‌تا، ج۲۷، ص۹۷). در اینجا میان تعدیل و تبدیل قرارداد تفاوت وجود دارد. تبدیل تعهد، یعنی تعهد و قراردادی که در گذشته بوده، ساقط، و تعهدی جدید جایگیر آن گردد (امامی، بی‌تا، ج۱، ص۳۳٦) تفاوت بنیادین تبدیل تعهد درقالب موضوعیِ آن با تعدیل قرارداد در شکل موضوعی‌اش این است که درتبدیل، موضوع، تغییر جوهری و ذاتی یافته، قرارداد نخستین نابود و تعهدی تازه پیدا می‌شود. درحالی که تغییر حادث در پی تعدیل، درحریم جوهره و ذات موضوع راه نمی‌یابد.

دکتر سنهوری از نویسندگان عرب معاصر دراین باره می‌نویسد: تبدیل تعهد در قانون روم، مطابقت با تعدیل قرارداد داشته است؛ زیرا در آن قانون موضوع تعهد تغییر

Archive of SID

www.SID.ir

نمی‌یافت بلکه شکل آن تغییر می‌کرد. گاه این نتیجه یا تغییر به صورت یک عنصر غیرجوهری مانند اضافه نمودن مدّت یا وثیقه سپاری و... رخ می‌داده. بنابراین تبدیل تعهد، درحقوق روم قدیم بیشتر شباهت به دست‌کاری در شکل و ظاهر تعهد داشت تا تغییر موضوع و طبیعت آن، اما در قانون جدید، در تبدیل تعهد، در موضوع تعهد تغییر جوهری راه می‌یابد تا آنجا که تعهدی جدید جایگزین سابق می‌شود.

نویسندگان براساس همین تفاوت بارز میان تعدیل و تبدیل قرارداد، مواردی از تغییر موضوع، همچون اضافه کردن مدت به تعهد سابق (در رابطه با تحویل موضوع) تمدید یا الغای مدت، تبدیل سند تجاری به سند دیگر (به انگیزه افزایش زمان) را از حوزه تبدیل خارج و مشمول عنوان تعدیل می‌دانند (جمعی از مؤلفین، بی‌تا، ج۲۷، ص۹۹). بنابراین در آنجا که تعدیلات قراردادی منجر به تغییر جوهری در موضوع قرارداد نشود تعدیل قرارداد رخ داده است. تفاوت دیگری که میان تبدیل و تعدیل قراردادی رخ می‌دهد ماهیت عقدی بودن تبدیل تعهد و عدم اختصاص تعدیل به چنین قیدی است؛ چرا که عنصر توافق درتبدیل تعهد دخالت داشته و این عمل جز با اراده دو طرف محقق نمی‌گردد. به همین خاطر آن را نوعی قرارداد معوض می‌دانند که دو مورد آن یکی سقوط تعهد سابق و دیگری پیدایش تعهد جدید است و مانند عوضین در هر معامله بین آن دو ملازمه وجود دارد (امامی، بی‌تا، ج۱، ص۳۳۷). به همین جهت شرایط عمومی قراردادها مثل قصد و رضایت طرفین درآن معتبر است؛ درحالی که تعدیل قرارداد همیشه مستند به توافق طرفین نبوده و گاه به صورت قانونی انجام می‌شود (امامی، بی‌تا، ج۱، ص۱۰۰).

در مورد اوراق بهادار اسلامی قابل تمدید، اینکه آیا تمدید مدت قرارداد منجر به ایجاد تفاوت ماهوی در موضوع عقد پایه اوراق می‌گردد و تمدید تبدیل قرارداد را به همراه دارد یا اینکه این تغییر ماهوی نبوده و یک تعدیل قراردادی است نیاز به تفکیک میان هر یک از اوراق بهادار اسلامی و بحث به تفصیل در مورد هریک خواهد داشت. که در ادامه به آنها اشاره می‌شود.

Archive of SID

www.SID.ir

٦-٢. انواع تعدیلات قراردادی

تعدیل قرارداد به دو قسم توافقی و قانونی تقسیم می‌شود و قسم اول (توافقی) نیز خود به دو صورت کلی قابل تصور است:

۱. تعدیلی که درمتن عقد مورد توافق قرار گرفته و پیش بینی می‌شود؛ دو قسم است: تعدیلی که مبنای آن معلوم است. تعدیلی که مبنای آن مجهول است.

۲. تعدیلی که در متن عقد پیش‌بینی نشده ولی پس از عقد، به استناد توافق طرفین انجام می‌پذیرد.

بدیهی است تعدیل موجود در اوراق قابل تمدید که از پیش بیان شد، از نوع تعدیل توافقی و در متن قرارداد این تعدیل مذکور می‌باشد. همچنین مبنای این تعدیل که مدت زمان تمدید و نرخ سود اوراق باشد از ابتدا مشخص است. تعدیلی که براساس توافق طرفین در متن قرارداد و بر مبنای معیّن و معلوم انجام می‌شود، به صورت یک شرط ضمن عقد مطرح می‌شود.

شرط تمدید قرارداد، به این معنا است که در قرارداد شرط می‌شود که در صورت صلاحدید بانی یا خریداران اوراق متناسب با اختیارات خود بتوانند قرارداد را تا زمان مشخص تمدید کنند. چنین شرطی، شرط فعل محسوب می‌شود. 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، بایع خانه را تعمیر کند و یا مشتری ملزم شود آن را وقف کند یا برای درک ثمن، ضامن یا رهن بدهد، و یا اینکه مبیع را تا مدت یک سال نفروشد و یا بایع مبیع را قبل از حمل بیمه کند (محقق‌داماد، ١٤٠٦ق، ج٢، ص٤٢). در اینجا فعلی که شرط ضمن عقد شده است، انجام یک فعل حقوقی است که عبارتست از تمدید قرارداد اول و از این جهت به این نوع شرط، شرط فعل حقوقی می‌گویند.

۷. قرارداد پایه

در تمدید مهلت سررسید اوراق علاوه‌بر مطالب بیان شده در مورد اختیار باید اجرای این اختیار در هر کدام از قراردادها بررسی شود، یکی از شبهات جدی در تمدید برخی

Archive of SID

www.SID.ir

از اوراق، شبهه جریان ربای جاهلی است که عبارت است از افزودن در حق (دین)، در ازای افزودن طرف دیگر به موعد ادای آن، مانند آن که کسی جنسی را نسیه بخرد و با رسیدن موعد پرداخت بهای آن، از فروشنده بخواهد در ازای افزایش بدهی، زمان پرداخت آن را به تأخیر بیندازد (طوسی،۱۳۸۷ق، ج٦، ص۱۲۱). پس به طور کلی می‌توان گفت در صورتی که اوراق دارای ماهیت دینی داشته باشد و در دوره تمدید مازادی از ارزش اسمی یا کوپن سودی پرداخت شود، این اوراق با شبهه ربوی بودن مواجه می‌باشد. به منظور بررسی دقیق‌تر اوراق قابل تمدید، در ادامه به تفکیک در مورد هرکدام از اوراق بهادار اسلامی بررسی فقهی صورت خواهد گرفت.

ماهیت اوراق بهادار اسلامی را می‌توان به سه دسته کلی تقسیم‌بندی کرد:

۱) اوراق با ماهیت مالکیت مشاع در دارایی فیزیکی مانند اوراق مشارکت، مضاربه، مزارعه، مساقات، اجاره، سلف؛

۲) اوراق با ماهیت مالکیت مشاع در دارایی دینی مانند اسناد خزانه، مرابحه؛

۳) اوراق با ماهیت مالکیت مشاع در منافع یک دارایی عینی مانند اوراق منفعت.

۷-۱. اوراق مشارکت قابل تمدید

در اوراق مشارکت با قابلیت تمدید، بانی به عنوان یکی از شرکاء پروژه به دیگر شرکاء که همان دارندگان اوراق هستند این اختیار را می‌دهد که مدت زمان مشارکت را برای یک دوره دیگر تمدید کنند. همچنین این حق اختیار می‌تواند توسط دارندگان اوراق به بانی داده شود. در مورد اوراق مشارکتی که در زمان سررسید اوراق، پروژه تکمیل نشده باشد و یا به مرحله بهره‌برداری نرسیده باشد، ارزش بازخرید پروژه ممکن است کمتر از پروژه‌ای باشد که به بهره‌برداری رسیده است؛ لذا سرمایه‌گذاران در این حالت ترجیح می‌دهند سررسید اوراق خود را به تعویق انداخته و از سود ناشی از تکمیل پروژه بهره‌مند شوند. از طرف دیگر بانی هم تا پایان تکمیل، تمایلی به خروج سرمایه از پروژه ندارد. بنابراین در دوره تورمی در صورتی که طرح دارای توجیه اقتصادی باشد، تمدید مدت اوراق به نفع هر دو طرف شراکت خواهد بود. در قانون اوراق مشارکت، زمان خاصی که نشان دهنده سررسید مشارکت در طرح باشد تعیین نشده است، اما رویه

Archive of SID

www.SID.ir

عملی اوراق منتشر شده، طی سال‌های گذشته با سررسید شش ماه تا پنج سال بوده‌اند. این به آن معنی است که ناشر اوراق مشارکت براساس برنامه‌ریزی مشخص، در سررسید، سهم صاحبان اوراق مشارکت از طرح را براساس قیمت واقعی بازار یا قیمت توافقی خریداری کرده و به مشارکت پایان می‌دهد (موسویان، ۱۳۹۱، ص٦٢٤).

شرکت عبارتنداز اجتماع حقوق مالکان در شیء واحد به نحو اشاعه (حلی، ١٤١٤ق، ج١٦، ص٣٠٧)، مشارکت عقد جایزی است که طرفین با رعایت غبطه دیگری می‌توانند به گونه‌ای که می‌خواهند و تا زمانی که می‌خواهند در آن تصرف کنند و اگر به وقت و محل خاصی مقید شود، ملزم به رعایت آن هستند (محقق کرکی رسائل، ١٤٠٩ق، ج١، ص١٩٥) و هرکدام از شرکاء هر وقت بخواهند می‌توانند از شراکت خارج شوند (شیخ مفید،١٤١٣ق، ص٦٣١). در اوراق مشارکت با تمدید سررسید، تغییری در موضوع پروژه پدید نمی‌آید و رویداد حقوقی جدیدی شکل نمی‌گیرد بلکه همان مشارکت قبلی با همان مفاد ادامه می‌یابد. از طرفی زمان از ارکان مشارکت نیست که گفته شود با کمتر یا بیشتر شدن زمان، مشارکت به چیز دیگری تبدیل می‌شود و یا با عدم قید زمان، عقد مشارکت باطل شود. طبق ماده «٥٨٦» قانون مدنی «اگر برای شرکت در ضمن عقد لازمی مدت معیّن نشده باشد هر یک از شرکاء هر وقت بخواهد می‌تواند رجوع کند». شرکت می‌تواند مدت‌دار و یا با فرض نامحدود بودن زمان شرکت ایجاد شود، مانند شرکت‌های سهامی عام که فرض بر تداوم فعالیت شرکت است. اگر برای شرکت مدتی قرار دهند، لازم نمی‌شود و هر دو طرف می‌توانند در قبل از انقضاء به مشارکت خود پایان دهند (موسوی‌خمینی، ١٤٢٥ق، ج٢، ص٥٩٠). بنابراین همان‌طور که گفته شد، تمدید قرارداد در مشارکت، تعدیل قراردادی محسوب می‌شود، به این معنا که انحلال شرکت برای مدت زمان مشخص شده به تعویق می‌افتد و سرمایه‌گذاران از سود سرمایه‌گذاری طی دوره دوم بهره‌مند می‌شوند.

۷-۲. اوراق اجاره قابل تمدید

اوراق اجاره، اوراق بهادار با نام قابل نقل و انتقالی است که نشان‌دهنده مالکیت مشاع دارنده آن در دارایی مبنای انتشار اوراق اجاره است (ماده۱دستورالعمل انتشار اوراق

Archive of SID

www.SID.ir

اجـــاره؛ مصـــوب ۱۳۸۹/۰۵/۱۱، اصـــلاحیه مصـــوب ۱۳۹۰/۰۸/۲۳ و ۱۳۹٤/۰۳/۱۱ شورای‌عالی بورس). به دلیل ماهیت عینی بودن اوراق اجاره، شبهه ربوی بودن قـرارداد که در مورد اوراق با ماهیت دین مطرح شد در اینجا مرتفع است.

اجاره، عقدی است که به موجب آن مستأجر در برابر مالی که به موجر مـی‌پـردازد، برای مدت معیّن، مالک منافع مستأجره مـی‌شـود (محقـق‌حلـی، ۱٤۰۸ق، ج۲، ص۱۷۹) موقت بودن عقد اجاره جزء ماهیت این قرارداد است به این معنا که تملیک منافع بـرای مدت معیّنی صورت می‌گیرد (نجفی، بی‌تا، ج۲۷، ص۲۰۵) و در صورتی که برای اجاره مدت مشخص نشود این قرارداد باطل خواهد بود (شـیخ مفیـد،۱٤۱۳ق، ص٦٤۰؛ مـاده ٤٦۸ قانون مدنی). اساساً میزان منفعت برای مستأجر وابسته به زمان اجاره اسـت. طبـق ماده ٤۹٤ قانون مدنی، عقد اجاره به محض انقضای مدت بر طرف می‌شود و اگـر پـس از انقضای آن، مستأجر، عین مستأجره را بدون اذن مالک مدتی در تصـرف خـود نگـاه دارد مؤجر برای مدت مزبور مستحق اجرت المثل خواهد بود. مرحوم صـاحب جـواهر نیز می‌گوید «اگر گفت: این را اجاره دادم برای هرماه فلان مبلـغ، عقـد بـرای یـک مـاه صحیح است و برای مازاد برآن اگر به سکونت ادامه داد، اجرت‌المثل ثابـت مـی‌گـردد» (نجفی، بی‌تا، ج۲۷، ص۲۳٤). محقق کرکی معتقد است که در این حالـت، عقـد اجـاره برای یک ماه صحیح است، لیکن نسبت به مـازاد بریـک مـاه عقـد باطـل خواهـد بـود. (کرکی، ۱٤۱۰ق، ج۲، ص۱۰۸). بنابراین تمدید سررسید قرارداد اجاره، به منزله تجدیـد قرارداد است و تبدیل تعهدات رخ می‌دهد به منظور افـزایش مـدت سررسـید قـرارداد، ضمن عقد اجاره اول شرط می‌شود که پس از سررسـید در صـورتی کـه طـرف مقابـل اختیار خود نسبت به تمدید قرارداد را اجرایی نماید، طرف دیگر ملزم به انعقاد قـرارداد اجاره دومی با مدت مشخص شده است. قرارداد جدیدی که می‌توانـد تمـامی مفـاد آن همانند اجاره اول باشد ولی مدت سررسید آن متفاوت باشد ایجاد می‌شود. نتیجه تمدید اوراق اجاره، تداوم ملکیت مشاع دارندگان اوراق بر دارایی پایـه و اسـتفاده مسـتأجر از دارایی برای دوره تمدید شده در مقابل اجاره‌بهایی اسـت کـه مـی‌توانـد متفـاوت و یـا مساوی با اجاره بهای دوره اول باشد.

Archive of SID

www.SID.ir

۷-۳. اوراق مرابحه قابل تمدید

مرابحه یا نسیه یکی از اقسام بیع است که در آن مثمن حال و ثمن مؤجل است. در معامله نسیه، باید زمان پرداخت ثمن معیّن گردد؛ در غیر این صورت، بیع باطل می‌شود (موسوی خمینی، ١٤٢٥ق،ج۲، ص٤٤١). اوراق مرابحه، اوراق بهاداری هستند که دارندگان آنها 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 می‌باشند (موسویان، ۱۳۹۱، ص٤٩٨). بنابراین ماهیت اوراق مرابحه دین است و دارندگان اوراق طلبکار (یا دائن) و بانی اوراق بدهکار (یا مدیون) است و بازار ثانوی این اوراق براساس خرید و فروش دین شکل گرفته است. براساس مستندات روایی، تعجیل مهلت پرداخت دین (کاهش مدت) با فرض کاهش مبلغ مورد امضای شرع است (معصومی‌نیا، ۱۳۸۵، ص۱۳۱)؛ همچنین طبق آیه ۲۸۰ سوره مبارکه بقره تمدید مهلت دین با فرض عدم پرداخت مازاد نیز جایز و امر پسندیده است، ولی تمدید مهلت با فرض افزایش مبلغ دین از دیدگاه فقهاء جایز نیست و آن را از مصادیق ربا می‌دانند (موسوی‌خمینی، ۱۳۷۹، ج۵، ص۵۲۷؛ خوئی، ١٤١٠ق، ج۲، ص٤٨). در تبیین فقهی تمدید مهلت سررسید اوراق مرابحه ذکر موارد ذیل ضروری به نظر می‌رسد:

اولاً براساس مدل ارزش زمانی پول یک ریال امروز ارزش بیشتری از یک ریال آینده دارد (پی نوو[۳۲]، ١٣٧٤، ص١٩٤). بنابراین تمدید مهلت بدهی با فرض ثابت در نظر گرفتن دین و بدون پرداخت مازاد بر دین اولی با منطق اقتصادی ناسازگار است. بنابراین دارندگان اوراق مرابحه در پایان سررسید در صورتی تمایل به تمدید سررسید خواهند داشت که یا اوراق دارای کوپن طی دوره با نرخ سود عادلانه باشد و یا اینکه اصل بدهی در انتها افزون بر مبلغ ارزش اسمی تأدیه گردد. پس طراحی اوراق مرابحه قابل تمدید به لحاظ شرعی با مشکل جدی مواجه خواهد بود.

ثانیاً نمی‌توان تمدید مدت قرارداد را با پرداخت مازاد به عنوان وجه التزام یا جریمه تأخیر توجیه نمود. چون هرچند طبق رأی شورای نگهبان و نظر برخی مراجع تقلید عنوان خسارت تأخیر تأدیه دین برای تمدید مدت قرارداد را به لحاظ شرعی جایز بدانیم (رضایی، ۱۳۸۱، ص۳۰)، در اینجا ماهیتاً تمدید قراردادی یک اختیار برای

Archive of SID

www.SID.ir

سرمایه‌گذار یا بانی قلمداد می‌شود و در صورت اعمال اختیار توسط هر کدام از طرفین، دیگر نمی‌توان گفت که طرف دیگر ملزم به پرداخت در سررسید اول بوده و بانی به عنوان جریمه تأخیر در سررسید اول اقدام به پرداخت‌های طی دوره دوم نماید. همچنین به لحاظ ساختاری، جریمه باید ماهیت بازدارندگی داشته باشد و نرخ جریمه متفاوت با نرخ سود رایج بازار است. در اینجا عناوین جبران خسارت، کاهش ارزش پول، تأخیر تأدیه دین یا جریمه تأخیر، که توجیهاتی جهت افزایش دین هستند (رضایی، ۱۳۸۱، ص۳۲)، مصداقی پیدا نمی‌کند. چون هر کدام از عناوین بیان شده بابت جبران خسارت طلبکار و جریمه‌ای است که بر بدهکار تحمیل می‌شود ولی در اوراق قابل تمدید یک اختیار است که با رضایت طرفین و بابت نفع طرفین ایجاد می‌شود. بنابراین به لحاظ محتوایی و ساختاری هیچ تناسبی میان تمدید مدت اوراق مرابحه و عنوان جریمه تأخیر یا وجه‌التزام ندارد.

ثالثاً تمدید سررسید در اوراق مرابحه را نمی‌توان تحت عنوان انعقاد مرابحه جدید با همان کالای مورد معامله اول توجیه نمود، زیرا برای ایجاد مرابحه جدید باید معامله خرید و فروش جدیدی غیر از معامله قبلی انجام شود، یعنی نهاد واسط کالا را نقداً خریداری و به بانی به نسیه بفروشد که طبیعتاً این اقدام به معنای انتشار اوراق مرابحه جدید می‌باشد و نه تمدید مرابحه قبل.

۷-٤. اوراق سلف قابل تمدید

سلف از اقسام بیع و عکس نسیه است، طبق تعریف، مبیع در سلف، کالای کلی در ذمه است که در برابر مال نقد و برای سررسید معیّنی فروخته می‌شود (نجفی، بی‌تا، ج٢٤، ص٢٦٧) و اوراق سلف موازی استاندارد اوراقی است که بر پایه عقد سلف منعقد می‌شود و دارای بازار ثانوی است. اوراق سلف موازی استاندارد، اوراق بدون کوپن و اغلب با سررسید کوتاه‌مدت می‌باشند. این اوراق همانند سایر اوراق سرمایه‌گذاری متأثر از نرخ سود مورد انتظار سایر بدیل‌های سرمایه‌گذاری مانند نرخ سود بانکی، نرخ سود اوراق مشارکت و سایر صکوک است. به منظور رقابت این ابزار با سایر ابزارهای بازار پول و سرمایه و افزایش جذابیت این اوراق، اکثر اوراق سلف منتشره منضم به

Archive of SID

www.SID.ir

اختیار خرید برای ناشر و اختیار فروش برای دارندگان اوراق با نرخ‌های متناظر بازار پول و سرمایه بوده است. پس لزوماً نرخ بازده قیمتی کالای پایه با اوراق سلف هماهنگی ندارد. سازوکار اوراق سلف موازی استاندارد منضم به دو اختیار خرید و فروش در پنجاه و ششمین جلسه کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس به تصویب رسید (کمیته فقهی سازمان بورس، ۱۳۹۰/۰۹/۳۰).

با افزایش مدت سررسید تحویلی در اوراق سلف، بازدهی این اوراق نیز باید متناسب با نرخ بازارهای بدیل سرمایه‌گذاری تعدیل شود. اوراق سلف، ماهیتاً اوراق بدون کوپن هستند و افزایش بازدهی سرمایه‌گذار از طریق پرداخت‌های میان دوره‌ای اتفاق نخواهد افتاد. بنابراین افزایش تمدید اوراق در صورتی برای سرمایه‌گذار جذاب خواهد بود که قیمت اعمال اختیار فروش برای دارندگان اوراق متناسب با زمان تمدید شده و پیش‌بینی نرخ‌های مورد انتظار سرمایه‌گذاری تعدیل شود. به عنوان مثال، در شرایطی که انتظار می‌رود نرخ‌های سود افزایشی باشد، اوراق سلفی که دارای سررسید یک ساله با نرخ اعمال فروش ۲۵٪ است (قیمت فروش به بانی برابر با ۱/۲۵ × قیمت خرید کالا) و برای یک سال دیگر قابل تمدید باشد، در صورتی برای سرمایه‌گذار جذاب خواهد بود که نرخ‌های اعمال فروش بالاتر از ۲۵٪ برای سال دوم در نظر گرفته شود.

ماهیت اوراق سلف، مالکیت مشاع دارندگان آن در مال کلی فی‌الذمه است و کلی فی‌الذمه از اقسام بیع عین به شمار می‌رود (امامی، بی‌تا، ص۴۲۳) چون سلف از انواع بیع است و به عقیده بسیاری از فقهاء مبیع باید عین باشد (عاملی، ۱٤۱۰ق، ج۳، ص۲۲۱؛ حلی، ۱٤۱٤ق، ج۱۰، ص۵)؛ چون دارایی، دین نیست، شبهه ربوی بودن در صورت تمدید قرارداد مرتفع می‌باشد. سلف خریدن کلی مدت‌دار در مقابل ثمن نقد است (موسوی‌خمینی،۱٤۲۵ق، ج۲، ص٤۳٦). بنابراین قرارداد بیع از جمله عقود لازمی است که تعیین زمان از مختصات ذاتی این عقد به شمار می‌آید؛ نظر امام خمینی(ره) در مورد عدم توانایی فروشنده در سررسید آن است که وقتی مدت برسد و بایع به خاطر عوارضی [نتواند مسلم فیه را به خریدار بدهد]، مانند آفت یا ناتوان بودن از تحصیل آن یا کمیاب بودن در شهر و امکان نداشتن تحصیل آن از جای دیگر و عذرهای دیگر،

Archive of SID

www.SID.ir

نتواند مسلم فیه را به خریدار بدهد، تا این که وقت بگذرد، خریدار مخیّر است بین اینکه فسخ کند و ثمن و سرمایه‌اش را بگیرد، و بین اینکه صبر کند تا فروشنده از پرداخت آن متمکن گردد و بنابر اقوی حق ندارد که او را به قیمت وقت رسیدن مدت، ملزم نماید (موسوی‌خمینی، ۱٤۲۵ق، ج۲، ص٤٤۱). بنابراین در صورت تقاضای فروشنده نسبت به تمدید مهلت تحویل، خریداران کالا (دارندگان اوراق) در سررسید، اختیار اعمال یا عدم اعمال نسبت به افزایش مدت سررسید را خواهند داشت. به عبارت دیگر در سررسید فروشنده و خریدار نسبت به تحویل کالا در سررسید دومی صلح می‌کنند. ولی اختیار فروشنده در تمدید مهلت و ملتزم نمودن خریدار به قبول تمدید مهلت صحیح نمی‌باشد. مگر آنکه قرارداد فسخ و قرارداد جدیدی جایگزین شود. بنابراین با توجه به مطالب بیان شده، اولاً، تعیین اختیار تمدید برای خریدار اوراق به معنای آن است که در صورت توافق طرفین در سررسید، فروشنده و خریدار بر تحویل مبیع در سررسید دیرتر با یکدیگر مصالحه می‌کنند و قرارداد جدیدی شکل نمی‌گیرد. ثانیاً، تعیین اختیار تمدید برای فروشنده سلف مستلزم تجدید قرارداد جدیدی خواهد بود.

۷-۵. اسناد خزانه قابل تمدید

اسناد خزانه اسلامی، ابزاری مالی است که مبتنی‌بر بدهی دولت به نظام بانکی، ذی‌نفعان و تأمین‌کنندگان منابع بوده و به وسیله خزانه‌داری کل وزارت امور اقتصادی و دارایی منتشر می‌شود (موسویان و خادم‌الحسینی، ۱۳۹۱، ص۱۱۷).

این اسناد، به صورت متحدالشکل، با قیمت‌های اسمی و دوره‌های سررسید متنوع، بدون کوپن سود، با تضمین بازپرداخت در سررسید توسط وزارت اموراقتصادی و دارایی و قابلیت دادوستد تا پیش از سررسید در بازار ثانویه، توسط معاونت هزینه و خزانه‌داری کل کشور انتشار یافته و در قبال بدهی‌های مسجل خزانه‌داری کل، که مطابق با قانون محاسبات عمومی (مصوب ۱۳٦٦) تعریف می‌شود، در اختیار طلبکاران قرار می‌گیرد. طبق مصوبه کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار مورخ ۱۳۹۰/۰٦/۳۰، انتشار اسناد خزانه برای بدهی‌های دولت به پیمانکاران، شرکت‌ها،

Archive of SID

www.SID.ir

بانک‌ها و بیمه‌های خصوصی، بخش عمومی غیردولتی بدون اشکال شناخته شد (کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۹۰). همچنین دولت می‌تواند براساس پیش‌بینی‌های مندرج در قوانین مربوطه، مبلغی را برای حفظ قدرت خرید و به عنوان جبران کاهش ارزش بدهی ناشی از نرخ تورم، به اصل بدهی اضافه نماید (این تبصره به موجب نظر کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار در جلسه ۱۱۲ مورخ ۱۳۹٤/۰۷/۰۸ به مصوبه اضافه گردید). ماهیت فقهی اسناد خزانه اسلامی، دارایی دینی است و فروش این اوراق در بازار توسط پیمانکار، تنزیل دین نزد شخص ثالث محسوب می‌شود و بازار ثانوی آن براساس خرید و فروش دین شکل گرفته است. خرید و فروش دین واقعی به شخص ثالث از دیدگاه مشهور فقیهان شیعه، شافعیه و مالکیه و قوانین ایران و خرید و فروش بازار ثانوی آن توسط افراد حقیقی و حقوقی بلامانع است (موسویان و نظرپور، ۱۳۸۹، ص۱۱۱).

اسناد خزانه اسلامی قابل تمدید در صورتی معنا پیدا می‌کند که دولت در سررسید اسناد، توانایی تسویه اوراق را نداشته باشد و سررسید را به تعویق اندازد و تمدید اسناد خزانه به شرطی برای سرمایه‌گذار جذاب خواهد بود که متناسب با افزایش مدت سررسید به ارزش اسمی بدهی افزوده شود، و همانطور که از پیش گفته شد، تمدید دارایی دینی با شرط افزایش مبلغ آن، از مصادیق ربای جاهلی است و توجیه شرعی ندارد، لذا طراحی اسناد خزانه اسلامی قابل تمدید به لحاظ شرعی قابل توجیه نیست و راهکار شرعی برای به تعویق انداختن سررسید اسناد خزانه منتشره، تسویه دیون گذشته و انتشار اسناد خزانه جدید است.

جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

درج اختیار تمدید سررسید در اوراق، متناسب با نوع اختیار وضع شده بر اوراق این امکان را به دارنده اوارق یا بانی می‌دهد که بتوانند متناسب با انتظارات خود از نرخ‌های آتی سود ریسک نرخ سود و ریسک قیمتی اوراق را برای خود پوشش دهند. اختیار تمدید سررسید برای بانی یا ناشر اوراق می‌تواند راهکاری در جهت به عقب غلتاندن و تعویق بازپرداخت بدهی‌ها باشد. با بررسی فقهی سازوکار تمدید اوراق در سررسید،

Archive of SID

www.SID.ir

مشخص گردید که اوراق بهادار اسلامی با ماهیت دینی، مانند اوراق مرابحه و اسناد خزانه اسلامی، قابلیت تمدید سررسید را نخواهند داشت، زیرا ماهیت این اوراق دین است و با افزایش سررسید به همراه مبلغ مازاد، این نوع معاملات از جمله مصادیق ربا خواهد شد و با فرض عدم افزایش مازاد در دین، به لحاظ اقتصادی توجیه نخواهند داشت. در صورتی که زمان، از شروط اساسی عقد باشد، تمدید قرارداد از جمله مصادیق تبدیل قراردادی و تجدید آن در سررسید خواهد بود و در صورتی که زمان، جزو شروط اساسی نباشد مانند مشارکت، تمدید از مصادیق تعدیل در قرارداد به شمار می‌آید. در مورد اوراق اجاره، قرارداد از نوع تبدیل تعهدات خواهد بود و قرارداد با شرایط معلوم تجدید خواهد شد. درج اختیار تمدید در سلف از مصادیق صلح در زمان تحویل خواهد بود، به عبارت دیگر خریدار و فروشنده سلف در سررسید، نسبت به تحویل کالا با یکدیگر صلح می‌کنند. در مورد اوراق مشارکت، تمدید قرارداد از نوع تعدیل تعهدات خواهد بود و در سررسید در مفاد قرارداد تعدیلی نسبت به افزایش تمدید قرارداد صورت خواهد گرفت. اختیار تمدید سررسید اوراق به عنوان یک شرط ضمن عقد در قرارداد از جمله شروط صحیح در قرارداد می‌باشد و ارزش این اختیار در قیمت اوراق لحاظ خواهد شد.

یادداشت‌ها

1. Force Majeure
2. Schwartz
3. Brennan
4. Longstaff
5. Out of the Money
6. Hauser & Lauterbach
7. Neftci & Santos
8. Indexed Bond
9. Xie
10. Chen et al
11. So et al
12. Callable Bond
13. Booth et al
14. Extendible Bond
15. Retractable Bond
16. Retraction Date
17. OECD

Archive of SID

www.SID.ir

18. Moody's
19. Banco Comercial Português
20. JP Morgan
21. Rollover
22. Roll Forward
23. Option
24. Futures
25. Forward
26. Refinancing Risk
27. Reinvestment Risk
28. Moral Hazard Risk
29. Price Risk
30. Put Option
31. Embedded Option
32. P Nouveau

کتابنامه

امامی، سیدحسن (بی‌تا)، *حقوق مدنی*، تهران: اسلامیه.

بجنوردی، محمد (۱٤۰۱ق)، *قواعد فقهی*، تهران: مؤسسه عروج، چاپ سوم.

بحرانی، یوسف (۱٤۰۵ق)، *الحدائق الناظره فی احکام العتره الطاهره*، قم: دفتر انتشارات اسلامی.

بکی‌حسکوئی، مرتضی و روژین داودی (۱۳۹۵)، «ارزیابی پروژه‌های سرمایه‌گذاری با رویکرد تحلیل اختیار واقعی؛ مطالعه موردی بررسی امکان‌سنجی یک طرح نیروگاهی ۵۰۰ مگاواتی»، *دانش سرمایه‌گذاری*، شماره ۱۷، صص ۲۰۷-۲۲۵.

پی‌نوو، ریموند (۱۳۷٦)، *مدیریت مالی*، مترجمان: علی جهانخانی و علی پارسائیان، تهران: سمت.

جمعی از مؤلفین (بی‌تا)، *فقه اهل بیت علیهم السلام*، قم: مؤسسه دائرةالمعارف فقه اسلامی بر مذهب اهل بیت علیهم السلام، چاپ اول.

حلی، حسن بن یوسف (۱٤۱٤ق)، *تذکره الفقهاء*، قم: مؤسسه آل‌البیت.

خوئی، سیدابوالقاسم (۱٤۱۰ق)، منهاج الصالحین، قم: مدینه العلم.

ذکاوت، سیدمرتضی (۱۳۸۸)، «کاربرد تحلیل اختیار واقعی در بررسی طرح‌های سرمایه‌گذاری»، تهران: مجموعه مقالات دومین کنفرانس بین‌المللی توسعه نظام تأمین مالی در ایران.

رضایی، مجید (۱۳۸۱)، «بررسی فقهی- حقوقی جریمه تأخیر»، *اقتصاد اسلامی*، شماره ٦، صص ۲۵-٤٤.

Archive of SID

www.SID.ir

شیخ مفید (١٤١٣ق)، *المقنعه*، قم: کنگره جهانی هزاره شیخ مفید، چاپ اول.
طوسی، محمدبن حسن (۱۳۸۷ق)، *المبسوط فی فقه الامامیه*، تهران: المکتبة المرتضویة لإحیاء الآثار الجعفریة، چاپ سوم.
عاملی (شهید ثانی)، زین الدین بن علی (١٤١٠ق)، *الروضه البهیه فی شرح اللمعه الدمشقیه*، قم: کتابفروشی داوری، چاپ اول.
کرکی (محقق کرکی)، علی بن حسین (١٤٠٩ق)، *رسائل المحقق کرکی*، قم: دفتر نشر اسلامی.
کرکی (محقق کرکی)، علی بن الحسین (١٤١٠ق)، *جامع المقاصد*، قم: مؤسسهٔ آل‌البیت.
محقق‌حلی (١٤٠٨ق)، *شرایع الاسلام فی مسائل الحلال و الحرام*، قم: اسماعیلیان، چاپ دوم.
محقق‌داماد، سید مصطفی (١٤٠٦ق)، *قواعد فقه*، تهران: مرکز نشر علوم اسلامی.
معصومی‌نیا، غلامعلی (۱۳۸۵)، «تخفیف مبلغ بدهی در دیون مدت‌دار در برابر کاهش مدت سررسید»، *اقتصاد اسلامی*، شماره ٢٤، صص ۱۳۱-۱۵۲.
موسوی‌خمینی، سیدروح‌الله (۱۳۷۹)، *البیع*، تهران: مؤسسه تنظیم و نشر آثار امام خمینی.
موسوی‌خمینی، سیدروح الله (١٤٢٥ق)، *تحریرالوسیله*، قم: دفتر انتشارات اسلامی وابسته به جامعه مدرسین حوزه علمیه قم.
موسویان، سیدعباس (۱۳۸٦)، *فرهنگ اصطلاحات فقهی و حقوقی معاملات*، تهران: پژوهشکده پولی و بانکی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، چاپ اول.
موسویان، سیدعباس (۱۳۹۱)، *بازار سرمایه اسلامی(۱)*، تهران: سازمان انتشارات پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.
موسویان، سیدعباس و مجید خادم‌الحسینی اردکانی (۱۳۹۱)، «مهندسی مالی اسناد خزانه اسلامی»، *اقتصاد اسلامی*، شماره ٤٥، صص ۱۰۷-۱۳۰.
موسویان، سیدعباس، محمدنقی نظرپور و ایوب خزائی (۱۳۸۹)، «امکان‌سنجی فقهی طراحی اسناد خزانه اسلامی در بازارهای مالی اسلامی»، *اقتصاد اسلامی*، شماره ٤٠، صص ۸۷-۱۱٦.
نجفی، محمدحسن (بی‌تا)، *جواهر الکلام فی شرح شرایع الاسلام*، بیروت: داراحیاء التراث العربی، چاپ هفتم.
هال، جان (١٣٨٤)، *مبانی مهندسی مالی و مدیریت ریسک*، مترجمان: علی صالح‌آبادی و سجاد سیاح، تهران: گروه رایانه تدبیر پرداز.

Archive of SID

www.SID.ir

Ananthanarayanan, A. L., & Schwartz, E. S. (1980). Retractable and Extendible Bonds: The Canadian Experience. *The Journal of Finance*, *35*(1), 31-47.

Brennan, M. J., & Schwartz, E. S. (1977). Savings Bonds, Retractable Bonds and Callable Bonds. *Journal of Financial Economics*, *5*(1), 67-88.

Booth, L., Gounopoulos, D., & Skinner, F. (2014). The Choice Between Callable and Noncallable Bonds. Journal of Financial Research, 37(4), 435-460.

Chen, Z., Mao, C. X., & Wang, Y. (2010). Why Firms Issue Callable Bonds: Hedging Investment Uncertainty. *Journal of Corporate Finance*, 16(4), 588-607.

Hauser, S., & Lauterbach, B. (1996). Empirical Tests of the Longstaff Extendible Warrant Model. *Journal of Empirical Finance*, *3*(1), 1-14.

Longstaff, F. A. (1990). Pricing Options With Extendible Maturities: Analysis and Applications. *The Journal of Finance*, *45*(3), 935-957.

Neftci, S. N., & Santos, M. A. (2003). *Puttable and Extendible Bonds: Developing Interest Rate Derivatives for Emerging Markets* (No. 3-201). International Monetary Fund.

Saunders, A., & Cornett, M. M. (2003). *Financial Institutions Management: A Risk Management Approach*. Irwin/McGraw-Hill.

So, Y. C. J., Ding, D., & Fu, Q. (2012). Pricing Callable Bonds Based on Monte Carlo Simulation Techniques.

Xie, D. (2009). Theoretical And Numerical Valuation Of Callable Bonds. *The International Journal of Business and Finance Research*, *3*(2), 71-82.

https://www.finpipe.com
https://www.moodys.com/research
http://www.mobile.reuters.com
https://www.investopedia.com
https://www.rdis.ir
https://www.cbi.ir

Archive of SID

www.SID.ir

Islamic Finance Researches, Vol. 7, No. 1 (Serial 13) Autumn 2017 & Winter 2018

A Jurisprudential Review of Extendible Islamic Securities (with Emphasis on Participation Bonds, Leases, Morabehah, Exile and Islamic Treasury Documents)

Sayyed Amir Hossein Etesami [*]
Mohammad Soleimani [**]

Received: 02/10/2016
Accepted: 10/01/2018

In long and midterm maturity securities, mismatched nominal interest rate and required rate of return impose interest rate risk on investors and issuers. If long term and midterm expected interest rates are downward, fixing interest rate of securities higher than the expected rate would cause the attractiveness of securities for investors and losses for originators. The opposite of this point is also true. Thus for decreasing the interest rate risk, maturity or interest rate of securities should be adjusted. One solution to the decrease of interest rate risk for both parties is issuance of short term securities with embedded extendible option. In other words, this solution provides some insurance for the interest rate in a determined time. In this paper, with analytical – descriptive method, this extendible security has been introduced and the specific risks and jurisprudential aspects of this kind of sukuk are explained. Jurisprudential aspects of five types of Islamic securities including *musharaka, ijarah, murabaha*, parallel *salaf* Sukuk and Islamic Treasury Bill have been investigated. The results show that because of their debt nature, extending the maturity for *murabahah* Sukuk and Islamic Treasury Bill is not permitted, whereas that of *musharakah, ijarah* and parallel *Salaf* Sukuk is permitted.

Keywords: Extendible Sukuk, Extended Maturity of Contracts, Islamic Securities, Extended Contract Expiration

JEL Classification: G12, G23, G32

Archive of SID

[*] Ph.D. Student of Financial Management, Imam Sadiq University, (Corresponding Author), ah.etesami@isu.ac.ir

[**] Assistant Professor of Islamic Studies and Economics, Imam Sadiq University, solimani@isu.ac.ir

www.SID.ir