

مزایای تامین منابع مالی از طریق ابزارهای نوین بازار سرمایه



آرزو خورده فروش
کارشناس امور اعضا
قراپورس ایران

ابزارهای نوین تامین مالی با محوریت صکوک از اواخر سال ۱۳۸۹ در کشور ایجاد گردید و تاکنون حجمی بالغ بر ۲۸ هزار میلیارد تومان از طریق این ابزارها تامین مالی شده است و پیش بینی می شود این میزان در سال های آتی رشد بیشتری داشته باشد. البته این ارقام در مقایسه با کل تامین مالی انجام شده توسط سیستم بانکی کشور که بر اساس آمار بانک مرکزی تا سال ۱۳۹۷ دارای حجمی به مبلغ ۱۰۰ هزار میلیارد تومان بوده و همچنین آمار جهانی انتشار صکوک، رقم کمی است که نشان دهنده جوان بودن این حوزه در بازار تامین مالی کشور است. از سوی دیگر سال هاست صاحب نظران حوزه پولی و مالی کشور بر ضرورت اصلاح نظام تامین مالی کشور با محوریت تامین مالی از طریق بازار سرمایه تأکید ویژه ای داشته اند که مجموع این عوامل نشان دهنده لزوم تغییر الگوی تامین مالی در کشور است.

پژوهش حاضر تلاش کرده با بررسی نقاط قوت تامین مالی از طریق این ابزارها، از طرفی موجب آشنایی بیشتر فعالان اقتصادی با این ابزارها شده و از سوی دیگر بستری را جهت اصلاح نقاط ضعف و گلوگاه های تامین مالی از طریق این ابزارها فراهم آورد. لازم به ذکر است موارد مطرح شده در خصوص نقاط ضعف و قدرت این ابزارها بر اساس قوانین و دستورالعمل های انتشار صکوک و آمارهای منتشر شده توسط نهاد ناظر این ابزارها یعنی بازار سرمایه و یافته های تجربی نگارنده مقاله به دست آمده است. در نهایت نقاط قوت تامین مالی این ابزارها در ۳ طبقه بازه تامین مالی، روش های مختلف تامین مالی و تنوع روش های تسویه اوراق مورد بررسی قرار گرفته اند.

نقاط قوت تامین مالی از طریق صکوک بازار سرمایه

در یک طبقه بندی کلی مزایای این ابزارها را می توان به شرح زیر بیان نمود.

بازه تامین مالی

اوراق صکوک عموماً در زمره ابزارهای بلندمدت تامین مالی قرار می گیرند به استثنای صکوک سلف که عمر تامین مالی آن یک سال است، مدت زمان تامین مالی مابقی اوراق به طور میانگین ۴ سال است، البته بازه زمانی تامین مالی از طریق صکوک استصناع به مدت زمان ساخت دارایی و عمر اقتصادی دارایی بستگی دارد، جدول ۱ مدت زمان تامین مالی از طریق اوراق صکوک را نمایش می دهد.

جدول ۱- بازه ی زمانی تامین مالی از طریق انواع صکوک

نوع صکوک	بازه تامین مالی
اجاره	سال ۴
مراجعه	سال ۴
رهنی	بدون سقف
استصناع	بسته به مدت زمان ساخت دارایی
سلف	سال ۱

در رابطه با صکوک استصناع ماده ۱۲ دستورالعمل انتشار صکوک استصناع بیان می دارد:

ماده (۱۷): سررسید اوراق نمی تواند بیش از ۸۰ درصد از مجموع دوره ساخت و عمر اقتصادی پیش بینی شده برای دارایی باشد.

بنابراین بسته به دوره ساخت و عمر اقتصادی دارایی، مدت زمان انتشار صکوک استصناع متفاوت خواهد بود، از طرف دیگر صکوک استصناع دارای این ویژگی است که قابلیت انتشار به صورت ترکیبی را دارا است، به عبارت دیگر در سررسید صکوک استصناع می توان نوع تامین مالی را به صکوک اجاره تغییر داد، ماده ۱۲

دستورالعمل انتشار صکوک استصناع در این باره بیان می کند:

ماده (۱۲): اوراق سفارش ساخت می تواند با تأیید سازمان به صورت ترکیبی با سایر اوراق مصوب شورای عالی بورس و اوراق بهادار براساس مقررات مربوطه منتشر شود.

بنابراین بازه تامین مالی از طریق انتشار صکوک استصناع به شرح زیر خواهد بود:

حد اکثر ۴ سال + (عمر اقتصادی دارایی + دوره ساخت) * ۰.۸٪ = مدت زمان تامین مالی از طریق صکوک استصناع

در رابطه با اوراق رهنی مدت زمان تامین مالی به نوع مطالبات بانی بستگی دارد در این باره ماده ۱۳ انتشار اوراق رهنی بیان می کند:

ماده (۱۳): از تاریخ ایجاد مطالبات، حداقل ۱۰ درصد مدت قرارداد سپری شده و اقساط سررسید شده وصول شده و در طبقه جاری قرار داشته باشد.

البته ذکر این نکته ضروری است دوره انتشار اوراق نیابت از مدت زمان سررسید تسهیلات پشتوانه انتشار بیشتر باشد، در حال حاضر تنها اوراق رهنی منتشر شده در کشور توسط بانک مسکن ۲ ساله بوده و در سال ۱۳۹۷ سررسید خواهد شد.

بنابراین شرکت هایی که دارای طرح توسعه بوده و یا نیاز به تامین مالی بلندمدت دارند می توانند از ابزارهای بدهی بازار سرمایه استفاده نمایند.

روش های مختلف تامین مالی

بسته به نیاز تامین مالی شرکت، ابزارهای مختلفی به منظور تامین مالی آن ها طراحی شده اند که به تفکیک نوع اوراق عبارتند از:

■ **صکوک اجاره:** اصولاً شرکت از طریق انتشار صکوک اجاره قادر خواهد بود انواع نیازهای خود را تامین مالی نموده و محدودیتی جهت مصرف وجوه حاصل از انتشار صکوک اجاره نخواهد داشت،

سرفصل های مصرف وجوه ناشی از انتشار صکوک اجاره عبارتند از:

- اجرای طرح توسعه/نوسازی و بهسازی
- تأمین سرمایه در گردش
- مشارکت در افزایش سرمایه شرکت های سرمایه پذیر
- اجرای پروژه های ساختمانی
- عملیات لیزینگ
- عملیات بانکداری

در این ابزار بانی یک دارایی سرمایه ای خود را که دارای قیمت روز مورد تأیید کارشناس رسمی دادگستری است در رهن نهاد واسط (وابسته به سازمان بورس) برده و هم زمان با استفاده از قرارداد اجاره به شرط تملیک یا اجاره با اختیار فروش دارایی در سررسید اجاره باقیمت معین، از یک سو دارایی را مجدداً تحت کنترل خود قرار می دهد و از سوی دیگر به اندازه ارزش روز همان دارایی، صکوک اجاره منتشر می نماید [۳]. این ابزار از نظر نحوه تامین مالی کمترین محدودیت را در مصرف منابع ناشی از انتشار صکوک دارد.

■ **صکوک مراجعه:** همانند صکوک اجاره در صکوک مراجعه نیز بانی می تواند نیازهای مختلف خود را این طریق تامین نماید، البته در این روش منابع ناشی از انتشار مستقیماً به بانی (تامین مالی شونده) پرداخت نمی شود بلکه به ارائه دهنده کالا یا خدمت موضوع تامین مالی پرداخت می شود، برای مثال چنانچه بانی قصد انتشار صکوک مراجعه به منظور تامین سرمایه در گردش را داشته باشد، پس از صدور مجوز انتشار، نهاد واسط منابع ناشی از انتشار را به فروشنده مواد و کالا به بانی، پرداخت می نماید. سرفصل های مصرف وجوه ناشی از انتشار صکوک مراجعه عبارتند از:

- اجرای طرح توسعه/نوسازی و بهسازی
- تأمین سرمایه در گردش

● اجرای پروژه‌های ساختمانی
● عملیات لیزینگ

● خرید شعب به منظور عملیات بانکداری
■ صکوک استصناع: این روش ابزاری مناسب جهت ساخت دارایی‌های فیزیکی من جمله ساخت کارخانه، هواپیما، کشتی و... است که طی یک قرارداد سفارش ساخت با لحاظ یک سری ویژگی‌های معین در مدت زمان مشخص ساخته خواهد شد. در این ابزار وجوه ناشی از تامین مالی به تدریج و بر اساس پیشرفت پروژه و صورت وضعیت‌های ارائه شده توسط بانی انجام می‌شود. ماده ۲۱ دستورالعمل انتشار صکوک انتشار در این باره بیان می‌دارد:

ماده ۲۱: نهاد واسط در هر مرحله، پس از دریافت گزارش پیشرفت کار (فیزیکی و مالی) که به تأیید ناظر و بانی رسیده است، پرداخت‌های مربوط را انجام می‌دهد.

■ صکوک سلف: سلف در واقع نوعی پیش فروش محصول شرکت در یک بازه زمانی یک ساله است و برای شرکت‌هایی است که محصول تولیدی خود را در بورس کالای ایران معامله می‌نمایند، در واقع ناشر می‌تواند در ازای تحویل کالا در یک سال آتی مبلغی را مشخص حقیقی و حقوقی در حال حاضر دریافت نماید و در سررسید، دارندگان اوراق سلف می‌توانند کالای موضوع انتشار اوراق را دریافت نموده یا مبلغ پرداختی خود را دریافت نمایند. ماده ۱: قرارداد سلف قراردادی است که بر اساس آن عرضه کننده مقدار معینی از دارایی پایه را بر اساس مشخصات قرارداد سلف در ازای بهای نقد به فروش می‌رساند تا در دوره تحویل به خریدار تسلیم کند، خریدار می‌تواند معادل دارایی پایه خریداری شده را طی قرارداد سلف موازی استاندارد به فروش رساند.

■ صکوک رهنی: این صکوک در حال حاضر برای شرکت‌هایی است که اقدام به ایجاد مطالبات مدت‌دار در ازای دریافت وثیقه رهنی کرده‌اند و اقدام به فروش این مطالبات در قالب انتشار صکوک رهنی می‌کنند، ماده ۱ دستورالعمل انتشار اوراق رهنی بیان می‌دارد:

ماده ۱: اوراق رهنی، اوراق بهادار بانامی است که به منظور خرید مطالبات رهنی توسط ناشر منتشر می‌شود. این اوراق در بورس‌ها یا بازارهای خارج از بورس قابل معامله می‌باشند.

همچنین ماده مذکور در تعریف مطالبات رهنی بیان می‌دارد:

ماده ۱: مطالبات رهنی، مطالبات مدت‌دار اشخاص حقوقی ناشی از قرارداد‌های مبادله‌ای از قبیل فروش اقساطی، اجاره به شرط تملیک و جعاله (به استثنای سلف) است که دارای وثیقه رهنی است.

بنابراین به نظر می‌رسد امکان استفاده از این ابزار برای اکثر شرکت‌ها فراهم نبوده و مشخصاً بانک‌ها و موسسات اعتباری همچون بانک مسکن که دارای چنین مطالباتی هستند، می‌توانند از این ابزار استفاده کنند، با استفاده از این ابزار بانی می‌تواند مطالبات رهنی خود را که حداقل ۱۰ درصد زمان آن سپری شده باشد و قسط معوق نیز نداشته باشد را به نهاد واسط منتقل کرده و از طریق آن تامین مالی نماید. ماده ۱۳ دستورالعمل اوراق رهنی در بیان شرایط مطالبات رهنی بیان می‌دارد:

ماده ۱۳) از تاریخ ایجاد مطالبات، حداقل ۱۰ درصد مدت قرارداد سپری شده و اقساط سررسید شده وصول شده و در طبقه جاری قرار داشته باشد.

تنوع روش‌های تسویه اوراق

پس از انتخاب نوع صکوک، به ۲ طریق می‌توان نسبت به دریافت وجه ناشی از صکوک اقدام نمود که عبارت‌اند از قیمت اسمی یا قیمت بازار، تفاوت این دو روش مربوط به نحوه تسویه اوراق است، در صورت انتشار صکوک به قیمت اسمی معادل مبلغ اسمی انتشار، وجه نقد در اختیار بانی قرار خواهد گرفت و در سررسید اوراق بانی معادل مبلغ اسمی انتشار را تسویه خواهد کرد.

اما در روش قیمت بازار که اصطلاحاً آن را انتشار به کسر می‌گویند مبلغی کمتر از ارزش اسمی اوراق در اختیار بانی قرار خواهد گرفت ولی در سررسید، بانی موظف است معادل مبلغ اسمی را تسویه نماید.

یکی از مهم‌ترین کاربردهای این دو روش انتشار، در نحوه پرداخت سودهای دوره‌ای اوراق است، چنانچه شرکتی مایل به پرداخت سودهای دوره‌ای اوراق نباشد و بخواهد اصل و سودهای دوره‌ای را یکجا در سررسید پرداخت کند، می‌تواند از روش انتشار به قیمت بازار (کسر) استفاده نماید، این شیوه به‌ویژه برای شرکت‌های پیمانکاری که قراردادهایی از نوع EPCF داشته یا شرکت‌های در مرحله قبل از بهره‌برداری، ابزاری مناسب به شمار می‌آید در واقع این قبیل شرکت‌ها در زمان اجرای طرح به جریان نقد ورودی خاصی دسترسی

نداشته و پرداخت سودهای دوره‌ای اوراق برای آن‌ها عملاً امکان‌پذیر نیست، بنابراین با استفاده از این روش می‌توان در سررسید اوراق که معمولاً ۴ سال بعد از تاریخ انتشار است اصل و سودهای معوق را به صورت یکجا پرداخت کرد.

به منظور محاسبه قیمت انتشار به کسر باید از فرمول نرخ بازده تا سررسید استفاده کرد، این فرمول بر اساس دستورالعمل منتشر شده توسط فرابورس عبارت است از:

$$P = \sum_{t=1}^{n+m} \frac{C_t}{(1+ytm)^{\frac{t}{m}}} + \frac{FV}{(1+ytm)^n}$$

که در آن داریم:

P: خالص پرداختی سرمایه‌گذار جهت خرید اوراق (برای اوراقی که به کسر معامله می‌شود، این مبلغ کمتر از قیمت اسمی اوراق خواهد بود)

n: فاصله تا سررسید

m: تعداد مواعید پرداخت سود در سال

ytm: بازده تا سررسید

C: مقدار کوپن

FV: ارزش فعلی

چنانچه شرکت بخواهد از روش انتشار به قیمت اسمی استفاده نماید به اندازه مبلغ مورد نیاز جهت تامین مالی اوراق منتشر می‌کند و در فواصل یک یا ۳ یا ۶ ماهه اقدام به پرداخت سودهای دوره‌ای می‌کند و در سررسید اصل مبلغ را پرداخت می‌کند. بنابراین تفاوت ۲ روش انتشار به قیمت بازار و قیمت اسمی در جدول ۵ بیان شده است.

جمع‌بندی

پژوهش حاضر به اختصار به بیان نقاط قوت و مزایای تامین مالی از طریق ابزارهای نوین تامین مالی از طریق بازار سرمایه پرداخته است، به اختصار از نقاط قوت این ابزارها می‌توان به بازه زمانی تامین مالی اشاره کرد که به‌طور متوسط این ابزارها را می‌توان در زمره روش‌های بلندمدت تامین مالی به‌شمار آورد که معمولاً بیشتر از ۴ سال است و بانی نیازی به استمهال مبلغ تامین مالی در هر سال ندارد. دومین نقطه قوت این ابزارها تنوع روش‌های تامین مالی است که بسته به نیاز شرکت، صکوک خاصی به منظور تامین مالی بانی قابل پیشنهاد است و نهایتاً ۲ راهکار عمده جهت تسویه صکوک پیشنهاد شده که بسته به جریان‌های نقدی بانی طی دوره انتشار، می‌توان یکی از این روش‌ها توسط بانی انتخاب شود، بنابراین به نظر می‌رسد تامین مالی از طریق ابزارهای تشریح شده می‌تواند مزایای بیشتری را نسبت به بازار پول به همراه داشته باشد که لازمه آن شناخت دقیق این ابزارها و متناسب بودن ابزار انتخاب شده با نیاز تامین مالی شرکت است.

منابع مقاله در دفتر ماهنامه موجود است.

جدول ۲- تفاوت انتشار صکوک به مبلغ اسمی و قیمت بازار

شرح	قیمت بازار	قیمت اسمی
مبلغ انتشار	بیشتر از نیاز تامین مالی شرکت	به اندازه نیاز تامین مالی شرکت
سود دوره‌ای	ندارد	۱ یا ۳ یا ۶ ماهه
نحوه تسویه	پرداخت مبلغ اسمی به انضمام سودهای معوق	پرداخت مبلغ اسمی

