

امکان سنجی انتشار صکوک در مقایسه با سایر روشهای تامین مالی

در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار

دکتر مهدی دهقان نیستانی^۱

ابراهیم صادقی^۲

۱- استادیار، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد اسلامشهر، گروه حسابداری، تهران، ایران

۲- دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد اسلامشهر

Mehdi Dehghan Neyestani PhD¹
Ebrahim Sadeghi²

1- Assistance professor & Faculty Member, Department of Accounting, School of Management and Accounting, Islamshahr Branch, Islamic Azad University (IAU), Iran

2- M.Sc. Student, Department of Accounting, School of Management and Accounting, Islamshahr Branch, Islamic Azad University (IAU), Iran

چکیده

سرمایه یکی از نهاده های اصلی تولید است. دولتها و شرکتهای اقتصادی برای شروع یا ادامه یک فعالیت اقتصادی احتیاج به تامین سرمایه دارند. این سرمایه یا از دارایی دولت و صاحبان شرکت تامین می شود و یا اینکه از طریق فرآیند تامین مالی بدست می آید. برای تامین مالی، روشها و ابزار گوناگونی وجود دارد که هر کدام دارای ویژگیها و خواص مربوط به خود است. بسته به نیازها، توان مالی، شرایط بنگاههای اقتصادی و تنوع رفتار مردم در سرمایه گذاری و مواجهه با خطر، این ابزارها و روشها تبیین و به کار گرفته می شوند. یکی از روشهای مهم فرآیند تامین مالی، تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی ها می باشد. و یکی از ابزارهای مالی

جدید برای فرآیند تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی ها، صکوک بوده که در کشورهای اسلامی به جای اوراق قرضه به کار گرفته می شود.

واژه های کلیدی: اوراق صکوک، اوراق قرضه، اوراق مشارکت و اخذ تسهیلات مالی



۱. مقدمه

در کشورهایی که دارای جمعیت مسلمان زیادی هستند، استفاده از ابزارهای مالی متعارف مانند اوراق قرضه، کارایی و مقبولیتی ندارد. بر این اساس دولت‌ها و شرکتهای اسلامی و یا شرکتهای اسلامی فعال در کشورهای غیراسلامی که بدنبال تأمین مالی و مدیریت بدهی خود هستند نیازمند یافتن جایگزین‌هایی مطابق با اصول اسلامی می‌باشند. در سال‌های اخیر رشد ابزارهای مالی اسلامی که به صکوک شهرت یافته بسیار چشمگیر بوده است. کشورهای بحرین، مالزی، قطر و آلمان به عنوان پیشگامان در این زمینه شناخته شده‌اند. 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.

صکوک ابزار نوینی است که در کشورهای اسلامی به جای اوراق قرضه به کار گرفته می‌شود. روند به کارگیری این ابزار در کشور ما کند است اما اخیراً خبرهایی مبنی بر ایجاد صکوک اجاره منتشر شده است. در نوشتار زیر در باره صکوک توضیح مختصری داده شده است.

یکی از افتخارات نظام جمهوری اسلامی ایران بعد از انقلاب این بود که پایه گذار نظام بانکداری اسلامی است. اما با گذشت زمان، قانون عملیات بانکداری اسلامی با دو چالش اصلی مواجه شد. نکته اول این که از سال ۱۳۶۳ تاکنون تغییری در این قانون ایجاد نشد، در حالی که کشور ما دو دهه تجربه اجرایی جدید پیدا کرده است و نکته دوم این که حتی بخش زیادی از ظرفیت‌های این قانون نیز مسکوت مانده است. این در حالی است که سایر کشورهای اسلامی به بانکداری اسلامی توجه جدی دارند و اقدام‌های مؤثری در این زمینه انجام داده‌اند.

در این مقاله پژوهشگر ابتدا به بررسی و شناسایی روشهای عمده تأمین مالی شرکتها نموده که عمده ترین آنها شامل: ۱- انتشار اوراق صکوک ۲- انتشار اوراق مشارکت ۳- انتشار اوراق قرضه ۴- اخذ تسهیلات بانکی می‌باشند. و سپس امکان انتشار اوراق صکوک را در مقایسه با سه روش دیگر تأمین مالی مقایسه گردیده و بر این اساس سه فرضیه اصلی بر اساس روش درخت تصمیم از بین ۵۳۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، موجود در سال ۱۳۹۱ مورد آزمون قرار گرفت و در هر سه فرضیه، روش تأمین مالی صکوک نسبت به سایر روشها دارای برتری بوده است. همچنین جهت آزمون فرضیه چهارم مبنی بر شناخت مدیران از روش تأمین مالی صکوک از طریق دو فرضیه فرعی اقدام شد: و نتیجه حاصل شده حاکی از این موضوع است که هر ۲ فرضیه فرعی تأیید و مبین آن است که مدیران از راهکارهای قانونی و مزایای انتشار اوراق صکوک نسبت به سایر روشهای تأمین مالی شناخت دارند.

۲. تعریف صکوک

فرهنگ "المنجد" واژه "صک" (جمع آن أصک، صکوک و صکاک) را کتاب، نامه و رسید دریافت پول و... ترجمه کرده است. دایره‌المعارف "قاموس عام لکل فن و مطلب" در این رابطه چنین بیان می‌کند: "صک به معنای سند و سفتجه (سفته) است و معرب واژه چک در فارسی است. در عرف عرب این واژه، حواله، انواع سفته، سند و هر آنچه که تعهد یا اقراری از آن ایفاد شود را شامل می‌شود [۴]."

استاندارد شرعی شماره ۱۷ سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی، صکوک را گواهی‌هایی با ارزش اسمی یکسان که دارنده آن مالک یک یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها یا منافع حاصل آن می‌باشد تعریف کرده است.

۳. صکوک اجاره

صکوک اجاره، نوعی صکوک سرمایه‌گذاری است که بیانگر مالکیت واحدهای سرمایه‌گذاری با ارزش برابر از دارایی‌های بادوام فیزیکی‌ای هستند که به یک قرارداد اجاره، آن‌طور که در شریعت تعریف شده است، پیوند خورده‌اند. در میان محصولات مالی اسلامی، صکوک اجاره یک محصول متمایز به شمار می‌رود که محبوبیت زیادی بین سرمایه‌گذاران مسلمان به دست آورده است. از طرف دیگر ناشران (دولت‌ها و شرکت‌ها) نیز صکوک اجاره را روش مناسبی برای تجهیز منابع می‌دانند [۱].

ویژگیهای اصلی صکوک

در ادامه به برخی از ویژگی‌های قرارداد اجاره که استفاده از آن برای انتشار صکوک را تسهیل می‌کند اشاره می‌شود.

الف) قرارداد اجاره در مورد فروش دارایی مورد اجاره، برای موجر محدودیتی به وجود نمی‌آورد. یعنی موجر می‌تواند دارایی را بفروشد بدون اینکه به قرارداد اجاره خللی وارد شود زیرا اجاره از عقود لازم است و توسط بیع باطل نمی‌گردد. اگر بیع پس از اجاره واقع شود، اجاره باطل نمی‌شود چون بیع منافاتی با اجاره ندارد؛ زیرا اجاره به منافع تعلق می‌گیرد و بیع به عین، اگر چه در صورت امکان هنگام بیع منافع نیز به تبع عین منتقل می‌شود [۸]. نکته‌ای که در اینجا وجود دارد این است که خریدار از وقوع اجاره مطلع باشد.

ب) اجاره‌بها می‌تواند به صورت هفتگی، ماهانه، سالانه و یا شکل دیگر که مورد توافق طرفین است پرداخت شود.

³Ijarah Sukuk

ج) برای مدت زمان اجاره هیچ محدودیتی وجود ندارد. قرارداد اجاره می‌تواند تا زمانی که یک دارایی وجود دارد ادامه یابد.

د) لزومی ندارد که اجاره‌بها حتماً به صورت وجه نقد پرداخت شود. بلکه هر نوع کالا یا دارایی مالی دیگر نیز می‌تواند به عنوان اجاره‌بها (با توافق طرفین) پرداخت شود.

ه) استقلال مالکیت: افرادی که در مالکیت یک عین الاجاره شریک هستند هر طور که بخواهند به صورت فردی یا جمعی می‌توانند دارایی خود را به مالکان جدید بفروشند.

و) نیاز نیست که جریان سودهای منفعت مالی الزاماً منطبق با زمان‌بندی بازپرداخت‌های اجاره باشد. همچنین نیاز نیست که عین دارایی قرارداد اجاره در زمان قرارداد موجود باشد.

ز) مخارج نگهداری مربوط به ویژگی‌های اصلی دارایی به عهده‌ی مالک است، در حالی که هزینه‌های نگهداری مربوط به عملیات با آن بر عهده‌ی مستأجر است.

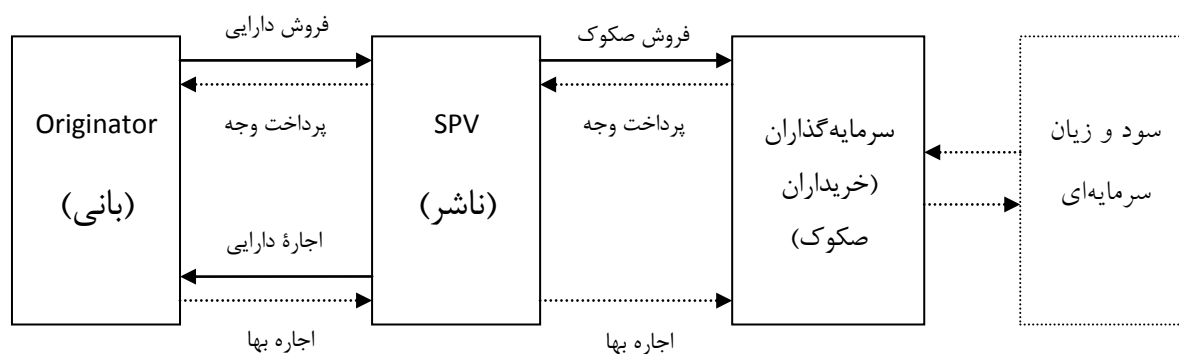
ح) قرارداد اجاره برای به‌کارگیری در قالب فرآیند تبدیل شدن به اوراق بهادار مناسب است. ایده‌ی اوراق قرضه‌ی اجاره برخاسته از توانایی تبدیل مال‌الاجاره به دارایی‌های مالی است، همچنین باعث جریانهای نقدی آزاد شده بوده که منجر به بیش سرمایه‌گذاری در واحد اقتصادی می‌گردد [V].

ط) طی شرط ضمن عقد بیع، SPV متعهد می‌گردد دارایی خریداری شده را به بانی اجاره دهد.

مراحل انتشار

ساختار کلی طراحی و انتشار اوراق صکوک اجاره به شرح زیر است:

نمودار شماره (۱)



- بانی که ذینفع وجوه حاصل از انتشار است. در واقع شرکت یا نهادی است که به وجه نقد نیاز دارد.
- شرکت با مقصد خاص (SPV) که ناشر اوراق صکوک است.
- سرمایه‌گذاران که اقدام به خریداری اوراق صکوک می‌نمایند [۹].

روش کار به این صورت است که ابتدا بانی یکسری از دارایی‌های خود که برای اجاره مناسب هستند را انتخاب می‌کند. سپس بانکی یک شرکت با مقصد خاص تأسیس می‌کند. این شرکت با مقصد خاص از لحاظ قانونی دارای یک شخصیت کاملاً مستقل است. بانی دارایی‌های منتخب را به صورت یک پرتفوی 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 با مقصد خاص 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 با مقصد خاص قرار دهد. شرکت با مقصد خاص نیز باید اجاره بها را بین دارندگان صکوک تقسیم کند. البته فرآیند دریافت و پرداخت وجوه معمولاً توسط یک مؤسسه امین^۴ انجام می‌شود [۳].

هنگامی که مدت زمان اجاره به پایان می‌رسد، جریان نقدی حاصل از اجاره‌بها نیز متوقف می‌شود 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^۵ 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 اختیار فروش^۶ 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.

⁴Trustee

⁵ Capital Gain

⁶ Put Option

برای تبدیل دارایی به اوراق بهادار از طریق انتشار صکوک، گام اول این است که دارایی‌های واجد شرایط را از شرکت اصلی جدا کرده و آن را به شرکت با مقصد خاص منتقل کنیم. شرکت با مقصد خاص معمولاً یک شرکت با مسئولیت محدود است. با انتقال دارایی به شرکت با مقصد خاص کلیه ریسک‌های مربوط به دارایی از شرکت اصلی دور شده و به شرکت با مقصد خاص منتقل می‌شود. 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 دارای در ترازنامه شرکت اصلی وجود می‌داشت و به شرکت با مقصد خاص منتقل نمی‌شد آنگاه طلبکاران نیز ممکن بود نسبت به آن ادعا داشته باشند [۲].

لزوماً در همه موارد انتشار صکوک، مالکیت خود دارایی منتقل نمی‌شود. در اکثر موارد مالکیت منافع حاصل از دارایی منتقل می‌شود. یعنی فقط اجاره‌بها به اوراق بهادار تبدیل می‌شود. البته بهتر است که مالکیت دارایی نیز منتقل شود تا اعتبار صکوک افزایش یابد. همچنین قرارداد اجاره باید از قرارداد خرید و فروش اولیه مستقل باشد و این دو نباید مشروط به یکدیگر باشد. یعنی بانی و شرکت با مقصد خاص نباید با این شرط دارایی را خرید و فروش کنند که پس از قرارداد بیع، شرکت با مقصد خاص دارایی را مجدداً به بانی اجاره دهد. از نظر اهل سنت چنین شرطی جایز نیست که به نظر می‌رسد جای تامل بیشتر دارد. اما در هر صورت طرفین می‌توانند با امضای یک یادداشت تفاهم غیرقراردادی به این توافق دست یابند.

بانی می‌تواند به شرکت با مقصد خاص تعهد دهد که در پایان مدت اجاره، دارایی را از وی خریداری می‌کند. و شرکت با مقصد خاص نیز به بانی تعهد می‌دهد که در پایان مدت اجاره دارایی را به وی بفروشد. اما مواردی که منجر به بیع العینه شود از دیدگاه فقه اسلامی مجاز نیست [۵]. در صکوک "تبرید" در امارات متحده عربی، یک مدت زمان معقولی بین پایان مدت اجاره و فروش مجدد دارایی از شرکت با مقصد خاص به بانی وجود دارد تا مشکل شرعی آن نیز حل شود. 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.

انواع صکوک عبارتند از:

- | | |
|---------------------|------------------------------|
| ۱. صکوک صلح | ۶. صکوک مرابحه |
| ۲. صکوک استصناع | ۷. صکوک مشارکت |
| ۳. صکوک حق الامتیاز | ۸. صکوک مضاربه |
| ۴. صکوک ارائه خدمات | ۹. صکوک نماینده سرمایه‌گذاری |
| ۵. صکوک مساقات | ۱۰. صکوک مزارعه |

۱۱. صکوک مالکیت منافع دارایی‌های موجود
۱۳. صکوک مالکیت منافع دارایی‌هایی که در آینده ساخته می‌شود

۱۲. صکوک مالکیت دارایی‌هایی که در آینده ساخته می‌شود

از بین صکوک بالا تنها استفاده از صکوک اجاره، سلم و استصناع و تا حدی صکوک مشارکت، مباحه و مضاربه معمول است. لذا جهت انتشار اوراق اجاره وجود حداقل سه نهاد مالی ضروری می‌باشد که عبارتند از بانی، واسط و امین.

۳.۱. مزایای اوراق صکوک:

برخی از مزایای انتشار اوراق صکوک را می‌توان به شرح زیر بیان نمود:

۱. صکوک نقدینگی بانی را افزایش می‌دهد.
۲. دارایی‌هایی که نقدینگی پایینی دارند و یا غیرنقد هستند از ترازنامه خارج شده و وجوه نقد جایگزین آن می‌شود.
۳. با اینکه قسمتی از دارایی‌ها از شرکت بانی جدا می‌شود اما با این حال باز هم بانی می‌تواند از دارایی‌ها استفاده کند.
۴. از آنجا که صکوک با پشتوانه‌ی دارایی منتشر می‌شود لذا دارای ریسک کمتر است و هزینه‌ی تأمین مالی را نیز کاهش می‌دهد. یک راه دیگر کاهش هزینه‌ی تأمین مالی استفاده از افزایش اعتبار است [۶].
۵. صکوک با امکان تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار به توسعه‌ی بازار سرمایه کمک می‌کند.
۶. اگر برای دادوستد اوراق صکوک یک بازار ثانویه فراهم شود، نقدشوندگی این اوراق افزایش می‌یابد.

سابقه انتشار صکوک:

از آنجا که طبق احکام اسلام، مطالبه و پرداخت بهره حرام است، کشورهای که بخش عمده‌ای از جمعیت آنها را مسلمانان تشکیل می‌دهند نمی‌توانند برای پاسخ به نیازهای مالی خود از بازارهای بدهی کلاسیک (مبتنی بر بهره) استفاده کنند. لذا در سال‌های اخیر رشد ابزارهای مالی اسلامی که به صکوک شهرت یافته در این کشورها بسیار چشمگیر بوده است. تا جایی که بر اساس آمار، تا پایان سال ۲۰۰۶ میلادی ارزش کل صکوک منتشر شده بالغ بر ۵۰ میلیارد دلار عنوان شده است. کشورهای بحرین، مالزی، قطر و حتی آلمان به عنوان پیشگامان در این زمینه شناخته شده‌اند و در طول چند سال گذشته بخش عمده حجم اوراق صکوک منتشر شده مربوط به انتشار توسط دولت‌ها (و نه شرکت‌ها) بوده است. بنابراین سال ۲۰۱۱ بیشترین میزان

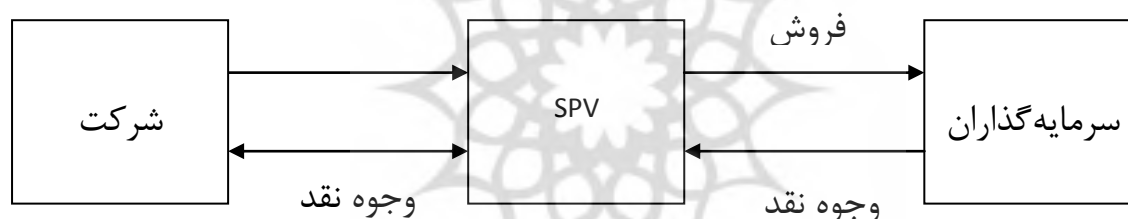
انتشار این اوراق را بوده است و از جمله این اوراق می توان به بزرگ ترین صکوک منتشر شده در کشور امارات در سال ۲۰۰۶ به مبلغ ۳/۵ میلیارد دلار اشاره کرد.

تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار^۷

واژه تبدیل به اوراق بهادار کردن، یکی از واژه‌هایی است که از ظهور آن در ادبیات مالی جهان بیش از دو دهه نمی‌گذرد. "تبدیل به اوراق بهادار کردن" فرآیندی است که طی آن، دارایی‌های مؤسسه مالک داراییا بانی^۸ از ترازنامه آن مؤسسه جدا می‌شود، در عوض، تأمین وجوه توسط سرمایه‌گذارانی انجام می‌شود که یک ابزار مالی قابل مبادله را می‌خرند و این ابزار نمایانگر بدهکاری مزبور می‌باشد، بدون اینکه به وام‌دهنده اولیه مراجعه‌ای صورت پذیرد [۱۰].

. به طور کلی ساختار تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار به شکل زیر است [۱۱]:

نمودار شماره (۲)



در این بخش با استفاده از داده های مربوط به صورتهای مالی ۵۳۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران جهت بررسی فرضیه های شماره ۱، ۲ و ۳ اقدام شده است بدین منظور با استفاده از نرم افزار *spss* و *clementine* از طریق آزمون درخت تصمیم، آزمونهای مربوط انجام شده و برای هر کدام از روشهای تامین مالی شامل:

⁷ Asset securitization

⁸ Originator

۱. انتشار اوراق صکوک

۳. انتشار اوراق قرضه

۲. انتشار اوراق مشارکت

۴. اخذ تسهیلات بانکی

امکان سنجی لازم در خصوص میزان تامین مالی برای شرکتهای مذکور، صورت پذیرفته و در نهایت تعداد شرکتهای مربوطه مشخص و تعیین شده است که جهت این شرکتهابه تفکیک؛ تعداد شرکت، متوسط حجم دارائیهای شرکتهای مربوطه و میزان تامین مالی محاسبه شده است و هرکدام از سه آیت مذکور در خصوص انتشار اوراق صکوک، با اوراق مشارکت، اخذ تسهیلات از بانکها و اوراق قرضه مورد مقایسه انجام شده و به بررسی فرضیه ها در جهت تأیید یا رد آن با استفاده از آمار توصیفی اقدام شده است و در آخر با توجه به داده های بدست آمده از پرسشنامه از طریق نرم افزار SPSS به وسیله آزمون میانگین جهت تحقیق فرضیه شماره ۴ خواهیم پرداخت. در ادامه فصل حاضر، در مورد هر یک از پرسشنامه ها و نتایج به دست آمده از آنها به شرح زیر توضیحاتی ارائه می گردد.

۳,۲. انتشار اوراق صکوک

۱. براساس جدول زیر کلیه شرکتهای بورس در قلمرو زمانی تحقیق مذکور بالغ بر ۵۳۷ شرکت می باشد که امکان سنجی انتشار اوراق صکوک طی ۴ مرحله با توجه به شرایط اساسی (ماخذ دستوراتعملها و بخشنامه های بانک مرکزی وبخشنامه های انتشار صکوک) فیلتر شده است که عبارتند از:

۲. حذف شرکتهایی که فاقد اطلاعات مالی در طی دو سال اخیر می باشند.

۳. حذف شرکتهایی که نسبت بدهی آنها بیش از ۹۰٪ می باشد.

۴. حذف شرکتهایی که مجموع جریان نقدی ۲ ساله اخیر منفی.

۵. حذف شرکتهایی که حجم دارائیهای آنها کمتر از ۵۰ میلیارد می باشد.

و نهایتاً ۳۰۱ شرکت به عنوان شرکتهای دارای امکان جهت انتشار صکوک لیست شده و با استفاده از آزمون درخت تصمیم به شرح ذیل اقدام شده است.

جدول شماره (۳)

ردیف	صنعت	شرکتهای موجود	شرکتهای باقی مانده	شرکتهای حذف شده	درصد حذف	حجم دارائیهای
1	نفت و پتروشیمی	66	45	21	32%	485,531,648
2	بانک و بیمه	35	16	19	54%	410,029,633

234,725,797	43%	22	29	51	خودرو	3
234,167,206	47%	17	19	36	خدماتی	4
225,605,328	51%	21	20	41	فلزات	5
191,286,866	42%	20	28	48	سرمایه گذاری	6
98,041,915	60%	21	14	35	ماشین آلات و تجهیزات	7
72,793,668	28%	18	47	65	ساختمان	8
40,431,978	41%	11	16	27	معادن	9
35,158,131	48%	26	28	54	غذایی	10
31,123,189	26%	9	26	35	دارو	11
13,126,801	25%	2	6	8	واسطه مالی	12
2,776,617	55%	6	5	11	محصولات چوبی	13
1,318,158	92%	23	2	25	نساجی	14
۲,۰۷۶,۱۱۶,۹۳۵	44%	236	301	537	جمع کل	

در مرحله اول از ۵۳۷ شرکت بورسی ۸۹ مورد بدلیل عدم وجود اطلاعات مالی حذف شده اند. چرا که یکی از شرایط امکان انتشار اوراق صکوک برای شرکتها وجود صورتهای مالی حسابرسی شده می باشد.

جدول شماره (۴)

شرکتهای پذیرفته شده در بورس				
گروه اول				
کد	طبقه بندی	درصد	تعداد	حجم دارائیا
A	دارای اطلاعات مالی	83%	448	5,290,274,869
B	بدون اطلاعات مالی	17%	89	31,742,084
	جمع	100%	537	5,322,016,953

از شرکتهای باقیمانده به تعداد ۴۴۸ شرکت بورسی که دارای اطلاعات مالی بوده اند طی مرحله دوم آزمون درخت تصمیم، شرکتهایی که نسبت بدهی آنها بیشتر از ۹۰٪ می باشد به تعداد ۵۸ مورد حذف شده اند. این مرحله یکی از شرایط اساسی در انتشار اوراق صکوک طبق دستور العمل مربوطه می باشد.

جدول شماره (۵)

شرکتهای دارای اطلاعات مالی	
بدون فیلتر کردن	گروه دوم

کد	طبقه بندی	درصد	تعداد	حجم دارائیهها	درصد	تعداد	حجم دارائیهها
A	نسبت بدهی کمتر از ۹۰٪	87%	390	2,429,478,426	78%	420	2,446,147,098
B	نسبت بدهی بیشتر از ۹۰٪	13%	58	2,860,796,443	22%	117	2,875,869,855
	جمع	100%	448	5,290,274,869	100%	537	5,322,016,953

از شرکتهای باقیمانده به تعداد ۳۹۰ شرکت بورسی که داراینسبت بدهی کمتر از ۹۰٪ بوده اند طی مرحله سوم آزمون درخت تصمیم، شرکتهایی که مجموع جریان نقدی ۲ ساله اخیر منفی می باشد به تعداد ۵۳ مورد حذف شده اند. این مرحله نیز یکی از شرایط اساسی انتشار اوراق صکوک می باشد.

جدول شماره (۶)

شرکتهای دارای نسبت بدهی کمتر از ۹۰٪							
بدون فیلتر کردن			گره سوم				
کد	طبقه بندی	درصد	تعداد	حجم دارائیهها	درصد	تعداد	حجم دارائیهها
A	مجموع جریان نقدی ۲ ساله اخیر مثبت	86%	337	2,107,374,785	78%	420	4,809,105,550
B	مجموع جریان نقدی ۲ ساله اخیر منفی	14%	53	322,103,641	22%	117	512,911,403
	جمع	100%	390	2,429,478,426	100%	537	5,322,016,953

از شرکتهای باقیمانده به تعداد ۳۳۷ شرکت بورسی که دارایمجموع جریان نقدی ۲ ساله اخیر مثبت بوده اند طی مرحله چهارم آزمون درخت تصمیم، شرکتهایی که حجم دارائیهها کمتر از ۵۰ میلیارد می باشد به تعداد ۳۶ مورد حذف شده اند.

جدول شماره (۷)

شرکتهای دارای مجموع جریان نقدی ۲ ساله اخیر مثبت							
بدون فیلتر کردن			گره چهارم				
کد	طبقه بندی	درصد	تعداد	حجم دارائیهها	درصد	تعداد	حجم دارائیهها
A	حجم دارائیهها بیشتر از ۵۰ میلیارد	89%	301	2,076,116,935	82%	438	5,281,615,267
B	حجم دارائیهها کمتر از ۵۰ میلیارد	11%	36	31,257,850	18%	99	40,401,686

5,322,016,953	537	100%	2,107,374,785	337	100%	جمع
---------------	-----	------	---------------	-----	------	-----

جهت شرکتهایی که بعد از چهار مرحله مذکور امکان انتشار صکوک برای آنها وجود دارد به تعداد ۳۰۱ مورد بالغ می شود که با توجه به جدول ذیل، که مربوط به شرکتهایی است که تاکنون اقدام به انتشار اوراق صکوک نموده اند، اقدام به برآورد میزان مبلغ تامین مالی از روش انتشار اوراق صکوک نموده ایم.

جدول شماره (۸)

ردیف	شرح	عمر	نرخ اجاره	مبلغ
1	هوایمایی ماهان	4	17.5	1,201,500
2	بانک سامان	4	17.5	1,000,000
3	سرمایه گذاری امید	4	17.5	1,087,000
	میانگین			
				1,096,167

در نتیجه از کلیه شرکتهای بورسی به تعداد ۳۰۱ مورد با فرض انتشار صکوک به مبلغ ۱,۰۹۶,۱۶۷

میلیون ریال صکوک منتشر شده به مبلغ ۳۲۹,۹۴۶,۱۶۷ میلیون ریال برآورد می گردد

جدول شماره (۹)

ردیف	شرح	تعداد شرکت	حداقل مبلغ تسهیلات	حداکثر مبلغ تسهیلات	حجم دارائیهها	میانگین دارائیهها
۱	انتشار اوراق صکوک	301	329,946,167	کل دارائیهها	4,152,233,870	6,897,398

۳.۳. امکان اخذ تسهیلات

براساس جدول زیر کلیه شرکتهای بورس در قلمرو زمانی تحقیق مذکور بالغ بر ۵۳۷ شرکت می باشد که امکان سنجی اخذ تسهیلات طی ۴ مرحله با توجه به شرایط اساسی (ماخذ بخشنامه های بانک مرکزی و بسته سیاستی - نظارتی بانک مرکزی و اصلاحیه قانون تجارت ماده ۱۴۱) فیلتر شده نهایتاً ۳۶۳ شرکت به عنوان شرکتهای دارای امکان جهت انتشار صکوک لیست شده است برای این کار به شرح ذیل و با استفاده از آزمون درخت تصمیم به اقدام شده است.

۱. حذف شرکتهایی که فاقد اطلاعات مالی در طی دو سال اخیر می باشند.

۲. حذف شرکتهایی که نسبت بدهی آنها بیش از ۹۰٪ می باشد.

۳. حذف شرکتهایی که امکان اخذ تسهیلات ندارند.

۴. حذف شرکتهایی که تداوم فعالیت ندارند. (اصلاحیه قانون تجارت ماده ۱۴۱)

پس از انجام گره های اشاره شده فوق طبق رویه شرح داده شده جهت صکوک (جداول ۴ تا ۹)، از شرکتهای باقیمانده به تعداد ۳۶۳ شرکت بررسی که جزء شرکتهای دارای تداوم فعالیت بوده اند طی مرحله چهارم آزمون درخت تصمیم، حجم تسهیلات اعطایی برآورد شده است. بر این اساس با توجه به بسته سیاستی - نظارتی بانک مرکزی ۱۰ برابر سرمایه پایه ثبت شده به کسر مانده تسهیلات اخذ شده تا تاریخ پایان سال ۱۳۹۱ مورد محاسبه قرار گرفته است.

بر این اساس از کلیه شرکتهای بررسی به تعداد ۳۶۳ مورد به میزان 3,968,892,798 ریال امکان ایجاد تسهیلات وجود دارد و این شرکتها نیز از میانگین حجم دارایی به میزان ۵,۹۰۸,۷۶۸ برخوردار می باشند.

انتشار اوراق مشارکت

براساس جدول زیر کلیه شرکتهای بورس در قلمرو زمانی تحقیق مذکور بالغ بر ۵۳۷ شرکت می باشد که امکان سنجی انتشار اوراق مشارکت طی ۴ مرحله با توجه به شرایط اساسی (مابعد بخشنامه های بانک مرکزی و قانون انتشار اوراق مشارکت) فیلتر شده نهایتاً ۲۴۷ شرکت به عنوان شرکتهای دارای امکان جهت انتشار اوراق مشارکت لیست شده است برای این کار به شرح ذیل و با استفاده از آزمون درخت تصمیم به شرح ذیل اقدام شده است.

۱. حذف شرکتهایی که فاقد اطلاعات مالی در طی دو سال اخیر می باشند.

۲. حذف شرکتهایی که فاقد سود آوری طی ۲ سال اخیر می باشند می باشند.

۳. حذف شرکتهایی که دارای زیان انباشته می باشند.

۴. حذف شرکتهایی که عدم امکان اجرای طرح دارند.

پس از انجام گره های اشاره شده فوق طبق رویه شرح داده شده جهت صکوک (جداول ۴ تا ۹)، از کلیه شرکتهای بررسی به تعداد ۲۴۷ مورد به مبلغ بسته به طرحریال امکان انتشار اوراق مشارکت دارند و این شرکتها از حجم میانگین دارائیهها به ۱۵,۱۴۴,۰۰۶ مبلغ برخوردارند.

۳،۴. انتشار اوراق قرضه

با توجه به ممنوعیت شریعت اسلام هیچ امکانی برای انتشار اوراق قرضه وجود ندارد.

جمع بندی سه فرضیه اول در جدول زیر میسر می باشد:

جدول شماره (۱۰) ارقام به میلیون ریال

ردیف	شرح	تعداد شرکت	حداقل مبلغ تسهیلات	حداکثر مبلغ تسهیلات	حجم دارائیهها	میانگین دارائیهها
۱	انتشار اوراق صکوک	301	329,946,167	کل دارائیهها	4,152,233,870	6,897,398
۲	انتشار اوراق مشارکت	۲۴۷	بسته به طرح	بسته به بانک مرکزی	3,740,569,390	۱۵,۱۴۴,۰۰۶
۳	انتشار اوراق قرضه	۰	۰	۰	۰	۰
۴	اخذ تسهیلات بانکی	۳۶۳	۰	3,968,892,798	2,144,882,734	۵,۹۰۸,۷۶۸

جدول شماره (۱۱)

مقایسه روش های تأمین مالی									
نوع روش تأمین مالی	مبتنی بر	انعطاف پذیری نرخ	انعطاف پذیری مدت	عدم نیاز به آورده بان	عدم نیاز به وثیقه جداگانه	فاقد محدودیت در نوع مصرف	اجماع فقهی	امکان شناسایی سود از فروش دارایی	کنترل نقدینگی سرگردان بازار سرمایه
صکوک	دارایی	بلی	بلی	بلی	بلی	بلی	بلی	بلی	بلی
اوراق مشارکت	اوراق بدهی	خیر	خیر	خیر	خیر	خیر	خیر	خیر	بلی
اوراق قرضه	اوراق بدهی	خیر	خیر	بلی	بلی	بلی	بلی	خیر	بلی
تسهیلات بانکی	اوراق بدهی	خیر	خیر	بلی/خیر	بلی/خیر	بلی/خیر	خیر	خیر	خیر

۴. نتایج فرضیه های تحقیق و تفسیر یافته های آن

فرضیه اول:

۱- تامین مالی به روش صکوک نسبت به اوراق قرضه مطلوبتر می باشد.

در خصوص انواع روشهای تامین مالی اوراق قرضه با توجه به ربوی بودن آن، امکان انتشار آن در کشور وجود ندارد و در کشورهای مسلمان نیز استقبال چندانی از آن صورت نمی گیرد و از طرفی حذف این روش تامین مالی از اقتصاد، مشکلاتی برای بنگاهها بوجود می آورد. لذا در این خصوص با توجه به عدم مشروعیت اوراق قرضه و ویژگی های تامین مالی از طریق صکوک (جدول ۱۱) و غیرربوی بودن آن نتیجه میگیریم که که تامین مالی به روش صکوک مطلوب بوده و جایگزین مناسبی جهت حذف اوراق قرضه می باشد.

فرضیه دوم:

۲- تامین مالی به روش صکوک نسبت به اوراق مشارکت مطلوبتر می باشد.

در خصوص انواع روشهای تامین مالی یک سری قوانین، مقررات، متعدد از ناحیه مراجع قانونی و ذیصلاح چون بورس، بانک مرکزی و... وجود دارد که می تواند به عنوان عوامل محدود کننده شرکتها جهت تامین مالی باشد و همچنین هر چند که میانگین دارائیهای شرکتهایی که جهت انتشار اوراق مشارکت شرایط لازم را دارند دو برابر میانگین شرکتهایی که دارای شرایط انتشار اوراق صکوک می باشند ولی با توجه به ظرفیت حجم کل دارائیهای قابل استفاده جهت انتشار اوراق صکوک با فرض حداقل دو برابر شدن حجم دارائیهای در تجدید ارزیابی و نیز کاهش ارزش دارائیهای بدلیل ارزش وثیقه ای پایین این دارائیهای از نظر وام دهنده و ویژگی های منحصر به فرد تامین مالی از طریق صکوک نسبت به اوراق مشارکت (جدول ۱۱)، لذا در مقایسه دو روش تامین مالی مذکور، روش انتشار اوراق صکوک نسبت به مشارکت برتری داشته و شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار جهت انتشار اوراق صکوک تنها شرایط بهتری دارند بلکه با توجه به ویژگی های انواع صکوک که حدود ۱۴ مورد می باشد حالتی متنوعی برای شرکتها متصور می باشد و این امکان را برای شرکتها فراهم می نماید تا با هزینه کمتری به تامین مالی بپردازند.

فرضیه سوم:

۳- تامین مالی به روش صکوک نسبت به وام بانکی مطلوبتر می باشد.

در خصوص انواع روشهای تامین مالی یک سری قوانین، مقررات، متعدد از ناحیه مراجع قانونی و ذیصلاح چون بورس، بانک مرکزی و... وجود دارد که می تواند به عنوان عوامل محدود کننده شرکتها جهت تامین مالی باشد همچنین با توجه به اینکه میانگین دارائیهای شرکتهایی که امکان انتشار اوراق صکوک را دارند بیش از میانگین دارائیهای شرکتهایی که دارای شرائط جهت اخذ وام بانکی می باشند، و ظرفیت حجم کل دارائیهای قابل استفاده جهت انتشار اوراق صکوک با فرض حداقل دو برابر شدن حجم دارائیهای در تجدید ارزیابی که بیش از ظرفیت حداکثر مبلغ تسهیلات براساس جدول فوق می باشد و ویژگی های منحصر به فرد تامین مالی از طریق انتشار صکوک نسبت به اخذ تسهیلات بانکی (جدول ۱۱) در این خصوص در مقایسه دو روش تامین مالی مذکور، روش انتشار اوراق صکوک نسبت به امکان اخذ تسهیلات مالی برتری داشته و شرکتها پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار جهت انتشار اوراق صکوک تنها شرایط بهتری دارند بلکه با توجه به انواع صکوک که حدود ۱۴ مورد می باشد حالتها متنوعی برای شرکتها متصور می باشد و این امکان را برای شرکتها فراهم می نماید تا با هزینه کمتری به تامین مالی بپردازند.

فرضیه چهارم

۴- مدیران نسبت به مکانیسم انتشار اوراق صکوک شناخت کافی دارند.

افراد پاسخ دهنده از نظر نوع مدرک تحصیلی به سه طبقه دکترا، کارشناسی ارشد و کارشناسی تقسیم می شوند. که ۷۷٪ آنها در رده تحصیلی کارشناسی ارشد و دکترا می باشد و رشته تحصیلی ۷۲٪ افراد پاسخ دهنده حسابداری با بیش از ۵ سال سابقه می باشد. بر اساس آزمون محاسبه شده میانگین یک جامعه در مورد فرضیه پژوهشیمذکور، نتیجه کل حاکی از آن است که فرض آماری H_0 رد و H_1 تایید می شود بدین معنی موانع قانونی با چالشهای موجود در انتشار اوراق صکوک ارتباط معنا داری دارد. و با توجه به بررسی تک تک سئوالات مربوط به فرضیه چهارم در میابیم که کلیه سئوالات در راستهای فرضیه مذکور بوده و نشان می دهد که مدیران نسبت به مکانیسم انتشار اوراق صکوک شناخت دارند.

در این مطالعه بیان شد که سرمایه و نحوه تامین آن یکی از مباحث مهم اقتصاد مالی است و یکی از راههای تامین مالی 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، بنابراین باید جایگزینهایی برای آن یافت. یکی از این جایگزینهای مورد استفاده اوراق مشارکت است که نقایص و کاستیهای آن به اختصار مشخص گردید و گفته شد که یکی از جایگزینهای دیگر که می تواند مورد استفاده قرار گیرد، اوراق صکوک و به ویژه صکوک اجاره می باشد. این اوراق نیز معرفی و ویژگیهای آن و

همچنین تاریخچه ای از استفاده این اوراق به وسیله سایر کشورها بیان شد. نتایج به دست آمده در این مطالعه نشان می دهد که:

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

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

۳- 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 آنها.

د: تعیین نرخ صکوک به صورت رقابتی و آزاد.

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.

۵. نتیجه گیری

نحوه تأمین مالی غیر ربوی جهت فعالیت های اقتصادی از جمله مهمترین مباحث در اقتصاد کشورهای مسلمان است براین اساس چگونگی جذب و تجهیز منابع از طرق غیر ربوی و جایگزین روشهای ربوی اهمیت زیادی دارد. در این میان نقش ابزارهای مالی در فرایند جذب و تجهیز منابع و هدایت آنها به سمت فعالیت های مولد مورد توجه است. لذا در سال حماسه اقتصادی توسعه نظام مالی از طریق تنوع بخشیدن به ابزارهای مالی، و معرفی نحوه تأمین مالی صکوک بعنوان روش تأمین مالی کم ریسک که دارای خصوصیات منحصر به فرد و متنوع در میان روشهای تأمین مالی با پشتوانه ای از دارایی ها است می تواند ذهنیت سرمایه گذارانی که به دنبال روش های کم ریسک با تضمین مناسب هستند را به سمت سرمایه گذاری در این روش سوق دهد که در این راستا تبلیغات رسانه ای و آگاهی مدیرات تصمیم گیر در صنایع مختلف جهت توسعه روش تأمین مالی صکوک کمک شایانی می نماید و از طرفی کاهش بروکراسی اداری و حذف موانع

قانونی و وقت گیر جهت تسریع در انتشار اوراق صکوک و ایجاد شرکت‌ها و موسسات خدمات تأمین مالی جهت انجام کلیه امور اداری از طرف بانی می‌تواند عمده‌ای از این موانع را برطرف نماید و ضروری است با توجه به مشخص شدن حداقل ظرفیت انتشار اوراق صکوک در شرکت‌های مورد تحقیق (که بسیار بالاتر از ظرفیت در سایر روش‌های تأمین مالی می‌باشد) زیرساخت‌های لازم جهت انتشار روش‌های متنوع صکوک متناسب با فعالیت‌های مختلف اقتصادی اقدام گردد و با تعیین نرخ صکوک به صورت رقابتی باعث رقابتی شدن این بازار و جلوگیری از خروج نقدینگی از بازار سرمایه شوند.

۶. پیشنهادات برای تحقیقات آتی

۱- بررسی مزایای سرمایه گذاری در اوراق صکوک از دیدگاه سرمایه گذاران نسبت به سایر روشها.

۲- بررسی محدودیتهای قانونی موجود در روشهایتامین مالیاز دیدگاه وام دهنده و وام گیرنده.

۳- بررسی ظرفیتهای و مزایای صکوک در صنایع مختلف.

۴- بررسی مزایای روشهای متنوع صکوک نسبت به یکدیگر.



منابع و ماخذ

الف. فارسی

۱. پهلوان حمید (۱۳۸۶)؛ «بازار صکوک» ماهنامه بورس؛ فروردین ۱۳۸۶
۲. پهلوان، حمید و رضوی، سید روح الله، ۱۳۸۶ش، اوراق صکوک: تعریف، انواع و ساختار، تهران: مدیریت پژوهش توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار.
۳. سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۸۶ش، ضوابط ابزار مالی اوراق اجاره، تهران: دی وبهمن.
۴. سروش، ابوذر، ۱۳۸۶ش، «بررسی صکوک اجاره»، تهران: ماهنامه بورس، ش ۶۵، مرداد.
۵. صالح آبادی، علی، ۱۳۸۴ش، «بررسی اوراق قرضه اسلامی در مالزی از دیدگاه فقها مامیه» تهران: فصلنامه پژوهشی دانشگاه امام صادق، ش ۲۵.
۶. صالح آبادی، علی و اشرف زادگان، سید رضا، (۱۳۹۰)، "طراحی مدل مفهومی ریسک اوراق بهادار رهنی با استفاده از معادلات ساختار یافته"، فصلنامه تحقیقات حسابداری و حسابرسی، انجمن حسابداری ایران، سال سوم، شماره دوازده.
۷. تهرانی، رضا و حصار زاده، رضا، (۱۳۸۸)، تأثیر جریان های نقدی آزاد و محدود در تأمین مالی بر بیش سرمایه گذاری و کم سرمایه گذاری، فصلنامه تحقیقات حسابداری و حسابرسی، انجمن حسابداری ایران، سال اول، شماره سوم.
۸. مصوبات کمیته فقهی بورس اوراق بهادار، بورس اوراق بهادار،

ب: انگلیسی

9. Accounting and Auditing Organization For Islamic Financial Institutions, ۲۰۰۲, Shari`a standard No. (۱۸): Investment Sukuk. Manama, November.
10. Accounting and Auditing Organization For Islamic Financial Institutions, Shari'a Standard No. (۱۷): Investment Sukuk, ۲۰۰۴.
11. Adam, Nathif J. Islamic Bonds: Your Guide to Issuing, Structuring and Investing in Sukuk, Euromoney Books, London, ۲۰۰۴.

Feasibility Sukuk issued in comparison with other methods of financing in The companies listed on the Stock Exchange

Abstract

Capital is one of the main factors of production.

Governments and financial companies to start or continue a business that requires funding.

The capital of the state property owners supplied or obtained through the financing process.

For financing, there are various methods and instruments, each with its own characteristics and properties.

Depending on your needs, financial, and economic institutions and the diversity of people's behavior in terms of investment and exposure to risk, and explain the tools and methods are employed.

One of the important aspects of finance, securitization of assets into a new financial instruments for the process of converting assets into bonds, Sukuk bonds which it is used in Islamic countries.

Key words: Sukuk issuance ,Participation papers ,Bonds issuance and obtain banking facilities

