

نقش اوراق اجاره در تامین منابع مالی پروژه های خورشیدی و بادی

حمید صابری^۱، رامین شیردل^۲، بخشعلی صابری^۳، علی صابری^۴

دانشگاه مقدس اردبیلی

Sabery_eco@yahoo.com

چکیده

در شرایط کنونی، مهمترین رکن در جهت حمایت از تولید ملی، تامین سرمایه برای پروژه های بزرگ می باشد. در این مطالعه راهکارهای تامین منابع مالی پروژه های نیروگاهی (انرژی های نو یا تجدید پذیر بالاخص نیروگاه بادی و خورشیدی با توجه به هزینه های سرمایه گذاری اولیه بالا) مورد بررسی قرار گرفته، و در ادامه فرآیند تولید و روش تبدیل دارایی ها به اوراق بهادار به عنوان یکی از روشهای تامین سرمایه مورد توجه قرار می گیرد. جانشین فعلی اوراق قرضه در بانکداری بدون ربا که همان اوراق مشارکت باشد، تعریف و مورد ارزیابی قرار گرفته و نواقص و ایرادهای آن مطرح می شود و لزوم تعریف و بکارگیری ابزار جدید مالی جایگزین اوراق قرضه مورد تأکید قرار می گیرد. در قسمت اصلی مقاله اوراق بهادار اسلامی یا همان صکوک و به ویژه صکوک اجاره تعریف و از جنبه های مختلف تطابق با قانون و شرع، مزایا و معایب، شباهت و تفاوت با اوراق قرضه متعارف مورد توجه قرار می گیرد. در انتهای مقاله ضمن بررسی اوراق صکوک از لحاظ قوانین کشور در برنامه پنجم توسعه کشور و تأکید بر سه ویژگی قانونی بودن، مقبول واقع شدن و کارا بودن، بر مفید و بهتر بودن آن نسبت به اوراق قرضه و اوراق مشارکت پرداخته و بر اقدام دولت برای تعریف، حمایت و به کار گیری این ابزار جدید مالی در اقتصاد ایران تأکید می شود.

واژه های کلیدی: تامین مالی ، اوراق مشارکت ، صکوک، نیروگاه بادی و خورشیدی

۱- دانشجوی مهندسی صنایع- دانشگاه مقدس اردبیلی

۲- دانشجوی دکترای اقتصاد دانشگاه تربیت مدرس

۳- کارشناس ارشد توسعه و برنامه ریزی اقتصادی- شرکت توزیع نیروی برق استان اردبیل

۴- دانشجوی دکترای حقوق و مدیریت قراردادهای نفت و گاز، سازمان توسعه برق ایران

۱- مقدمه

تامین مالی پروژه‌ها بالاخص پروژه های مرتبط با انرژی های نو یا تجدید پذیر (پاک) از قبیل انرژی های خورشیدی ، بادی ، بیوماس ، زمین گرمایی (ژئو ترمال) جزر و مد دریا ، برق آبی و ... (که همگی آنها نیاز به هزینه سرمایه گذاری اولیه بالاتری نسبت به منابع انرژی کنونی می باشند)، چه مربوط به بخش دولتی باشد و چه بخش خصوصی یا از طریق منابع داخلی کشور صورت گیرد یا از طریق جذب منابع خارجی. در هر کدام از این روش‌ها گزینه‌های مختلفی وجود دارد که کارفرمای پروژه با توجه به نیاز خود از یکی از این دو روش پروژه خود را تامین مالی می‌کند.

۲- انواع روش‌های تامین مالی داخلی

روش‌های تامین مالی داخلی در دو گروه تامین مالی کوتاه‌مدت و بلندمدت مورد مطالعه قرار می‌گیرد. تامین مالی کوتاه مدت برای پشتیبانی سرمایه‌گذاری موقت در دارایی‌های جاری مورد استفاده قرار می‌گیرد.

روش‌های تامین منابع مالی کوتاه مدت: ۱- اعتبار تجاری: دریافت کالا و پرداخت وجه آن با فاصله زمان ۲- وام‌های بانکی: دریافت وجوه مورد نیاز از بانک‌ها ۳- وام موسسات مالی تجاری: دریافت وجوه مورد نیاز از موسسات مالی، صدور اسناد تجاری: اوراق بهادار قابل مبادله که توسط واحدهای اقتصادی به سایر واحدها، بانک ها یا موسسات مالی فروخته می‌شود. ابزارهای ویژه تامین مالی بلندمدت عبارت است از:

۱- سهام عادی: دارایی مالی است که بیانگر مالکیت در یک شرکت است. ۲- سهام ممتاز: اوراق بهادار دارای سود ثابت و معین ۳- اوراق قرضه: اخذ وام در قبال صدور اوراق بهادار با نرخ بهره مشخص. ۴- اوراق مشارکت. ۵- اوراق بهادار قابل تبدیل به اوراق مشارکت یا اوراق قرضه: اوراقی است که سود معین دارد و صادرکننده اوراق قرضه متعهد می‌شود اصل پول و سود را در تاریخ معین پرداخت کند. این اوراق چند کوپن سود دارند که مثلاً هر سه ماه یکبار باید به بانک عامل مراجعه کرد و با تحویل آن بخشی از سود را دریافت کرد. ۶- صکوک یا اوراق اجاره عوامل کلی که شرکتها در انتخاب منابع مالی بلند مدت لحاظ می کنند به شرح زیر است:

۱- مخاطره (ریسک) ۲- سود یا بازده ۳- هزینه تامین مالی ۴- سرعت دسترسی ۵- قابلیت انعطاف ۶- سایر عوامل (محدودیتها)

عوامل کلی مؤثر بر ارزیابی روش‌های تامین مالی بلندمدت:

- حداقل نمودن هزینه های تامین مالی پس از کسر مالیات
- کاهش ریسکهای عملیاتی و مالی
- ۱- جریانانات نقدی عملیاتی وابسته به شرایط مالی شرکت
- ۲- مهارت، دانش خاص، شهرت، محصولات متنوع و عوامل موجود در بازار
- حداقل کردن هزینه‌های نمایندگی
- انعطافپذیری
- کنترل
- سایر عوامل [7]

روش‌هایی که شبکه بانکی با استفاده از عقود اسلامی و به روش‌های مختلفی منابع مالی بلندمدت را در اختیار شرکتها قرار می‌دهد:

- تامین اقساطی ماشین آلات، تجهیزات و تأسیسات
- اجاره به شرط تملیک

- مشارکت مدنی
- مشارکت حقوقی [3]

منابع تأمین مالی و شکل های سرمایه متفاوت و متنوع هستند؛ بعضی از آنها برای تأمین مالی در مرحله مفهوم یا جوانه زدن به کار می روند، در حالی که تعدادی دیگر برای توسعه کسب و کار مورد استفاده قرار می گیرند. در مرحله شروع، منابع مالی در دسترس برای شرکت ها بسیار محدود است. از سویی شرکت هایی که مرحله راه اندازی را گذرانده اند. گزینه های بیشتری برای تأمین مالی پیش رو دارند. گزینه هایی مانند بانک ها، شرکت های سرمایه گذاری مخاطره پذیر و یا عرضه های عمومی. عوامل بسیاری وجود دارد که روش تأمین مالی شرکت ها را تحت تأثیر قرار می دهد. این عوامل عبارتند از:

۱- کاهش مالکیت سهام

۲- محدودیت های بالقوه در انعطاف پذیری عملیات روزانه

بدهی هایی که محدودیت هایی را برای رشد آینده شرکت به وجود می آورند. [1]

کشورهایی که درصدد اجرای معاملات غیر ربوی هستند برای پاسخ به نیازهای مالی خود در صدد توسعه بازار بدهی جانشین بوده تا با معیارهای غیر ربوی مطابقت داشته باشد. در چند سال اخیر اوراقی تحت عنوان صکوک رشد چشمگیری داشته است. در عرف زبان عربی این واژه، حواله، انواع سفته، سند و هر آنچه را که تعهد یا اقراری از آن برداشت شود در بر می گیرد و به طور معمول، به عنوان اوراق قرضه اسلامی تعریف می شود.

این اوراق با درگیر کردن یک دارایی مشخص فیزیکی و به میان آوردن قراردادهایی مانند اجاره و مضاربه منطبق با قانون بانکداری بدون ربا است. صکوک در تعریف "سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی" عبارت است از: گواهی هایی با ارزش اسمی یکسان که پس از اتمام عملیات پذیرهنویسی، بیانگر پرداخت مبلغ اسمی مندرج در آن توسط خریدار به ناشر است و دارنده آن مالک یک یا مجموعه ای از دارایی ها، منافع حاصل از دارایی و یا ذی نفع یک پروژه یا یک فعالیت سرمایه گذاری خاص می شود.

۳- اوراق مشارکت به عنوان جانشینی برای اوراق قرضه

اوراق مشارکت همان اوراق قرضه است که مطابق قانون بانکداری اسلامی منتشر می شود. ماهیت حقوقی اوراق مشارکت بر پایه عقد مشارکت مدنی قابل تحلیل است. در نظام مشارکت که انواعی دارد، صاحب پس انداز به جای دادن قرض و گرفتن بهره، کل یا بخشی از سرمایه مورد نیاز مؤسسه اقتصادی را تأمین می کند و بر اساس توافق با کارفرما، در سود و زیان آن شریک می شود و در پایان هر دوره مالی، پس از کسر هزینه ها، سود به دست آمده بر حسب نسبت هایی که در قرارداد توافق شده، بین صاحب سرمایه و عامل اقتصادی (کارفرما) تقسیم می شود. این نظام می تواند در شکل ساده دو یا چند نفر شریک، در مؤسسه اقتصادی کوچکی نمایان شود و می تواند در قالب شرکت های سهامی عام در سطح گسترده مطرح باشد. از سوی دیگر، این نظام می تواند به صورت مستقیم و با مشارکت صاحبان سرمایه شکل گیرد و همچنین می تواند از طریق واسطه های مالی چون بانک های عمومی، تخصصی، و شرکت های سرمایه گذاری نیز سازماندهی شود. اوراق مشارکت معمولاً سودهای متغیری را موجب می شوند و از آن جا که بر مبنای مضاربه یا شراکت هستند، سود معینی را ضمانت نمی کنند. بنابراین با توجه به تعریف اوراق مشارکت و جایگزینی مفهوم سود علی الحساب به جای سود قطعی به نظر می رسد مشکل شرعی اوراق قرضه برای اوراق مشارکت وجود نداشته باشد. برخی از ویژگی های اوراق مشارکت منتشر شده در ایران که متفاوت از ویژگی اوراق قرضه معمولی است، به شرح زیر می باشد:

۱. اوراق مشارکت طبق اصول اسلامی منتشر می گردند و بر مبنای سرمایه گذاری در پروژه های اقتصادی با نرخ بازدهی مثبت می باشند و سود آن ها بین سرمایه گذاران و منتشر کننده اوراق (کسی که مسئول تکمیل پروژه است) تقسیم می شود.

۲. برای هر مورد، منتشر کننده باید حداقلی از سود قابل حصول از پروژه مورد نظر را ضمانت کند.

۳. اوراق باید به منظور تأمین مالی پروژه ای خاص باشند و در جای دیگر نمی توانند استفاده شوند.

در تعریف اوراق مشارکت آمده است که این اوراق می تواند بوسیله بخش خصوصی و دولتی منتشر شود، ولی استقبال بخش خصوصی از این اوراق تقریباً برابر صفر بوده است. عدم استقبال بخش خصوصی از این اوراق می تواند ناشی از عوامل

مختلفی مانند هزینه بر بودن این اوراق، الزام شرکت ها نسبت به تضمین پرداخت اصل و سود پول در ازای انتشار اوراق مشارکت پیش از تاریخ سررسید و عدم معامله بر اساس نرخ بهره واقعی بازدهی سرمایه گذاری باشد.

یکی از ناکارآمدیهای اوراق مشارکت در مورد شرکتهایی است که احتیاج به تأمین مالی در غیر امور توسعه ای دارند. فرضاً اگر شرکتی احتیاج به نقدینگی برای رفع مشکلات جاری خود داشته باشد نمی تواند از اوراق مشارکت استفاده کند، زیرا در تعریف این اوراق آمده است که این اوراق باید برای تأمین مالی پروژه ای خاص باشند و نمی توانند در امور دیگر مورد استفاده قرار گیرند. در حالیکه بسیاری از مشکلات بنگاههای اقتصادی مربوط به سرمایه در گردش و نقدینگی جاری است. ایراد دیگر در مورد این اوراق این است که آیا برآستی می توان گفت که سود این اوراق قطعی نیست و علی الحساب است؟ هنگامی که سود پرداخت شده این اوراق دقیقاً برابر آن چیزی است که اعلام میشود و هیچگاه کمتر یا بیشتر از آن مقدار نمی شود، می تواند شبهه ربوی بودن این اوراق را دامن زند، همه موارد گفته شده در بالا نقایص اوراق مشارکت به عنوان یک ابزار تأمین مالی بود.

هرچند اوراق مشارکت در ایران از سال ۱۳۷۰ و با فروش اوراق مشارکت طرح نواب به وسیله شهرداری تهران متولد شد، اما اوراق مشارکت بانک مرکزی، پدیده برنامه سوم توسعه بود. در این برنامه، روشن شد که وضعیت بانکهای دولتی از نظر کفایت سرمایه نامناسب است و بانک مرکزی ایران از مجلس وقت مجوز قانونی گرفت تا با انتشار اوراق مشارکت و گردآوری نقدینگی، منابع مالی لازم برای افزایش سرمایه بانکها را فراهم آورد تا بانکها بتوانند نرخهای کفایت سرمایه را رعایت کنند. بدین ترتیب، بانک مرکزی به صادرکننده اوراق مشارکت بدل شد. این اقدام، مبتنی بر تجارب متعارف دنیا نبود. در جهان امروز، کم تر مشاهده می شود که بانکهای مرکزی خود رأساً اوراق قرضه منتشر کنند و چنین اقدامی در موارد معدودی رخ می دهد. خرید و فروش اوراق قرضه توسط بانکهای مرکزی مربوط به عملیات بازار باز است. در این عملیات، بانکهای مرکزی شروع به خرید اوراق قرضه منتشر شده توسط خزانه دولت می کنند تا نقدینگی را وارد اقتصاد کنند و برعکس شروع به فروش اوراق قرضه دولتی می کنند، تا نقدینگی را از اقتصاد جمع کنند.

با توجه به همه مباحث بالا، به نظر می رسد اوراق مشارکت به تنهایی نمی تواند جایگزینی کامل برای اوراق قرضه باشد و باید علاوه بر بررسی و رفع نقایص آن، به دنبال معرفی و استفاده از ابزار جدید مالی بود که هم بتواند جایگزینی مناسب برای اوراق قرضه باشد و هم علاوه بر شرعی بودن مشکلات اوراق مشارکت را نداشته باشد. [4]

۴- صکوک ابزاری نوین برای تأمین مالی

۴-۱- معرفی و نحوه انتشار

صکوک اوراق بهادار اسلامی است که با درگیر کردن یک دارایی مشخص فیزیکی و به میان آوردن قراردادهایی مانند اجاره و مضاربه منطبق با قانون بانکداری بدون ربا است. در این مقاله که بحث درباره ابزار بدهی است، فقط صکوک اجاره مورد توجه قرار می گیرد [۲].

صکوک اجاره، نوعی صکوک سرمایه گذاری است که بیانگر مالکیت واحدهای سرمایه گذاری با ارزش برابر از داراییهای بادوام فیزیکی ای هستند که به یک قرارداد اجاره، آن طور که در شریعت تعریف شده است، پیوند خورده اند. در میان محصولات مالی اسلامی، صکوک اجاره یک محصول متمایز به شمار می رود که محبوبیت زیادی بین سرمایه گذاران مسلمان به دست آورده است. از طرف دیگر ناشران (دولت ها و شرکت ها) نیز صکوک اجاره را روش مناسبی برای تجهیز منابع می دانند. 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. با وجود این، انتشار عملی صکوک اجاره برخاسته از دو عامل اساسی است: اولین عامل از تولد ایده ای که در درون مؤلفه های شریعت می باشد ناشی می شود و عامل دوم، افزایش تبدیل داراییها به اوراق بهادار در بازارهای مالی بوده است. ایده تبدیل کردن داراییها به اوراق بهادار در دهه ی ۱۹۸۰ در تأمین مالی متعارف رایج شد و در دهه ی ۱۹۹۰ در ساختارهای مختلف معاملات مالی توسط بانکهای سرمایه گذاری اسلامی مورد استفاده قرار

گرفت. به دلیل چنین تجربه‌ای، متخصصان مالی در بانک‌های اسلامی و نیز علمای دینی تقریباً با ایده تبدیل به اوراق بهادار کردن و نیازهای اجرایی آن آشنا بودند. بنابراین ایده اوراق اجاره دارایی و آشنایی با جزئیات عملیاتی دارایی‌های تبدیل شده به اوراق بهادار منجر به توسعه صکوک اجاره شد.

شیوه تأمین مالی با استفاده از اوراق صکوک اجاره، 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 مقصد خاص (شرکت ناشر) تأسیس می‌کند. این شرکت با مقصد 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 اوراق صکوک، دارایی‌های خود را به اوراق بهادار (صکوک) تبدیل می‌کند. اوراق 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 اوراق 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 اوراق 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 حالیکه درآمد حاصل از اوراق 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 اوراق 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. اختیار فروش، قراردادی است که صاحب اختیار (خریدار اختیار فروش) پس از پرداخت مبلغی مشخص به فروشنده اختیار، این حق را پیدا می‌کند که تا زمان مشخص دارایی مشخص را با کیفیتی مشخص و با قیمتی مشخص، اگر بخواهد به فروشنده اختیار بفروشد. فروشنده اختیار فروش تا زمانی که خریدار اختیار فروش حق خود را اجرا نکرده هیچ تعهدی در این قرارداد ندارد. زمانی که خریدار اختیار فروش حق خود را اجرا نماید فروشنده اختیار فروش اجبار دارد که تعهد را طبق قرارداد انجام دهد. به عبارتی دیگر خریدار اختیار فروش دارای یک حق است و فروشنده اختیار فروش در زمان اجرای این حق دارای تعهد می‌شود، یعنی این قرارداد یک نوع تعهد احتمالی برای فروشنده اختیار فروش تلقی می‌شود. ولی همانطور که گفته شد در انتشار اوراق صکوک، بهتر است برگه اختیار فروش به صورت رایگان در اختیار خریدار قرار گیرد، تا انگیزه ای برای خرید اوراق باشد.

همچنین برای تبدیل دارایی به اوراق بهادار از طریق انتشار صکوک، گام اول این است که دارایی‌های واجد شرایط از شرکت اصلی جدا شده و به شرکت ناشر منتقل شود. زیرا شرکت ناشر معمولاً یک شرکت با مسئولیت محدود است و با انتقال دارایی به شرکت ناشر کلیه ریسک‌های مربوط به دارایی از شرکت اصلی دور شده و به شرکت ناشر منتقل می‌شود و همچنین دارندگان صکوک نیز مطمئن می‌شوند که کلیه حقوق مربوط به دارایی متعلق به آنهاست و هیچ شخص دیگری نسبت به آن ادعایی ندارد. اما اگر این دارایی در ترازنامه شرکت اصلی وجود داشته باشد و به شرکت ناشر منتقل نشود آنگاه طلبکاران نیز ممکن است نسبت به آن ادعا داشته باشند. [3]

۴-۲- ویژگیهای صکوک، تفاوتها و شباهتهای آن با اوراق قرضه

صکوک ۱۴ نوع دارد اما تنها استفاده از صکوک اجاره، استصناع و تا حدی صکوک مشارکت، مرابحه و مضاربه معمول است و اوراق صکوک اجاره بر اساس قرارداد اجاره تعریف شده است، به همین دلیل با شناخت بیشتر از قرارداد اجاره، می توان شناخت بهتری از اوراق صکوک اجاره و ویژگیهای آن به دست آورد. برخی از ویژگیهای قرارداد اجاره به این شرح است:

۱. قرارداد اجاره در مورد فروش دارایی مورد اجاره، برای موجر (اجاره دهنده) محدودیتی به وجود نمی آورد. یعنی موجر می تواند دارایی را بفروشد بدون اینکه به قرارداد اجاره خللی وارد شود، زیرا اجاره از عقود لازم است و با فروش باطل نمی گردد. اگر فروش پس از اجاره واقع شود، اجاره باطل نمی شود چون فروش منافاتی با اجاره ندارد، زیرا اجاره به منافع تعلق می گیرد و فروش به خود مال. هر چند در صورت امکان هنگام فروش، منافع نیز به دنبال فروش خود مال منتقل می شود. نکته ای که در اینجا وجود دارد این است که خریدار از وقوع اجاره مطلع باشد. همچنین افرادی که در مالکیت یک دارایی شریک هستند، هر طور که بخواهند به صورت فردی یا جمعی می توانند دارایی خود را به مالکان جدید بفروشند. با توجه به این ویژگی، مشخص است که صکوک اجاره را می توان در بازار ثانویه معامله کرد، که این بازار ثانویه می تواند بازار بورس یا بازار فرابورس باشد. همچنین شرکت ناشر اوراق صکوک، می تواند اوراق را پیش از موعد سررسید، به قیمت بازار باز خرید کند.

۲. در قرارداد اجاره، اجاره بها می تواند به صورت هفتگی، ماهانه، سالانه و یا به هر شکل دیگر که مورد توافق طرفین است پرداخت شود. به همین دلیل سود صکوک هم می تواند در هر فاصله زمانی مورد توافق، پرداخت شود.

۳. برای مدت زمان اجاره هیچ محدودیتی وجود ندارد. قرارداد اجاره می تواند تا زمانی که یک دارایی وجود دارد ادامه یابد. به همین دلیل صکوک اجاره می تواند کوتاه مدت، میان مدت و یا بلند مدت تعریف شود.

۴. لزومی ندارد که اجاره بها حتماً به صورت وجه نقد پرداخت شود، بلکه هر نوع کالا یا دارایی مالی دیگر نیز می تواند با توافق طرفین به عنوان اجاره بها پرداخت شود. این ویژگی جالب قرارداد اجاره، افقی وسیع پیش روی سیاستهای مالی می گشاید، چون می توان به جای سود، طبق توافق طرفین و با فرآیند معین، اوراق صکوک را تبدیل به سهام کرد. این موضوع برای شرکتهایی که حاضرند برای تأمین مالی، قسمتی از دارایی های خود را واگذار کنند ولی همچنان همه مدیریت را در اختیار داشته باشند، اهمیت بیشتری می یابد. [۳]

حال می توان به تفاوتهای بین صکوک اجاره و اوراق قرضه متعارف اشاره کرد:

۱. اوراق صکوک اجاره، سند سرمایه گذاری مشاع می باشد و همانند اوراق قرضه سند استقراض بین قرض دهنده و قرض گیرنده نیست. در صکوک اجاره سود بدست آمده از اوراق کاملاً معین و قطعی است، و این موضوع هم اشکال شرعی ایجاد نمی کند، چون سود تقسیم شده، سود ناشی از سرمایه گذاری مشاع در خرید یک دارایی و اجاره دادن آن است و همانند اوراق قرضه سود تقسیم شده، بهره ناشی از قرض دادن پول نیست که حرمت شرعی داشته باشد.

۲. اعتبار اوراق قرضه به اعتبار صادر کننده یا ناشر آن وابسته است و با آن سنجیده می شود در حالی که اعتبار صکوک به ناشر بستگی ندارد، بلکه به ارزش دارایی پشتوانه بستگی دارد.

۳. فروش صکوک در بازار ثانویه فروش سند مالکیت یک دارایی است اما فروش اوراق قرضه فروش سند بدهی است.

۴. در صکوک امکان افزایش ارزش دارایی فیزیکی و در نتیجه افزایش ارزش خود ورقه صکوک وجود دارد در حالی که اصل بدهی در اوراق قرضه قابلیت افزایش ندارد. همچنین در صکوک امکان کاهش ارزش دارایی فیزیکی و در نتیجه کاهش ارزش ورقه صکوک وجود دارد، ولی همانگونه که گفته شد این خطر با دادن یک اختیار فروش به خریدار اوراق از بین می رود. یعنی در هنگام سررسید اوراق، اگر قیمت دارایی کاهش یافته بود، شرکت بانی موظف است که اوراق را به قیمت اسمی اولیه (یا هر قیمتی که در اختیار فروش توافق شده است) باز خرید کند.

همچنین صکوک اجاره و اوراق قرضه ویژگیهای مشترکی دارند که مهمترین آنها عبارتند از:

۱. اوراق صکوک اجاره همانند اوراق قرضه، قابلیت معامله و نقد شوندگی در بازار ثانویه و قابلیت باز خرید دارند.

۲. این اوراق همانند اوراق قرضه به وسیله مؤسسات رتبه بندی، درجه بندی اعتباری می شوند.

تأمین مالی توسط صکوک اجاره، ویژگیهای دیگری نیز دارد: صکوک نقدینگی شرکت بانای را افزایش می دهد، چون دارایی های با نقدینگی پایین را به سرعت و با هزینه کم به نقدینگی تبدیل می کند، که این یک مزیت محسوب می شود. همچنین با اینکه قسمتی از دارایی ها از شرکت جدا می شود، ولی باز امکان استفاده از آن وجود دارد و در آخر اینکه صکوک با فرآیند تبدیل دارایی به اوراق بهادار به توسعه بازار سرمایه کمک شایانی می کند.

همه تعاریف و ویژگیهای گفته شده در بالا بیانگر این است که اوراق صکوک و به ویژه صکوک اجاره می تواند ابزار مناسبی برای فرآیند تأمین مالی و تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی ها، در همه کشورها به ویژه کشورهای اسلامی باشد. برخی کشورهای اسلامی مانند بحرین، مالزی، قطر، امارات و عربستان و برخی کشورهای غیر اسلامی مانند آلمان و انگلستان چندین سال است که از صکوک در بازار مالی خود بهره می گیرند. مطالعه و بررسی عملکرد این کشورها که پیش از این ابزار مالی استفاده کرده اند، می تواند اطلاعات مفیدی در اختیار قرار دهد.

جداول ۱ و ۲ تعدادی از صادرکنندگان صکوک، سال انتشار و حجم اوراق منتشر شده را در سطح جهان نشان می دهد. همچنین نمودار ۱، حجم اوراق صکوک منتشر شده از سال ۲۰۰۰ تا ۲۰۰۶ را به صورت تفکیک شده شرکتی و دولتی نشان می دهد. کاملاً مشخص است که استقبال شرکتها در استفاده از این ابزار مالی در این مدت به صورت فزاینده افزایش یافته است.

جدول ۱. تعدادی از صادر کنندگان دولتی اوراق صکوک

صادر کنندگان دولتی	سال انتشار	حجم اوراق (میلیون دلار)
صکوک جهانی مالزی	۲۰۰۲	۶۰۰
صکوک جهانی دویی	۲۰۰۴	۱۰۰۰
دولت قطر	۲۰۰۳	۷۰۰
دولت پاکستان	۲۰۰۵	۶۰۰
دولت بحرین	۲۰۰۳	۲۵۰
بانک توسعه اسلامی	۲۰۰۳	۴۰۰
ایالت ساکسونی آلمان	۲۰۰۴	۱۰۰

IMF Working Paper.2009

جدول ۲. تعدادی از صادر کنندگان شرکتی اوراق صکوک

صادر کنندگان شرکتی	کشور	سال انتشار	حجم اوراق (میلیون دلار)
بانک استاندارد چارتر	مالزی	۲۰۰۴	۱۰۰

۱۵۲	۲۰۰۵	بحرین	صکوک دورات البحرین
۱۰۰	۲۰۰۵	کویت	صکوک تجاری واقعی
۲۰۲۹	۲۰۰۶	مالزی	صکوک سرمایه رانتا ابانگ
۳۵۲۰	۲۰۰۶	امارات عربی	گروه ناکهیل
۳۵۰۰	۲۰۰۶	امارات عربی	فروودگاه دویی
۱۰۰۰	۲۰۰۷	عربستان سعودی	صکوک بین المللی دار
۲۵۳۰	۲۰۰۷	امارات عربی	الدار

۹IMF Working Paper.200

۵- اوراق صکوک ابزاری شرعی در قانون بانکداری بدون ربا

هنگامی که یک ابزار جدید مالی در یک محیط اقتصادی خاص معرفی می شود برای موفقیت احتیاج به عواملی دارد. این عوامل موفقیت عبارتند از: قانونی بودن، کارا بودن و مقبول واقع شدن. برای اینکه ببینیم آیا اوراق صکوک اجاره در ایران می تواند موفق باشد و به عنوان یک ابزار مناسب مالی مورد استفاده قرار گیرد باید این عوامل را برای آن، مورد مطالعه قرار دهیم .

آیا صکوک اجاره مطابق با قانون بانکداری بدون رباست؟ همانگونه که در قسمتهای قبل بیان شد این اوراق بدون هیچگونه شبهه ربوی بودن منتشر می شود و کاملاً منطبق با قانون بانکداری بدون ربا و در نتیجه شرع می باشد و تا کنون نیز هیچگونه اشکال شکلی یا محتوایی به این اوراق وارد نشده است.

این پرسش می تواند مطرح شود که آیا این اوراق مورد توجه مردم و بنگاههای اقتصادی قرار می گیرد. با توجه به بازدهی مناسب و قطعی بودن سود و نقدشوندگی بالای آن در صورت تشکیل بازار ثانویه و نداشتن هیچگونه شبهه غیر شرعی بودن، این اوراق می تواند مورد توجه عموم مردم و به ویژه سرمایه گذاران خرد خطر گریز قرار گیرد. ضمن اینکه اوراق صکوک همانند اوراق قرضه متعارف قابلیت رتبه بندی اعتبار به وسیله مؤسسات رتبه بندی بین المللی را دارند. از این رو، به راحتی قابلیت انتشار در بازارهای بین المللی را نیز دارا می باشند.

در مورد استقبال بنگاههای خواهان تأمین مالی از این اوراق نیز می توان گفت با توجه به کم هزینه بودن و باز خرید نکردن این اوراق قبل از زمان سررسید، استقبال خوبی از این اوراق صورت خواهد گرفت. ضمن اینکه انتشار اوراق بهادار، از جمله صکوک اجاره، سبب می شود که شرکت مربوطه با شرکای جدید روبرو نباشد و در مقابل پولی که از طریق فروش صکوک به دست می آورد، ملزم نیست که دیگران را در حوزه مدیریت خود دخالت دهد. همچنین، در مواردی از قوانین کشورهای مختلف، بهره های پرداختی به صاحبان اوراق بهادار شرکت، جزء هزینه های شرکت محسوب میشود و از درآمدهای آن کسر می شود. در نتیجه، مالیات پرداختی شرکت کمتر خواهد بود. در زمینه استقبال سهامداران شرکتهای حاضر در بورس برای انتشار اوراق صکوک نیز می توان گفت: تا زمانی که نرخ سودآوری شرکت در مقابل سرمایه مورد استفاده آن، از نرخ بهره اوراق صکوک بیشتر باشد، استفاده از رویه انتشار اوراق صکوک برای تأمین مالی، سود شرکت را افزایش می دهد، بنابراین در

صورتی که از دیدگاه سهامداران، انتشار اوراق صکوک با شرایط یادشده خطری را برای شرکت در بر نداشته باشد، ارزش سهام شرکت در بازار رو به فزونی می‌گذارد و به دنبال آن ارزش بازاری شرکت افزایش می‌یابد. این موضوع، مورد علاقه و خواست سهامداران می‌باشد. [10]

آیا این اوراق از نظر اقتصادی کارا است؟ این پرسش از جهات گوناگون قابل بررسی است. نخست اینکه صکوک می‌تواند ابزاری کارا برای کنترل نقدینگی باشد. بانک مرکزی می‌تواند در عملیات بازار باز به خرید و فروش اوراق صکوک منتشر شده دولت بپردازد. به نظر می‌رسد که این کار مناسبتر از انتشار اوراق مشارکت باشد، زیرا صکوک همانند اوراق مشارکت نیست که نقد شوندگی بالایی داشته باشد و به همین دلیل ابزار کارآتری برای کنترل نقدینگی است. همچنین بانک مرکزی خود نمی‌تواند اقدام به انتشار اوراق صکوک کند و فقط می‌تواند اوراق صکوک دولتی را خرید و فروش کند که از این جهت هم انحرافی که در اوراق مشارکت اتفاق افتاده است دیگر روی نخواهد داد.

به علاوه، صکوک می‌تواند ابزاری کارا برای سرمایه‌گذاری باشد. رفتار قیمتی صکوک متفاوت از اوراق قرضه متعارف است، به همین دلیل اگر در یک سبد سرمایه‌گذاری قرار گیرد، هم به دلیل تنوع‌سازی و هم به دلیل رفتار قیمتی متفاوت، ریسک را کاهش می‌دهد. این موضوع مورد نظر همه سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرد. همچنین، اوراق صکوک وسیله‌ای مناسب و در دسترس برای هدایت نقدینگی سرگردان جامعه به سوی سرمایه‌گذاری مولد است. در جدول زیر قوانین مرتبط با اوراق صکوک آورده شده است.

موارد مرتبط با اوراق صکوک در قانون برنامه پنجم توسعه کشور	
ماده ۸۳ (بند الف)	به بانک مرکزی اجازه داده می‌شود در چهارچوب قانون بودجه سنواتی جهت تأمین مالی پروژه‌های زیربنایی توسعه‌ای دولتی نسبت به انتشار اوراق مشارکت و انواع صکوک اسلامی در بازارهای بین‌المللی اقدام نماید.
ماده ۸۳ (بند ب)	به شرکتهای دولتی و شهرداریها اجازه داده می‌شود در راستای تأمین منابع ارزی طرحهای سرمایه‌گذاری خود، پس از تأیید وزارت امور اقتصادی و دارائی و بانک مرکزی، اقدام به انتشار اوراق مشارکت و انواع صکوک اسلامی نمایند. تضمین اصل و سود این اوراق با شرکتهای و شهرداریهای مذکور است.
ماده ۹۷ (بند ب)	با توجه به بند (۲۳) سیاستهای کلی برنامه پنجم ابلاغی مقام معظم رهبری شورای پول و اعتبار موظف است طی سالهای برنامه موارد زیر را انجام دهد: ب - ترویج استفاده از ابزارهای تأمین مالی اسلامی جدید نظیر صکوک جهت کمک به تأمین مالی اسلامی بانکهای کشور
ماده ۱۲۴ (بند ف)	به منظور تأمین منابع ارزی مورد نیاز طرحهای دارای توجیه فنی و اقتصادی و مالی و زیست محیطی شرکتهای دولتی اجازه داده می‌شود در حدود ارقام مقرر در قوانین بودجه سنواتی حسب مورد نسبت به صدور اوراق صکوک اسلامی و یا اوراق مشارکت ارزی در بازارهای مالی داخلی و خارجی با رعایت ضوابط بانک مرکزی و در سقف مقرر در ماده (۸۱) این قانون اقدام نمایند. صدور اوراق یادشده منوط به تأیید بانک مرکزی و معاونت بوده و بازپرداخت و تضمین اصل و سود این اوراق با شرکتهای مربوط است. صدور اوراق مشارکت یا صکوک اسلامی با سود تشویقی منوط به تأیید شورای پول و اعتبار است.

در نهایت آثار و کارکردهای اقتصادی اوراق اجاره به شرح زیر بیان می گردد : ۱. گسترش بازار مالی ۲. رشد تولید ۳. گسترش رفاه عمومی ۴. ابزار مناسبی برای سیاست مالی ۵. ابزار مناسبی برای سیاست پولی

۶- نتیجه گیری

در این مطالعه بیان شد که سرمایه و نحوه تأمین آن یکی از مباحث مهم اقتصاد مالی است و یکی از راههای تأمین مالی نیروگاه ها بالاخص نیروگاه های تولید انرژی پاک به جهت بالا بودن میزان سرمایه گذاری اولیه بالا، تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی ها است و یکی از ابزارهای مهم این کار استفاده از اوراق قرضه می باشد. اوراق قرضه در ایران به دلایل شرعی و قانونی نمی تواند مورد استفاده قرار گیرد لذا اوراق مشارکت به عنوان جایگزین آن تا کنون بوده است، نتایج به دست آمده در این مطالعه نشان می دهد که صکوک به عنوان ابزار تأمین مالی اسلامی می تواند جایگزین اوراق مشارکت فعلی کشته و مقدمات افزایش کارایی و بهره وری تولید در این زمینه را با توجه به مطالب ذیل، فراهم سازد.

- صکوک ابزاری جدید، آزمون شده و مناسب برای فرآیند تأمین مالی، هم برای شرکتهای دولتی و هم برای شرکتهای غیر دولتی، است.

- صکوک می تواند به عنوان ابزاری مکمل و یا جانشین اوراق مشارکت برای کنترل نقدینگی باشد.

- صکوک ابزاری قانونی، مقبول و کارآ است که امکان به کار گیری آن در ایران فراهم است، هر چند احتیاج به فراهم کردن زیر ساختهایی دارد که به طور خلاصه عبارتند از:

الف: استاندارد کردن دارایی های مورد استفاده در صکوک و فرآیند ارزیابی آنها

ب: تسهیل امور مربوط به انتشار و رتبه بندی اوراق صکوک و ایجاد مؤسسات رتبه بندی

ج: ایجاد بازار ثانویه مناسب برای خرید و فروش اوراق صکوک و تسهیل نقد شوندگی آن ها.

د: می توان از صکوک به عنوان ابزاری جهت واگذاری نیروگاه ها به بخش خصوصی (دارندگان اوراق) استفاده کرد.

بنابراین دولت می تواند با یک برنامه ریزی مناسب و با زمینه سازی برای استفاده از این ابزار جدید مالی، گام مهمی در اجرای قانون بانکداری بدون ربا بردارد. همچنین استفاده از این ابزار جدید مالی می تواند برطرف کننده بسیاری از مشکلات مربوط به تأمین مالی بنگاههای اقتصادی باشد، که همه این موارد از وظایف ذاتی دولت اسلامی برای نیل به توسعه ای پایدار می باشد.

مراجع

- ۱- اسلامی بیدگلی، غلامرضا و بیگدلو، مهدی، (۱۳۸۴)، «بررسی معیارهای موثر در ارزیابی کسب و کارهای مخاطره آمیز کارآفرینانه»، دانش مدیریت، شماره ۶۸، ص ۳-۳۰
- ۲- نجفی، مهدی، «بررسی فرآیند تأمین مالی از طریق انتشار اوراق صکوک»، پایان نامه کارشناسی ارشد دانشکده معارف اسلامی و مدیریت دانشگاه امام صادق (ع)، ۱۳۸۵
- ۳- پهلوان، حمید و رضوی، سید روح الله، «اوراق صکوک، تعریف، انواع و ساختار»، مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۸۶.
- ۴- سلیمان پور، محمد جواد، «قراردادهای مالی جدید در اسلام»، مجله اقتصاد اسلامی، پاییز ۱۳۸۲.

- ۵ - Edwardes, Warren (2004) , Islamic Liquidity Management Issues,, Presentation at Institute of Islamic Banking and Insurance, Feb 2004
- ۶ - Gompers P. and Lerner J. (1999), The Venture Capital Cycle, Cambridge, MIT Press
- ۷ -Nefci, Saleh N., and Santos, Andre O., (2003), Puttable and Extendable Bonds: Developing Interest-rate Derivatives for Developing Countries , International Monetary Fund; WP/03/201
- ۸ -Moftah Jassim, Al Moftah, ” Treatment of Islamic financial instruments under the UN model agreement”, Economic and Social Council of United Nations, 2006.
- ۹-Syed Ali, Salman, ”Islamic capital market products: developments and challenges”, Islamic research and training institute (IDB), 2005.
- ۱۰-Cakir,Selim and Raei, Faezeh, “Sukuk vs. Eurobonds: Is There a Difference in Value-at-Risk?”, IMF Working Paper, 2007.
- ۱۱-Nisar, Shariq, ”Islamic Bonds (Sukuk): Its Introduction and Application: Latest information about Sukuk”, 2006.
- 12- Al Omar, Foad and Abdel Haq, Mohamad, ”Islamic Banking, Theory, Practice and Challenges”, London, Oxford University, 1996.

