

تأمین مالی شرکتها با استفاده از ابزارهای تأمین مالی اسلامی – صکوک

واحد تحقیق و توسعه شرکت تأمین سرمایه نوین

آذر ۱۳۹۰

تأمین مالی در حقیقت به مجموعه فرآیندهایی اطلاق می‌شود که جهت تأمین منابع مالی و سرمایه مورد نیاز برای انجام فعالیت‌های تجاری، خرید و یا سرمایه‌گذاری انجام می‌شود. روش‌های متفاوتی برای تأمین مالی فعالیت‌های تجاری وجود دارد که بانک‌ها و مؤسسات مالی مختلف می‌توانند از آن‌ها برای تأمین مالی شرکت‌ها استفاده نمایند. یکی از پیش شرط‌های اساسی موفقیت در کسب و کار، دسترسی به منابع مالی کافی، مدیریت صحیح منابع مالی و استفاده بهینه از آنها است. روش‌های تأمین مالی به دو نوع کلی مبتنی بر بدهی^۱ و مبتنی بر سرمایه^۲ تقسیم می‌شود. برای تأمین مالی، شناخت دقیق منابع مالی و ویژگی‌های حاکم بر آن‌ها و همچنین شناخت مصارف مالی مورد نیاز، ضرورت دارد.

تأمین مالی به روش‌های مبتنی بر بدهی، به معنای اخذ وام از یک منبع خارج از شرکت و با موافقت صاحبان شرکت است، با این امید که پس از استحصال این منابع و انجام فعالیت مورد نظر، سود حاصل بیش از مقداری باشد که باید به عنوان بهره به وام‌دهندگان بازگردانده شود. از سوی دیگر، تأمین مالی مبتنی بر سرمایه، مستلزم واگذاری قسمتی از سود در مقابل دریافت سرمایه می‌باشد. در واقع در این روش، با استفاده از آورده نقدی و غیرنقدی سهامداران و افزودن بر حجم حقوق صاحبان سهام در شرکت و یا پروژه، سرمایه مورد نیاز تأمین می‌شود. آورده سهامداران در پیشبرد فعالیت‌های پروژه مصرف و سود حاصل نیز تماماً و در آینده، بین سهامداران توزیع می‌گردد.

از انواع روش‌های تأمین مالی مبتنی بر بدهی می‌توان به روش‌های زیر اشاره کرد:

- انواع اوراق مشارکت
- تسهیلات بانکی
- انواع صکوک
- صندوق‌های تخصصی
- گواهی سپرده

روش‌های تأمین مالی مبتنی بر سرمایه نیز شامل انتشار انواع سهام (عادی و ممتاز) و افزایش سرمایه و سهام پروژه می‌شود. به علاوه روش‌های ترکیبی مختلفی نیز برای تأمین مالی وجود دارد که عبارتند از، انتشار اوراق مشارکت قابل تبدیل و صکوک قابل تبدیل و تأمین مالی ساختار یافته از جمله انتشار اوراق مشارکت رهنی (MBS)^۳ و انتشار اوراق بهادار به پشتوانه دارایی‌ها (ABS)^۴.

^۱ Debt-based

^۲ Equity-based

^۳ Mortgage-Backed Security

^۴ Asset-Backed Security

در این مقاله بیشتر به معرفی انواع صکوک و مکانیسم اجرایی آن به عنوان یکی از روش‌های نوین تأمین مالی در ایران پرداخته می‌شود، در این مقاله بیشتر به معرفی انواع صکوک و مکانیسم اجرایی آن به عنوان یکی از روش‌های تأمین مالی در ایران پرداخته می‌شود.

صکوک، اوراق بهادار اسلامی

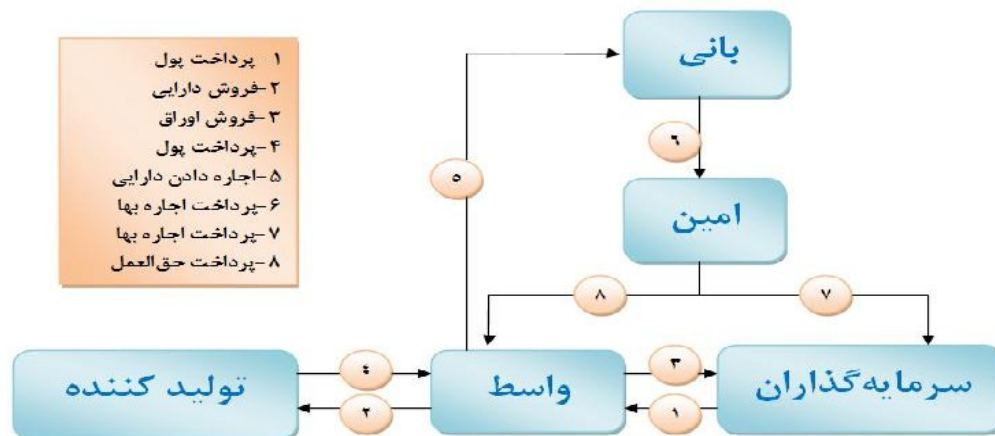
همزمان با گسترش بازارهای مالی اسلامی، طیف وسیعی از ابزارهای مالی منطبق با قوانین و مقررات اسلامی نیز طراحی شد که یکی از رایج‌ترین آن‌ها، صکوک (Sukuk) نام دارد. صکوک جمع کلمه عربی "صک" و معرب واژه چک در زبان فارسی بوده و نوعی اوراق بهادار اسلامی جایگزین اوراق قرضه می‌باشد که با درگیرکردن یک دارایی مشخص فیزیکی و به میان آوردن قراردادهایی مانند اجاره و مضاربه منطبق با قانون بانکداری بدون ربا است. صکوک به ۱۴ نوع شامل صکوک اجاره، سلم، استصناع، مرابحه، مشارکت، مضاربه، نماینده سرمایه‌گذاری، مزارعه، مساقات، ارائه خدمات، حق‌الامتیاز، مالکیت دارایی‌هایی که در آینده ساخته می‌شود، مالکیت منافع دارایی‌های موجود و مالکیت منافع دارایی‌هایی که در آینده ساخته می‌شود، طبقه بندی می‌شود که مهمترین آن صکوک اجاره و استصناع هستند.

صکوک اجاره گواهی‌هایی با ارزش برابر هستند که نشان دهنده مالکیت مشاع دارندگان آن‌ها در دارایی‌های اجاره داده شده و یا منفعت و یا خدمات و حقوق از محل حساب‌های دریافتی آن‌هاست. ارکان در صکوک اجاره عبارتند از بانی، ضامن، متعهد پذیرهنویس، حسابرس، بازارگردان، نهاد واسط و عامل فروش. در شکل زیر ارکان انتشار صکوک نمایش داده شده است.

شیوه تأمین مالی با استفاده از صکوک اجاره، همانطور که در شکل زیر نمایش داده شده، به صورت خلاصه این‌گونه است: ابتدا شرکتی که احتیاج به نقدینگی دارد (بانی)، یکسری از دارایی‌های خود که برای اجاره مناسب هستند را انتخاب می‌کند. سپس یک شرکت با هدف خاص (شرکت ناشر) تأسیس می‌کند. این شرکت با هدف خاص از لحاظ قانونی دارای یک شخصیت کاملاً مستقل است. بانی دارایی‌های منتخب را به صورت یک سبد دارایی به شرکت با مقصد خاص می‌فروشد، با این توافق که شرکت با مقصد خاص پس از خرید دارایی‌ها مجدداً آنها را در قالب قرارداد اجاره در اختیار بانی قرار دهد. مدت اجاره و همچنین مبلغ اجاره بها با توافق طرفین تعیین می‌شود.

در مرحله بعد شرکت ناشر از طریق انتشار صکوک، دارایی‌های خود را به اوراق بهادار (صکوک) تبدیل می‌کند. صکوک دارای ارزش مساوی هستند و هر یک بیان‌گر مالکیت مشاع قسمتی از دارایی‌های مورد اجاره می‌باشند. به عبارت دیگر سرمایه‌گذارانی که اقدام به خرید صکوک می‌نمایند به نسبت میزان ارزش اوراق خود در مالکیت آن دارایی‌ها به صورت مشاع شریک می‌شوند.

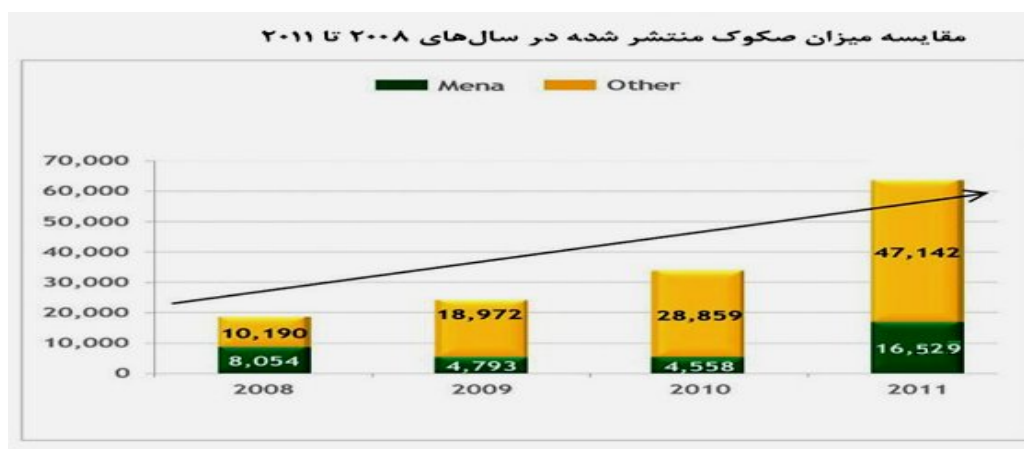
بانی به موجب قرارداد اجاره باید مبلغ اجاره بها را طبق شرایطی که در قرارداد ذکر شده در اختیار شرکت ناشر قرار دهد. شرکت ناشر نیز باید اجاره بها را بین دارندگان صکوک تقسیم کند. هنگامی که مدت زمان اجاره به پایان می‌رسد، جریان نقدی حاصل از اجاره‌بها نیز متوقف می‌شود و مالکیت دارایی‌های مورد اجاره نیز در اختیار دارندگان صکوک است. حال اگر ارزش بازار دارایی‌های مذکور بیش از مبلغ اسمی مندرج در صکوک باشد آن‌گاه دارندگان صکوک پس از اتمام مدت زمان اجاره با فروش دارایی‌ها، سود سرمایه‌ای به دست می‌آورند و در غیر این صورت با زیان سرمایه‌ای مواجه می‌شوند. بنابراین در حالی که درآمد حاصل از صکوک نسبتاً پایدار و دارای ریسک اندکی است اما خود اوراق می‌توانند با



ریسک کاهش قیمت مواجه شوند. طبیعتاً این موضوع می‌تواند انگیزه سرمایه‌گذاران برای خرید صکوک را کاهش دهد. به همین دلیل معمولاً همراه با صکوک یک سند اختیار فروش نیز در اختیار سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرد تا در صورت تمایل بتوانند دارایی‌های مربوطه را در زمان انقضای قرارداد اجاره به قیمت اسمی به خود بانی بفروشند.

تمایز صکوک با اوراق مشارکت در این است که در صکوک مخصوصاً در صکوک اجاره، تأمین مالی برای یک دارایی خاص انجام می‌شود و صکوک یکی از محصولات اوراق بهادارسازی دارایی‌ها می‌باشد. در اوراق بهادارسازی دارایی‌ها یا **securitization**، دارایی‌های شرکت‌ها همچون مطالبات و دارایی‌های ثابت به یک نهاد واسط انتقال داده می‌شود و نهاد واسط نیز برای تأمین مالی خرید این دارایی‌ها به پشتوانه دارایی‌های دریافتی، اقدام به جذب منابع مالی از سرمایه‌گذاران نموده و وجوه آنرا در قبال انتقال اولیه دارایی به شرکت اصلی می‌دهد. بدین صورت تأمین مالی شرکت‌ها از طریق دارایی‌های موجود آنها انجام می‌شود. در حالیکه در تأمین مالی از طریق اوراق مشارکت، توانایی کل شرکت و وضعیت اعتباری کلی آن و به عبارتی وضعیت ترازنامه‌ای آن مبنای تأمین مالی می‌باشد. هرچند که در اوراق مشارکت نیز، تأمین مالی برای پروژه خاصی صورت می‌گیرد، این پروژه جزو پروژه‌های جدید شرکت می‌باشد نه دارایی‌های فعلی آن.

انتشار صکوک در سال‌های اخیر در دنیا بسیار رواج پیدا کرده و علیرغم انتشار آن در کشورهای اسلامی و در کشورهای غیراسلامی نیز مورد استفاده قرار می‌گیرد. همانطور که در شکل زیر نشان داده شده است، حجم انتشار صکوک در سال ۲۰۰۷ در حدود ۲۷ مورد به میزان ۱۴ میلیارد دلار بوده که با توجه به وضعیت اقتصادی جهانی در سال ۲۰۰۸ کاهش و در ۲۰۰۹ تقویت شده است و علیرغم کاهش در ۲۰۱۰ تا پایان سپتامبر ۲۰۱۱، به میزان ۶۳ میلیارد دلار بوده است.



در ایران نیز، شرکت‌های بسیاری متقاضی تأمین منابع مالی مورد نیاز خود از طریق انتشار این ابزار نوین مالی می‌باشند و تاکنون با انتشار حدود ۳۳۰۰ میلیارد ریال برای شرکت‌های زیر تا پایان سپتامبر ۲۰۱۱، شرکت‌های تأمین سرمایه جمعاً نسبت به انتشار و تعهد پذیرهنویسی جمعاً ۱۵۰٫۰۰۰ میلیارد ریال قرارداد منعقد نموده‌اند. اولین صکوک اجاره در ایران در اسفند ماه ۱۳۸۹ (مارس ۲۰۱۱) برای شرکت هواپیمایی ماهان توسط شرکت تامین سرمایه نوین منتشر شد.

حجم انتشار صکوک در ۹ ماهه اول سال ۲۰۱۱ در ایران

ردیف	نام اوراق	نرخ %	مبلغ اوراق (میلیون ریال)	ضامن	تاریخ پذیرهنویسی
۱	هواپیمایی ماهان ۲	۱۷	۹۱۴.۲۵۰	بانک ملت	۱۳۹۰/۰۶/۱۰
۲	مدیریت سرمایه‌گذاری امید	۱۷.۵	۱.۰۸۷.۰۰۰	بانک سپه	۱۳۹۰/۰۵/۲۵
۳	بانک سامان	۱۷.۵	۱.۰۰۰.۰۰۰	بانک اقتصاد نوین	۱۳۹۰/۰۳/۲۸
۴	هواپیمایی ماهان	۱۷.۵	۲۹۱.۵۰۰	بانک اقتصاد نوین	۱۳۸۹/۱۲/۲۱
	جمع		۳.۲۹۲.۷۵۰		