



جذب منابع مالی از طریق

انتشار اوراق بهادار اسلامی Sukuk

۱- محاسبات هر پروژه باید واضح و جداگانه در آگهی فروش بیاید.

۳- **سکوک مشارکت:**
 قرارداد مشارکت بین دو طرف منعقد می گردد که درصد مشخصی سرمایه می آورند و به چگونگی انجام کار آگاهند.
 هر شریک درصدی از سود یا زیان را به نسبت سهم شرکت اش دریافت می کند.
 - سکوک مشارکت برای سرمایه گذاری میان تا بلند مدت است و اصل و بازده مورد انتظار در سرمایه گذاری تضمین نمی شود.
 - آگهی فروش سکوک مشارکت باید شامل اطلاعات شفاف از پروژه، روابط و تعهدات بین طرفین قرارداد و نسبت تقسیم سود در هر قرارداد باشد.
 - محاسبات هر پروژه باید واضح و جداگانه در آگهی فروش بیاید.

روش کار:
 - شرکت منتشرکننده سکوک وارد قرارداد مشارکتی برای مدت ۵ سال می شود و نرخ سهم سود بین شرکت منتشرکننده سکوک و شرکت مالک دارایی ۸۰ به ۲۰ است.
 - شرکت مالک دارایی، زمین یا دارائی های فیزیکی را به مشارکت می گذارند.
 - شرکت منتشرکننده سکوک، وجه نقد را به مشارکت می گذارد. (با فرایند انتشار اوراق)
 - قرارداد مشارکت، شرکت مالک دارایی را به عنوان یک آژانس برای توسعه زمین با وجه نقدی که تزریق می شود، معرفی می نماید. و سپس دارائیهای توسعه یافته اجاره یا به فروش می رسند.
 - در عوض آژانس یک سود ثابت بعلاوه سود متغییر بدست می آورد. ۲۰ درصد از سود خالص حاصله متعلق به شرکت مالک دارایی (آژانس) است و از ۸۰ درصد باقیمانده، مبلغی را (لایبور + مارجین) به شرکت منتشرکننده سکوک می پردازد و مازاد نیز به عنوان کارمزد برای آژانس می ماند.

قانون حاکم
 در صورتی که اوراق Sukuk به صورت بین المللی عرضه شود، قانون حاکم بر

۱- سکوک سلف:
 غلات و اخیراً برای خرید نفت، معادن آهن و مس، عرضه برق و ... بکار می رود.
 - جذابیت سکوک سلف، برای خریداران در این است که کالایی را با تخفیف خریداری می نمایند.
 - سکوک های سلف، معمولاً با سررسید یکساله می باشند. (سرمایه گذاری کوتاه مدت)
 بازده سکوکهای سلف به شکل ذیل محاسبه می شود:
 + بازده یا درآمد ناشی از قراردادهای سلف بعد از دریافت کالا در آینده و فروش آن
 - هزینه های عملیاتی
 - هزینه های غیر عملیاتی (ضرر در قراردادها)

[بازده خالص سهامداران در قرارداد سلف فروشنده متعهد می شود در عوض بهای معلوم که نقداً از پیش دریافت می نماید، کالای مشخصی در آینده به خریدار تحویل دهد].

۲- سکوک مضاربه:
 مضاربه قراردادی است بین دو طرف:
 ۱- صاحب سرمایه که پول دارد، ولی تجربه ای ندارد. (سرمایه گذار)
 ۲- صاحب تجربه که پول ندارد. (مضارب)
 مضارب درصد توافق شده از سود را دریافت می کند و اگر سودی حاصل نشد، دریافتی نخواهد داشت. زیان بر عهده سرمایه گذار است، مگر اینکه قصور و کوتاهی از جانب مضارب باشد.
 - سکوک مضاربه برای سرمایه گذاری از کوتاه تا میان مدت است و اصل و بازده مورد انتظار
 سرمایه گذاری، تضمین نمی شود. اما مضارب می تواند ضمانت شخص ثالث را بیاورد.
 - آگهی فروش سکوک مضاربه باید شامل اطلاعات شفاف از طرح، روابط و تعهدات بین طرفین قرارداد و نسبت تقسیم سود باشد.

قراردادهای مرتبط با روند خرید و فروش اوراق و اسناد مربوط به معامله آنها، معمولاً یکی از سیستمهای قضایی بین المللی می باشد (قوانین انگلستان، فرانسه و...) در مورد نحوه عملکرد منتشرکننده اوراق نیز، قانون حاکم معمولاً همان قوانین کشور متبوع منتشرکننده می باشد. در صورتی که اوراق Sukuk برای عرضه در همان کشور منتشر گردد، تمامی قراردادها و اسناد مربوط به روند انتشار و فروش اوراق از قانون همان کشور تبعیت می نماید.

مسائل و مشکلات احتمالی مربوط به تامین مالی از طریق انتشار اوراق Sukuk

- کمبود نقدینگی در بازار که مانع از خرید اوراق می گردد؛
- عدم اطلاع رسانی کافی به سرمایه گذاران بین المللی؛
- مشکلات مربوط به ارزیابی ریسک و بازده؛
- در دسترس نبودن ملاک و معیار مناسب برای ارزیابی ریسک و بازده؛

سوابق و حجم انتشار اوراق Sukuk

نخستین بار اوراق Sukuk توسط شرکت مالزیایی Guthrie Berhad (بزرگترین شرکت فعال در زمینه کشت و زرع در مالزی) در سال ۲۰۰۱ منتشر گردید و تا تاریخ ۱۱ نوامبر سال ۲۰۰۵ حجم این اوراق به ۹/۶ میلیارد دلار رسید. پیش بینی می شود این مبلغ در سال ۲۰۰۶ به ۱۰ میلیارد دلار برسد. در بازار ۹/۶ میلیارد دلاری اوراق Sukuk بانکهای ذیل را می توان به عنوان عمده ترین بانکهای عامل نام برد:

Commerce International Merchant Bankers Berhad (%26/5)
HSBC (%13/4)
AmMerchant Bank Berhad (%9/1)
MIMB (%6/2)
RHB Sakura (%4/6)
Dubai Islamic Bank (%4)
Citigroup (%3/2)

در ۱۲ ماه گذشته مؤسسه International Finance Corporation و بانک بین المللی توسعه و بازسازی Bank for Reconstruction and Development International که به بانک جهانی وابسته می باشند در مالزی ۳۵۰ میلیون دلار اوراق Sukuk منتشر نموده اند. در ۱۰ دسامبر ۲۰۰۵، اعلام شد که بیشترین حجم انتشار Sukuk تا کنون، به مبلغ ۲/۸ میلیارد دلار توسط شرکت منطقه آزاد و گمرکات دویی ارائه شده و به زودی اوراق مربوطه به فروش می رسد.

رویکرد بانک توسعه اسلامی در انتشار اوراق Sukuk

در اوایل ظهور اوراق سکوک، بانک توسعه اسلامی بخشی از دارایی های برگرفته از عقود اسلامی به ارزش ۴۰۰ میلیون دلار را به موسسات انتشار دهنده اوراق منتقل نمود. بانک مذکور عملکرد سکوک مذکور را تضمین و از دارندگان اوراق به عنوان تامین کننده نقدینگی و خریداران نهایی اوراق در سررسید، حمایت نمود. چنین تضامینی دلیل کافی برای اخذ رتبه اعتباری AAA و یا AA از موسسات رتبه بندی بین المللی بود.

مقایسه Sukuk با روشهای متداول جذب منابع از طریق انتشار اوراق بهادار

اوراق قرضه اسلامی یا سکوک نوعی سند تامین مالی اسلامی تلقی می شود که وجه تمایز آن از اوراق قرضه متداول در بازارهای مالی بین المللی، نرخ سود آن

است. از دیگر اوراق متداول جهت جذب منابع مالی می توان به موارد ذیل اشاره کرد:

۱- به موجب ماده ۵۲ از قانون اصلاح قسمتی از قانون تجارت مصوب ۱۳۴۷ ورقه قرضه، ورقه قابل معامله ای است که معرف مبلغی وام است با بهره معین. در ماده ۵۳ همین قانون آمده است دارندگان اوراق قرضه در اداره امور شرکت هیچ گونه دخالتی نداشته و فقط بستانکار شرکت محسوب می شوند. (این بخش از قانون تجارت توسط شورای نگهبان خلاف شرع شناخته شده و از درجه اعتبار ساقط است.)

۲- در نظام بانکداری بدون ربا در جمهوری اسلامی ایران اوراق مشارکت بر اساس ماده ۲

قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت، اوراق بهادار با نام یا بی نامی است که به موجب این قانون به قیمت اسمی مشخص برای مدت معین منتشر می شود و به سرمایه گذارانی که قصد مشارکت در اجرای طرحهای موضوع ماده (۱) را دارند واگذار می گردد. دارندگان این اوراق به نسبت قیمت اسمی و مدت زمان مشارکت، در سود حاصل از اجرای طرح شریک خواهند بود.

مذاقه در تعریف اوراق مشارکت نشان می دهد که:

- این اوراق از لحاظ مفهومی بسیار شبیه سکوک می باشد با این تفاوت که شیوه اجرایی و انتشار اوراق مشارکت بسیار ساده تر و قابل فهم تر از نحوه انتشار سکوک است.

- از آنجائیکه خریداران اوراق مشارکت عموم مردم می باشند، نرخ سود توسط بانک مرکزی تضمین می گردد، در صورتیکه خریداران سکوک در ریسک حاصله سهام می باشند، لذا شرکتهای سرمایه گذاری عمدتاً متقاضی این اوراق هستند. توضیح اینکه فقه اهل تسنن در برخی موارد با فقه امامیه دارای تفاوتی می باشد که این تفاوتها اثر خود را در شکل گیری عقود نشان می دهد. به عنوان مثال عقد خرید دین از نظر فقهای امامیه عقدی جایز و صحیح است اما برخی از فقهای اهل تسنن چنین عقدی را ربوی می دانند. آقای آرائی در توضیحات خود درباره سکوک آورده است: «مهمترین اقدام به منظور انتشار اوراق Sukuk تعیین داراییهای پایه می باشد. با توجه به این که بر اساس اصول شریعت اسلامی خرید و فروش دین مجاز نمی باشد، این داراییها که در ترازنامه مؤسسه منتشر کننده اوراق درج گردیده است لزوماً نباید از مطالبات ناشی از قراردادهای اسلامی (از قبیل مرابحه و استصناع) باشد.»

جمع بندی:

بطور کلی پنج نوع اوراق جهت جذب منابع مالی وجود دارد:

- اوراق قرضه: راهکاری جهت جذب منابع مالی از بازارهای بین المللی،
- اوراق مشارکت: راهکاری جهت جذب منابع مالی از بازار داخلی،
- اوراق سهام: راهکاری جهت جذب منابع مالی از بازار داخلی،
- اوراق Securitization: راهکاری جهت جذب منابع مالی از بازارهای بین المللی،
- اوراق سکوک: راهکاری جهت جذب منابع مالی از بازار داخلی و همچنین بازار کشورهای اسلامی،

منابع:

۱- خلاصه سه سخنرانی آقای آرائی شامل:

Structuring Sukuk Transactions

Corporate Finance Sukuk

Project Finance Sukuk

۲- کتاب Islamic Finance, another form of financial engineering نوشته دکتر محمود

الشحابی،

۳- جزوه Current Issues in Islamic Banking نوشته دکتر منور اقبال،