

تأمین مالی پروژه ها و شرکت ها از طریق اوراق صکوک، مشارکت، صندوق پروژه، زمین و ساختمان



محمدرضا توکل نیا؛ دکترای اقتصاد؛ مدیر تأمین مالی شرکت تأمین سرمایه امید
وجیهه خلیلی؛ فوق لیسانس مدیریت مالی؛ کارشناس ارشد تأمین مالی شرکت تأمین سرمایه امید

مقدمه

در یک نگاه کلی در اقتصاد هر کشوری، بازارهای مالی وظیفه پشتیبانی از بخش واقعی اقتصاد را بر عهده دارند تا شرایط لازم جهت توسعه و رشد پایدار اقتصادی را فراهم نمایند. بازار سرمایه به عنوان بخش بزرگی از بازارهای مالی، در نقش واسطه و هدایت گر، پس اندازهای مازاد شرکت ها یا افراد را به بخش هایی از اقتصاد که بدان نیازمندند، انتقال می دهد. یکی از قالب هایی که کارکرد بازار سرمایه از طریق آن محقق می شود، انتشار اوراق بهادار جهت تأمین مالی پروژه ها و شرکت ها است که در اشکال و انواع مختلف طراحی و اجرا می شود. از مهم ترین ابزارهای تأمین مالی در بازار سرمایه، اوراق صکوک می باشد که در این نوشتار، معرفی مختصری در خصوص اوراق صکوک و سایر اوراق تأمین مالی و همچنین فرآیند اجرایی هر یک از آنها ارائه می شود.

اوراق صکوک

صک به معنای سند و سفته است و معادل واژه چک در فارسی است. اعراب این واژه را توسعه دادند و آن را بر انواع حوالجات و تعهدات به کار می برند. در عرف عرب این واژه، حواله، انواع سفته، سند و هرآن چه که تعهد یا اقراری از آن ایفاد شود را شامل می شود. ایده انتشار صکوک اجاره، برای نخستین بار توسط منذر قحف در مقاله معروف وی با عنوان استفاده از اوراق اجاره دارایی برای پوشش شکاف بودجه در سال ۱۹۹۷ مطرح شد. باوجوداین، انتشار علمی صکوک اجاره، برخاسته از دو عامل است. اولین عامل عبارت است از تولد ایده ای که در درون مؤلفه های شریعت و عامل دوم، افزایش تبدیل دارایی ها به اوراق بهادار در بازارهای مالی بوده است. ایده ی تبدیل کردن دارایی ها به اوراق بهادار در دهه ی ۱۹۸۰ رایج شد در دهه ی ۱۹۹۰ در ساختارهای مختلف معاملات مالی توسط بانک های سرمایه گذاری



ارکان انتشار اوراق

به‌منظور تأمین مالی یک شرکت از طریق انتشار اوراق تأمین مالی، وجود ارکان مختلفی ضروری است که عبارت هستند از:

- بانی: شخص حقوقی است که متقاضی تأمین مالی است و اوراق به نفع وی منتشر می‌گردد. بانی دریافت‌کننده وجوه ناشی از انتشار اوراق صکوک است و مسئولیت بازپرداخت وجوه فوق نیز بر عهده وی است.

- نهاد واسطه: نهاد مالی است که توسط شرکت مدیریت دارایی مرکزی تأسیس می‌گردد و وظیفه انتشار اوراق بهادار را بر عهده دارد. نهاد واسطه صرفاً یک‌نهاد تسهیلگر است و وجوه ناشی از انتشار را بلافاصله به بانی منتقل می‌کند.

- ضامن: ضامن توسط بانی و با تأیید سازمان صرفاً از میان بانک‌ها، مؤسسات مالی و اعتباری تحت نظارت بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، بیمه‌های تحت نظارت بیمه مرکزی جمهوری اسلامی ایران، شرکت‌های تأمین سرمایه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، نهادهای عمومی و شرکت‌ها و مؤسسات دولتی انتخاب می‌شود. وظیفه ضامن پوشش ریسک ناشی از نکول بانی در بازپرداخت وجوه است.

- عامل فروش: کارگزاری است پس از انتشار اوراق توسط نهاد واسطه، نسبت به عرضه و فروش اوراق اقدام می‌نماید.

- عامل پرداخت: شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه است که نسبت به اخذ اصل و سود اوراق از بانی و پرداخت آن به حساب سرمایه‌گذاران در سررسیدهای معین اقدام می‌نماید.

- بازار گردان: یک شرکت تأمین سرمایه است که در طول دوره وظیفه نقد شوندگی اوراق را بر عهده دارد. در صورتی که در طول دوره، برخی از سرمایه‌گذاران درصدد فروش اوراق خود باشند و نتوانند اوراق را در بورس به فروش برسانند، می‌توانند با فروش آن به بازار گردان، نسبت به نقد کردن اوراق خود اقدام کنند.

- متعهد پذیرهنویس: یک شرکت تأمین سرمایه است که فروش رفتن کلیه اوراق در دوره عرضه اولیه را تضمین می‌کند. در صورتی که در دوره عرضه اولیه همه یا بخشی از اوراق به فروش نرفته باشد، متعهد پذیرهنویس بر اساس قرارداد منعقد شده نسبت به خرید یکجای اوراق باقی‌مانده اقدام خواهند کرد.

اسلامی در قالب مشارکت در پروژه‌ها شکل گرفت. وجود چنین تجربه‌ای، درنهایت به تدوین مدل اوراق صکوک تأمین مالی توسط متخصصان مالی- اسلامی منجر شد.

در حالت کلی می‌توان صکوک را اوراق بهادار مبتنی بر دارایی، با درآمد ثابت یا متغیر، قابل معامله در بازار ثانویه و مبتنی بر اصول شریعت دانست. این اوراق ارزش اسمی یکسان داشته و بیانگر پرداخت مبلغ اسمی مندرج در آن توسط خریدار به ناشر بوده و دارندة آن مالک مشاع یک یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها، منافع حاصل از دارایی و یا ذی‌نفع یک پروژه یا یک فعالیت سرمایه‌گذاری خاص می‌باشد. این اوراق قابل معامله در بازار ثانویه بوده و کلیه فرآیند تدوین و اجرای آن سازگار با تعالیم اسلامی است.

اوراق صکوک با اوراق قرضه مرسوم در بازارهای مالی غیر اسلامی از جهات زیر تفاوت دارد:

- صکوک بیانگر مالکیت مشاع روی یک دارایی مشخص است درحالی‌که اوراق قرضه فقط حاکمی از تعهد بدهی هستند. به عبارت دیگر رابطه بین ناشر و خریدار اوراق قرضه رابطه وام‌دهنده و وام‌گیرنده است، نرخ بهره ثابت بوده و این موجب ربا خواهد شد.

- دارایی موضوع اوراق صکوک از نظر شرعی باید مجاز و صحیح باشد. درحالی‌که در اوراق قرضه دارایی‌هایی که از نظر اسلام پذیرفته نیست نیز می‌تواند پشتوانه اوراق قرار بگیرد.
- اعتبار اوراق قرضه به اعتبار صادرکننده یا ناشر آن وابسته است درحالی‌که اعتبار صکوک بلکه به ارزش دارایی پشتوانه آن بستگی دارد.

- فروش صکوک در بازار ثانویه، فروش مالکیت یک دارایی است اما فروش اوراق قرضه فروش بدهی است.

- در صکوک امکان افزایش اصل دارایی و در نتیجه ارزش خود ورقه صکوک وجود دارد درحالی‌که اصل بدهی در اوراق قرضه قابلیت افزایش ندارد.

- صکوک دارای بازده ثابت به علاوه سهمی از سود یا زیان ناشی از سرمایه‌گذاری است که درصد سود یا زیان می‌تواند ثابت یا شناور باشد.

در مقابل اوراق صکوک و اوراق قرضه علیرغم تفاوت، دارای وجوه تشابه به شرح زیر هستند:

- قابلیت نقد شوندگی در بازار ثانویه

- قابلیت افزایش اعتبار

- تنوع در طراحی و عرضه

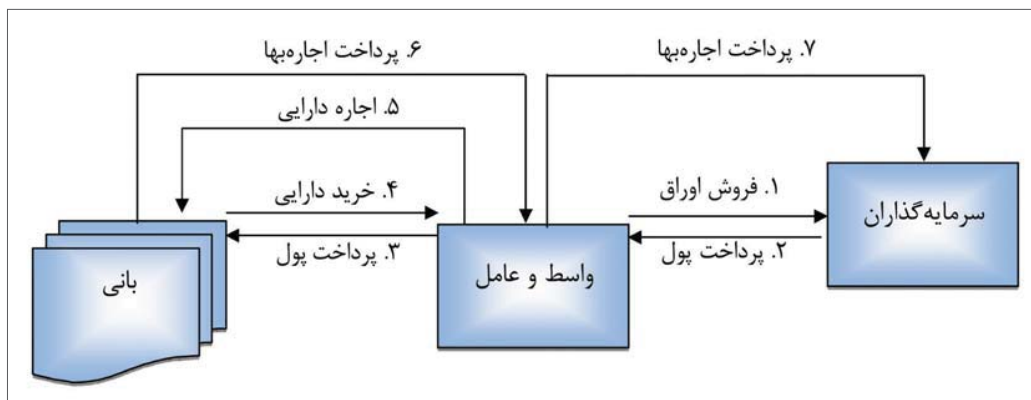
انواع اوراق صکوک

از لحاظ نظری اوراق صکوک، جهت تأمین مالی موارد مختلفی قابل تدوین است. متداولترین نوع اوراق صکوک بدون در بازار سرمایه ایران اوراق صکوک اجاره (شامل اجاره تأمین نقدینگی و اجاره تأمین دارایی)، اوراق صکوک مرابحه، اوراق صکوک استصناع، اوراق صکوک منفعت می‌باشند که در ادامه به توضیح مکانیسم اجرایی هر کدام از آن‌ها پرداخته می‌شود:

اوراق صکوک اجاره تأمین نقدینگی

در این شیوه تأمین مالی، شرکت می‌تواند با فروش دارایی‌های (واجد شرایط) تحت تملک خود به نهاد واسط (ناشر) که توسط شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه تشکیل خواهد شد، معادل ارزش دارایی‌های فروخته‌شده

اقدام به تأمین مالی نماید. سپس شرکت با انعقاد قرارداد اجاره به شرط تملیک با نهاد واسط، دارایی‌های فروخته‌شده را اجاره و در انتهای عمر اوراق مجدداً در اختیار خواهد گرفت. در طول عمر اوراق، اجاره‌بها توسط شرکت به نهاد واسط پرداخت می‌گردد. ضمانت پرداخت‌های مربوط به این اوراق توسط رکن ضامن برعهده‌گرفته می‌شود. حجم اوراق قابل انتشار (حجم تأمین مالی) متناسب با ارزش روز دارایی پایه و توان پرداخت مبلغ اجاره‌بها توسط شرکت تعیین می‌گردد. بدین ترتیب، از یک سو با در نظر گرفتن میزان تقریبی ارزش روز دارایی‌ها و از سوی دیگر، با در نظر گرفتن توان پرداخت مبالغ اجاره‌بها در مقاطع زمانی مقرر (یک‌ماهه، دوماهه، سه‌ماهه و ...) می‌توان حداکثر مبلغ قابل انتشار اوراق را برآورد نمود. مدل عملیاتی انتشار اوراق اجاره تأمین نقدینگی به شرح شکل (۱) است:



شکل (۱): مدل عملیاتی انتشار اوراق اجاره تأمین نقدینگی

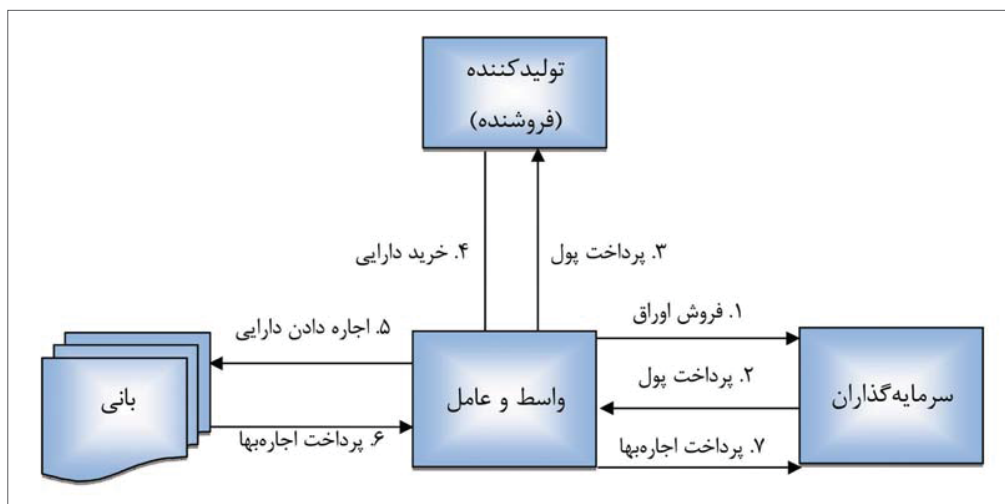
اوراق صکوک اجاره تأمین دارایی

در این شیوه تأمین مالی، نهاد واسط (ناشر) با انتشار اوراق اجاره و جمع‌آوری وجوه از سرمایه‌گذاران (خریداران اوراق)، دارایی‌های مورد نیاز شرکت (بانی) را خریداری و از طریق عقد اجاره به شرط تملیک در اختیار شرکت مزبور قرار می‌دهد و در طول عمر اوراق، اجاره‌بها توسط شرکت به نهاد واسط (به منظور پرداخت به سرمایه‌گذاران) پرداخت می‌گردد. بر اساس دستورالعمل انتشار اوراق اجاره در این حالت می‌بایست وجوه حاصل از انتشار اوراق جهت خرید دارایی ثابت مبنای انتشار به مصرف برسد و در نتیجه نقدینگی وارد چرخه عملیات شرکت نخواهد شد.

در این حالت حجم اوراق قابل انتشار متناسب با ارزش دارایی پایه (دارایی واجد شرایط جهت خرید) و توان پرداخت مبلغ اجاره‌بها توسط شرکت تعیین می‌گردد. مدل عملیاتی انتشار اوراق اجاره تأمین دارایی به شرح شکل (۲) است:

اوراق صکوک مرابحه

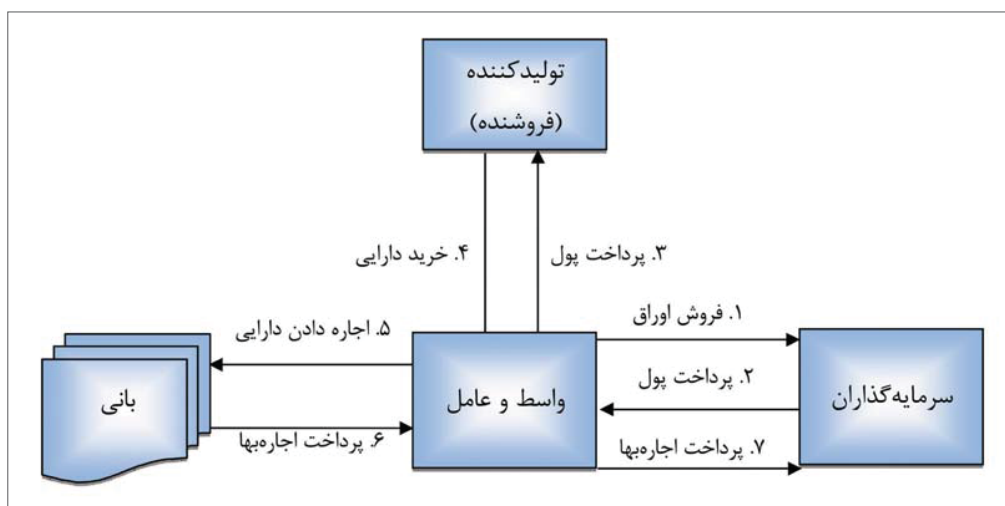
اوراق مرابحه، ابزار تأمین مالی است که ناشر (نهاد واسط) پس از واگذاری آن به سرمایه‌گذاران (خریداران اوراق) و جمع‌آوری وجوه حاصل از انتشار، به وکالت از طرف آن‌ها، دارایی واجد شرایط را از فروشنده خریداری نموده و به صورت



شکل (۲): مدل عملیاتی انتشار اوراق اجاره تأمین دارایی

حالت نیز حجم اوراق قابل انتشار متناسب با ارزش دارایی پایه (دارایی واجد شرایط جهت خرید) و توان پرداخت مبلغ اجاره بها توسط شرکت تعیین می گردد. مدل عملیاتی انتشار اوراق مرابحه به شرح شکل (۳) است.

فروش اقساطی به بانی (شرکت) واگذار می نماید. این اوراق وقتی کاربرد دارد که شرکت خواهان تملک یک دارایی بوده، اما توان مالی جهت خرید آن را ندارد. لذا بر اساس قرارداد مرابحه و به صورت اقساطی، آن را خریداری می کند. در این



شکل (۳): مدل عملیاتی انتشار اوراق مرابحه

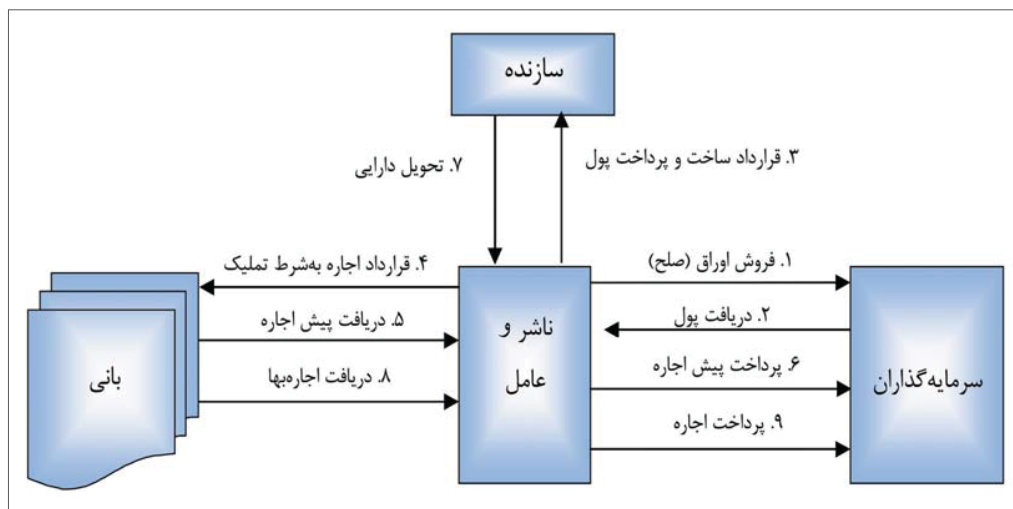
اوراق صکوک استصناع

از طریق نهاد واسطه، رابطه وکیل و موکل میان نهاد واسطه و خریداران اوراق برقرار می گردد. نهاد واسطه به وکالت از طرف خریداران اوراق نسبت به انعقاد قرارداد سفارش

اوراق سفارش ساخت، نوعی از اوراق است که بانی می تواند با انتشار آن ساخت دارایی و یا تکمیل پروژه تحت مالکیت خود را انجام دهد. با انتشار اوراق سفارش ساخت

قید شود که خرید اوراق به‌منزله قبول وکالت نهاد واسط بوده که تا سررسید و تسویه نهایی اوراق غیرقابل عزل، نافذ و معتبر است. مدل عملیاتی انتشار اوراق استصناع به شرح شکل (۴) است:

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 اجاره تا پایان عمر اوراق در اختیار بانی قرار دهد. در اسناد موضوع انتشار اوراق باید

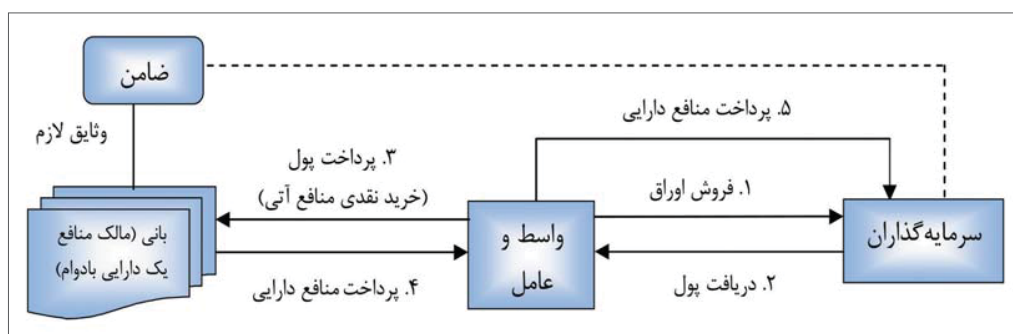


شکل (۴): مدل عملیاتی انتشار اوراق استصناع

اوراق صکوک منفعت

را در اول دوره، دریافت نموده و از این طریق تأمین مالی گردد. به‌عنوان مثال یک شرکت هواپیمایی می‌توان بر روی منافع یکی از خصوص هواپیمایی خود اوراق منفعت منتشر کرده و با پیش‌فروش آن نسبت به دریافت وجوه در اول دوره اقدام نماید. مدل عملیاتی انتشار اوراق منفعت به شرح شکل (۵) است.

این اوراق به‌منظور تأمین مالی شرکت‌های ارائه‌دهنده خدمات، طراحی شده است. اوراق منفعت سند مالی بهاداری است که بیانگر مالکیت دارنده آن بر مقدار معین خدمات یا منافع آینده از یک دارایی بادوام است که درازای پرداخت مبلغ معینی به وی منتقل شده است. در این روش مالک دارایی می‌تواند خدمات حاصل از یک یا چند دارایی خود را در یک دوره زمانی مشخص، پیش‌فروش کرده و مبلغ آن



شکل (۵): مدل عملیاتی انتشار اوراق منفعت



سایر روش‌های تأمین

اوراق سلف موازی استاندارد

اوراق سلف، اوراق بهاداری است که بر اساس آن، مخصوص شرکت‌های تولیدی بوده و در آن شرکت متقاضی تأمین مالی، محصولات خود را با قیمت مشخص به سرمایه‌گذاران پیش‌فروش می‌کند و دارنده اوراق در سررسید، مالک دارایی پایه اوراق می‌شود. دارندگان اوراق، اختیار دارند دارایی پایه را به «قیمت اعمال اختیار فروش» در تاریخ سررسید به عرضه‌کننده بفروشند. اختیار فروش، اختیاری است که همراه با معامله سلف، از سوی عرضه‌کننده به خریدار داده می‌شود و خریدار می‌تواند بر اساس این اختیار در تاریخ سررسید، دارایی پایه را به قیمت تعیین‌شده در قرارداد به عرضه‌کننده بفروشد. همچنین عرضه‌کننده اختیار دارد که دارایی پایه را به «قیمت اعمال اختیار خرید» در تاریخ سررسید خریداری نماید. اختیار خرید، اختیاری است که همراه با معامله سلف، از سوی خریدار به عرضه‌کننده داده می‌شود و عرضه‌کننده می‌تواند بر اساس این اختیار در تاریخ سررسید، دارایی پایه را به قیمت تعیین‌شده در قرارداد از دارنده اوراق سلف خریداری نماید. بدیهی است قیمتی که عرضه‌کننده برای خرید دارایی در سررسید نسبت به آن حق اختیار دارد از قیمتی که خریدار اوراق سلف مخیر به فروش دارایی به عرضه‌کننده در سررسید می‌باشد، بالاتر خواهد بود. انتشار این نوع اوراق، از یک‌سو منجر می‌شود که دارندگان اوراق سلف از تغییرات قیمت دارایی پایه مبنای انتشار اوراق در بازار ثانویه منتفع شوند و از سوی دیگر می‌تواند منجر به ارتقای سطح تولید و تأمین مالی در شرکت‌های تولیدی گردد. حجم تأمین مالی از طریق انتشار اوراق سلف حداکثر معادل توان تولید و تحویل فیزیکی محصول در سررسید و همچنین توان نقدینگی شرکت جهت پوشش تعهد خرید محصول در سررسید به قیمت اعمال اختیار فروش، می‌باشد.

اوراق مشارکت

اوراق مشارکت، اوراق بهادار بانام و یا بی‌نامی است که به قیمت اسمی مشخص برای مدت معین و به‌منظور تأمین بخشی از منابع مالی موردنیاز جهت ایجاد، تکمیل و توسعه طرح‌های سودآور تولیدی، ساختمانی و خدماتی بکار گرفته می‌شود. در این روش حجم اوراق قابل انتشار (حجم تأمین مالی ناشر) حداکثر معادل ۶۰ درصد سرمایه‌گذاری موردنیاز جهت تکمیل پروژه می‌باشد. از جمله محدودیت‌های استفاده از این روش تأمین مالی آن است که وجوه تأمین‌شده از محل انتشار اوراق مشارکت صرفاً می‌بایست در طرح موضوع انتشار اوراق مصرف گردد و همچنین شرکت می‌بایست توان پرداخت سود علی‌الحساب در مقاطع زمانی ۳ ماهه طی دوره عمر اوراق را داشته باشد.

صندوق پروژه

در این روش صندوقی با مجوز سازمان بورس و اوراق بهادار تشکیل می‌گردد. عمر صندوق به میزان سال‌های لازم برای ساخت پروژه و سرمایه صندوق برابر با حجم پول موردنیاز است. با تشکیل صندوق مالکان طرح به‌اندازه ارزش روز هزینه‌هایی که

صندوق بیانگر مالکیت مشاع
روی یک دارایی مشخص
است در حالی که اوراق قرضه
فقط حاکی از تعهد بدهی
هستند. به عبارت دیگر رابطه
بین ناشر و خریدار اوراق
قرضه رابطه وام‌دهنده و
وام‌گیرنده است، نرخ بهره
ثابت بوده و این موجب ربا
خواهد شد.

تاکنون در پروژه صرف نموده‌اند، مالک واحدهای صندوق می‌گردند. مابقی هزینه ساخت پروژه از طریق فروش واحدهای صندوق به مردم تأمین می‌شود. در پایان دوره ساخت، «صندوق پروژه» به «شرکت سهامی عام» تبدیل شده و در شرکت بورس اوراق بهادار پذیرفته می‌شود و مالکان شرکت و مردم هر کدام به نسبت سهم خود سهامدار آن شرکت خواهند شد. پس‌ازاین مرحله سهام شرکت قابل‌خرید و فروش در بورس خواهد بود و مالکان قبلی شرکت می‌توانند در صورت تمایل سهام خود را افزایش دهند. قابل‌ذکر است در طول دوره ساخت، نقد شوندگی اوراق مردم توسط بازار گردان تضمین می‌گردد.

صندوق زمین و ساختمان

صندوق زمین و ساختمان یک نهاد مالی است که با اخذ مجوز از سازمان بورس و اوراق بهادار تأسیس شده و به جمع‌آوری سرمایه از سرمایه‌گذاران و تخصیص آن به پروژه ساختمانی می‌پردازد. سرمایه‌گذاران در این حالت مالک صندوق هستند. با پایان یافتن ساخت طرح، پروژه نهایی به فروش رفته و همه مالکان صندوق به میزان سهام، مالک وجوه ناشی از فروش می‌شوند.

هر صندوق دارای یک مدیر صندوق می‌باشد که وظیفه مدیریت فعالیت‌های صندوق از جمله جمع‌آوری وجوه متقاضیان سرمایه‌گذاری، عقد قرارداد ساخت، فروش واحدهای ساختمانی پروژه و درنهایت تقسیم عواید ناشی از این فعالیت بین سرمایه‌گذاران صندوق را بر عهده دارد. در صورت تمایل هر یک از مالکان واحدهای سرمایه‌گذاری به دریافت یک واحد ساختمانی، وی می‌تواند در قالب یک خریدار وارد شده و با خرید واحدهای سرمایه‌گذاری بیشتر، حد لازم برای تحویل یک واحد ساختمانی را کسب کرده و به دریافت واحد ساختمانی اقدام نماید.

جمع‌بندی

تأمین مالی از طریق انتشار اوراق بهادار در بازار سرمایه به‌عنوان یکی از راهکارهای بهینه جذب سرمایه محسوب می‌گردد. در این روش وجوه لازم برای تکمیل پروژه‌های اقتصادی، از طریق انتشار اوراق بهادار مالی و فروش آن به سرمایه‌گذاران در بستر بازار سرمایه فراهم می‌گردد.

وجوه ناشی از فروش اوراق برای مدت مشخص به‌صورت وام مردمی با بازده مشخص، در اختیار مالک پروژه قرار می‌گیرد. ازاین‌رو منجر به خلق پول جدیدی نشده و حداقل اثرات تورمی را دارد. با توجه به شرایط خاص اقتصادی کشور و تحمیل تحریم‌های اقتصادی، کشورهای غربی و امریکا، تأمین مالی از طریق ابزارهای تأمین مالی می‌تواند به‌عنوان یکی از روش‌های مناسب برای اجرایی شدن سیاست‌های اقتصاد مقاومتی باشد مطابق بند ۱ سیاست‌های اقتصادی مقاومتی، یکی از اصلی‌ترین بخش‌های تحقق اقتصاد مقاومتی، مشارکت دادن سرمایه‌های مردمی در اقتصاد و پروژه‌های اقتصادی است. در این راستا شرکت‌های تأمین سرمایه می‌تواند از طریق تجمیع سرمایه‌های آحاد مردم و تخصیص آن به پروژه‌های اقتصادی، سهم مهمی در اجرای اقتصاد مقاومتی در حوزه جذب سرمایه داشته باشند.

اوراق بهادار بانام و یا
بی‌نامی است که به قیمت
اسمی مشخص برای مدت
معین و به‌منظور تأمین بخشی
از منابع مالی موردنیاز جهت
ایجاد، تکمیل و توسعه
طرح‌های سودآور تولیدی،
ساختمانی و خدماتی بکار
گرفته می‌شود.