



تأمین مالی از طریق اوراق منفعت در بازار بدهی ایران



امیر حسین شجاعی زرقانی

دانشجوی کارشناسی ارشد رشته معارف اسلامی و مدیریت مالی دانشگاه امام صادق (ع)

چکیده

سرمایه به عنوان یکی از اصلی ترین منابع اقتصادی شناخته می شود و چگونگی تأمین آن برای پیشبرد اهداف در پروژه های اقتصادی صنایع و شرکت ها، اهمیت بسیار زیادی دارد. در نظام مالی متعارف، روش های متنوعی مانند انتشار اوراق قرضه برای تأمین منابع مالی مورد نیاز وجود دارد، با این حال در نظام مالی اسلامی به دلیل خاصیت ربوی بودن این روش های تأمین مالی، استفاده از آنها به همان نحوی که در نظام مالی متعارف رایج است، غیرممکن می باشد. پژوهشگران حوزه مالی اسلامی با استفاده از نوآوری های خود، در صدد طراحی ابزارهای نوین تأمین مالی اسلامی بوده اند. اوراق منفعت به عنوان یکی از انواع اوراق بهادار، در کنار سایر صکوک همچون اوراق اجاره، اوراق مشارکت و... قرار می گیرد که در سال های گذشته وارد ادبیات مالی اسلامی ایران شده است. امروزه از جمله مهم ترین مسئله های موجود در شرکت های سهامی عام و خاص و همچنین دولت، تأمین منابع مالی مورد نیاز جهت پیشبرد پروژه های اقتصادی در حوزه تحقیق و توسعه یا پرداخت بدهی های آنها است. تا به امروز، پژوهش های انجام شده حول این اوراق، عمدتاً در جهت معرفی، شناخت و بررسی ریسک های موجود و نیز شناخت ارکان انتشار این اوراق بوده است و پژوهشی کاربردی راجع به انواع روش های تأمین مالی از طریق انتشار اوراق مذکور برای شرکت های سهامی عام و خاص، از طریق مرور روش های انتشار این اوراق به همراه تحلیل آماری آنها انجام نشده است. در این پژوهش، ضمن ارائه تعریفی از اوراق منفعت و معرفی انواع آن، همچنین تشریح ارکان و مدل عملیاتی انتشار اوراق مذکور، به تحلیل آماری ۱۵ تجربه ای انتشار اوراق منفعت در بازار بدهی فرابورس ایران پرداخته شده است. نتایج حاکی از آن است که دولت بیشترین سابقه را در انتشار اوراق منفعت و بیشترین ارزش را در تأمین مالی از طریق انتشار این اوراق داشته است. در مجموع، از بین انواع پنج گانه اوراق منفعت، در ایران فقط سه نوع از آن منتشر شده است و دو نوع دیگر همچنان فاقد سابقه انتشار می باشد. طی سال های ۱۳۹۸ و ۱۳۹۹، شاهد بیشترین حجم و ارزش انتشار اوراق منفعت بوده ایم، اما در سال های ۱۴۰۰ و ۱۴۰۱، موردی از انتشار اوراق مذکور گزارش نشده است. در نهایت، با مقایسه نرخ سود اوراق منتشر شده با نرخ سود سپرده های بانکی، مشخص شد که نرخ سود این اوراق همواره از نرخ سود بانکی بالاتر بوده است تا جذابیت خود را برای خریداری توسط سرمایه گذاران حفظ کند.

در واقع، اوراق منفعت از جمله ابزارهای مالی انتفاعی با سود متغیر است.

در این پژوهش، ابتدا با استفاده از روش کتابخانه‌ای و بر اساس منابع و اطلاعات موجود، به تعریف جامعی از اوراق منفعت می‌پردازیم و ضمن بیان ارکان انتشار و ترسیم مدل عملیاتی انتشار اوراق منفعت، انواع اوراق منفعت قابل انتشار را در ۵ دسته تشریح خواهیم کرد. در ادامه، بر اساس داده‌های مستخرج از شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه، شرکت فرابورس ایران و بانک اطلاعات سری‌های زمانی اقتصادی، به تحلیل آماری همه ۱۵ اوراق منفعت منتشر شده در بازار بدهی فرابورس ایران تا پایان سال ۱۴۰۱ خواهیم پرداخت.

پیشینه پژوهش

در سال‌های اخیر، پژوهش‌های زیادی در مورد ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)، صورت گرفته است. با این حال، در خصوص اوراق منفعت به‌ویژه طراحی الگو برای تأمین مالی پروژه‌های اقتصادی از طریق اوراق مذکور و همچنین مطالعه موردی اوراق منتشر شده و تحلیل آماری آنها، پژوهش‌های قابل توجهی به چشم نمی‌خورد که مرور آنها یادآور تجربه‌ای موفق از انتشار این اوراق برای یک شرکت باشد و بتواند نظر مدیران شرکت‌ها و صنایع مختلف را به خود جلب کند. پژوهش‌های انجام شده، تاکنون حول تعاریف و مبانی فقهی و اسلامی این اوراق بوده که در ادامه خلاصه آنها ذکر شده است:

قحف (۱۹۹۸) در مقاله‌ای به موضوع «استفاده از اوراق منفعت در تأمین مالی خدمات عمومی» می‌پردازد. حبیبیان نقیبی (۱۳۸۴) در مقاله خود با عنوان «درآمدی بر اوراق منفعت و مبانی شرعی آن»، به بررسی اجمالی مشروع بودن انتشار اوراق منفعت می‌پردازد. در واقع، می‌توان این مقاله را متناسب با نام آن، فتح بابی در مبانی فقهی اوراق منفعت دانست. البته اوراق منفعت نامی است که برای اولین بار در مقاله مذکور در زبان فارسی بر این نوع قرارداد نهاده شد و در عمل، از سوی مجامع علمی و اجرایی مورد پذیرش قرار گرفت. موسویان (۱۳۸۸) در کتاب «ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)»، بحث اندکی را به اختصار به این موضوع اختصاص داده است. سبحانی و حبیبیان نقیبی (۱۳۹۱) در مقاله‌ای با عنوان «ریسک و بازدهی اوراق منفعت»، به بررسی دو عنصر ریسک و بازدهی اوراق مذکور پرداخته‌اند. مصباحی مقدم و همکاران (۱۳۸۷) در مقاله‌ای تحت عنوان «ارائه الگوی تأمین مالی توسعه موقوفات با استفاده از اوراق منفعت (صکوک انتفاع)»، به ذکر یک مدل و الگوی توسعه‌ای پرداخته‌اند. توحیدی و یاراحمدی (۱۳۹۶) در گزارشی به بررسی تحلیلی وضعیت بازار اوراق بهادار اسلامی (صکوک) در ایران و جهان تا شهریورماه ۱۳۹۶ پرداخته‌اند که طی این گزارش، ضمن ارائه تعریفی از صکوک در

سرمایه، ابزاری ضروری برای رشد و شکوفایی اقتصادی محسوب می‌شود که فرآیند تأمین آن از طریق ابزارهای مالی تسریع می‌گردد. طی سال‌های اخیر، ابزارهای تأمین مالی اسلامی در کشورهای اسلامی توسعه چشمگیری داشته است. تأمین مالی اسلامی با هدف ارائه الگویی جدید برای جانشینی نظام‌های مالی سنتی و مرسوم و فراهم کردن امکانات و فرصت‌های مالی، تجاری و سرمایه‌گذاری منطبق با اصول شریعت، در ادبیات مالی جهان ظهور کرده است. یکی از انواع این ابزارهای تأمین مالی اسلامی، انتشار اوراق منفعت است. در بررسی جایگاه اوراق منفعت ذکر این نکته ضروری است که اوراق مذکور از جمله اوراق بهادار اسلامی (صکوک) است. واژه صکوک برای نخستین بار در سال ۲۰۰۲ در جلسه فقهی بانک توسعه اسلامی جهت ابزارهای مالی اسلامی پیشنهاد شد. صکوک جمع صک به معنی سند و سفته است و معرب واژه چک در فارسی است. عرب‌ها این واژه را توسعه داده‌اند و برای کلیه انواع حوالجات، تعهدات و اسناد مالی به کار می‌برند (نجفی، ۱۳۸۵). به صورت تخصصی، واژه صکوک به گواهی‌هایی اطلاق می‌شود که نمایانگر تعهدات مالی ناشی از تجارت و یا هرگونه فعالیت تجاری و سرمایه‌گذاری دیگر است (کمیل، ۲۰۰۸). صکوک از ابزارهای تأمین مالی جدیدی به شمار می‌آید که با هدف جایگزینی اوراق بهادار متعارف (ربوی) طراحی شده‌اند. پس از پیروزی انقلاب اسلامی، انتشار برخی از اوراق بهادار متعارف به دلیل مغایرت با شرع مقدس متوقف گردید و به همین دلیل، کشورهای اسلامی با هدف یافتن منابع مالی مورد نیاز برای راه‌اندازی پروژه‌های اقتصادی، تولیدی، خدماتی و طرح‌های زیربنایی، به مطالعات گسترده‌ای دست زدند. ایده انتشار صکوک یکی از برجسته‌ترین نتایج این مطالعات بود. محققین در پی طراحی اوراقی بودند که در ضمن رعایت معیارهای شرعی بر پایه عقود متداول، بتوانند منابع مالی مناسبی را برای انجام فعالیت‌های اقتصادی فراهم آورند. این مطالعات گسترده منجر به کشف و طراحی اوراق بهادار اسلامی متعددی گردید که اوراق منفعت از جمله آنها است.

شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه، انواع اوراق بهادار اسلامی را ۱۴ نوع و شامل اوراق قرض الحسنه، اجاره، مرابحه، مضاربه، منفعت، مزارعه، مساقات، استصناع، سلف (سلم)، جعاله، مشارکت، خرید دین، رهنی و بیمه اتکایی می‌داند. در یک دسته‌بندی کلی، ابزارهای مالی اسلامی جدید به سه گروه تقسیم می‌شوند (موسویان، ۱۳۸۶):

۱) ابزارهای مالی غیرانتفاعی همچون اوراق قرض الحسنه؛

۲) ابزارهای مالی انتفاعی با نرخ‌های سود معین؛

۳) ابزارهای مالی انتفاعی با بازدهی انتظاری که اوراق منفعت یکی از آنها است.



تقسیم‌بندی‌های مختلف، تحلیل انواع صکوک منتشرشده را تشریح کرده‌اند و در پایان، دلخوانی و زهره‌وندی (۱۴۰۰) گزارش موردکاوی صکوک منفعت شرکت ملی نفت ایران (سهامی خاص) منتشرشده در اسفندماه ۱۳۹۹ را به شرکت مدیریت دارایی مرکزی ارائه داده‌اند. در ادامه، پژوهش‌های انجام‌شده حول این اوراق بهادار اسلامی، نوآوری پژوهش پیش‌رو، معرفی الگوهای تأمین مالی از طریق انتشار اوراق منفعت برای انجام پروژه‌های اقتصادی دولت و شرکت‌ها، با نگاهی به وضعیت آماری و تحلیلی اوراق منفعت منتشرشده در فرابورس ایران تا پایان سال ۱۴۰۱ ارائه شده است. از این رو، مرور الگوهای مذکور برای آن دسته از مدیران شرکت‌های سهامی عام و خاص و همچنین دولت که قصد تأمین منابع مالی موردنیاز خود را از طریق انتشار اوراق منفعت دارند، ضرورت دارد.

اوراق منفعت

صکوک را می‌توان از حیث نوع انتقال مالکیت با پشتوانه دارایی و در قالب واگذاری منافع آتی به پشتوانه دارایی، از حیث نوع ناشر به اشکال چهارگانه دولتی، شبه‌دولتی، شرکتی و نهادهای مالی و از حیث سررسید نیز در چهار دسته کوتاه‌مدت، میان‌مدت، بلندمدت و بدون سررسید، تقسیم‌بندی کرد تا از این طریق، درک درستی از تعریف اوراق منفعت و جایگاه آن در میان انواع صکوک به‌دست آید. به تعبیر دیگر، می‌توان گفت:

صکوک از حیث نوع انتقال مالکیت

■ با پشتوانه دارایی: صکوک با پشتوانه دارایی، اوراقی است که دارندگان آن در صورت نکول و یا ورشکستگی ناشر، توانایی احیای موقعیت خود را از طریق در اختیار گرفتن دارایی و تبدیل آن به وجه نقد دارند (لاتر و خالد، ۲۰۰۷). به عبارت دیگر، صکوک با پشتوانه دارایی شامل انتقال کامل مالکیت حقوقی دارایی پایه می‌شود. در این دسته، می‌توان منافع آتی موجود در دارایی را نیز در قالب اوراق واگذار کرد که اوراق منفعت از این نوع است.

■ مبتنی بر دارایی: صکوک مبتنی بر دارایی شامل مراجعه به بانی یا ناشر (و نه دارایی پایه) در صورت نکول و ورشکستگی ناشر است. می‌توان گفت که اوراق مبتنی بر دارایی از آموزه‌های اسلامی دور است و در نظام مالی اسلامی، مسئله‌ی انتشار اوراق مبتنی بر دارایی هنوز حل نشده است.

صکوک بر اساس نوع ناشر

■ دولتی: دولت با هدف تأمین کسری بودجه و برای تأمین سرمایه طرح‌های عمرانی خاص یا عام خود، اقدام به انتشار اوراق می‌کند.

■ شبه‌دولتی: توسط نهادها و نمایندگی‌هایی که دارای پشتوانه دولتی هستند، منتشر می‌شود و دارای تضمین دولتی است. اما در ایران

تعریفی از نهادهای شبه‌دولتی ارائه نشده است.

- شرکتی: انتشار اوراق توسط بخش خصوصی (شرکتی) است.
- نهادهای مالی: انتشار اوراق توسط بانک و مؤسسات مالی و اعتباری.

صکوک بر اساس سررسید

- کوتاه‌مدت (تا یک سال)
- میان‌مدت (بین یک تا پنج سال)
- بلندمدت (بیش از پنج سال)
- بدون سررسید (بانک‌های اسلامی برای رعایت رکن یکم کمیته بازل، سه صکوک بدون سررسید را منتشر می‌کنند) (توحیدی، ۱۳۹۶).

مقصود از اوراق منفعت، اوراق بهادار دال بر گواهی یا وثیقه‌ای است که بیانگر مالکیت مقدار کاملاً معین منافع یا خدمات آینده از یک تسهیلات عمومی باشد و در ازای مبلغ معینی به متقاضیان منتقل می‌شود (سبحانی و حبیبیان نقیعی، ۱۳۹۱). در اصطلاح، اوراق منفعت، اسناد مالی بهاداری است که بیانگر مالکیت دارنده‌ی آن بر مقدار معین خدمات یا منافع آینده از یک دارایی بادوام است که در ازای پرداخت مبلغ معینی به وی منتقل شده است (موسویان، ۱۳۸۶). طبق «دستورالعمل انتشار اوراق منفعت»، اوراق منفعت، اوراق بهادار با نامی است که نشان‌دهنده‌ی مالکیت مشاع دارنده‌ی آن بر مقدار معینی از منافع آتی حاصل از به کارگیری دارایی‌ها یا ارائه خدمات معین و هرگونه حقوق معین قابل نقل و انتقال برای یک دوره زمانی مشخص است که این اوراق قابل معامله در بورس‌ها یا بازارهای خارج از بورس می‌باشد.

برای رسیدن به یک فهم درست از اوراق منفعت، در ادامه شاخصه‌های مهم این اوراق بیان شده است:

(۱) این اوراق، سند مکتوبی است که دربردارنده و گواهی حق صاحب آن بر حق مندرج در آن است.

(۲) میزان و چگونگی این منافع و خدمات با توصیف جزئیات با برطرف نمودن شبهه و جهل طرفین، باید به‌طور دقیق در این اوراقی که به‌مثابه سند انتقال این دارایی است، ذکر شده باشد (حبیبیان نقیعی، ۱۳۸۴).

(۳) آنچه به‌واسطه این اوراق مبادله می‌گردد، خدمات و منافع آینده یک دارایی است و خدمات و منافع حاضر دارایی‌ها عموماً به‌واسطه عقد اجاره‌ی متداول منتقل می‌شود و نیازی به انتشار اوراق بهادار نیست.

(۴) این اوراق تنها بیانگر مالکیت دارنده‌ی آن بر خدمات یا منافع یک دارایی بادوام است و مالکیت عین این دارایی به‌واسطه این اوراق منتقل نمی‌گردد.

(۵) ماهیت دارایی که خدمات و منافع آن به‌واسطه‌ی انتشار این

اوراق عرضه می‌شود، تنها به دارایی‌های بادوام اختصاص دارد و دارایی‌هایی که با بهره‌برداری از منافع و خدمات آنها، مستهلک شده و روبرو به اضمحلال می‌رود، نمی‌تواند به عنوان دارایی پایه در این مبادله استفاده شود.

۶) وجود دارایی پایه حین انتشار اوراق ضروری نیست، بنابراین عرضه خدمات و منافع دارایی‌های موجود و نیز دارایی‌هایی که در آینده تولید می‌شود، از طریق این اوراق بلاشکال است (اقبال و خان، ۱۳۸۸).
۷) مبلغی که خریدار این اوراق موظف به پرداخت آن است به عنوان یکی از عوضین، باید به طور کامل و دقیق تعیین گردد. هرچند ذکر این مبلغ روی اوراق الزامی نیست (حبیبیان نقیبی، ۱۳۸۴).

۸) آنجا که زمان تحویل این تسهیلات ارتباط مستقیم با ارزش اوراق دارد و هرچه زمان تحویل این منافع و خدمات کوتاه‌تر باشد بر ارزش این اوراق افزوده می‌شود، ضروری است که زمان تحویل این منافع و خدمات تعیین گردد. این قاعده که مشهور فقهای اسلامی بدان اشاره کرده‌اند که (لأجل قسط من الثمن) (موسوی بجنوردی، ۱۴۱۹)، مؤید همین نکته است و شاید بتوان ادعا کرد عدم تعیین زمان تحویل منافع و خدمات موجب جهل طرفین به عوض و غرری شدن معامله و نهایتاً بطلان معامله می‌گردد.

در ادامه، مثال‌هایی از زمینه حضور اوراق منفعت که در مقاله سبحانی و حبیبیان نقیبی (۱۳۹۱) ذکر شده است، به منظور تقریب به ذهن کاربرد این اوراق، بیان شده است:

۱) هتلی استفاده از اتاق‌ها را (در فروردین ماه، برای شهر یورماه همان سال) پیش فروش می‌کند و سه روش را پیش روی خریدار قرار می‌دهد (۱- استفاده از هتل در زمان مقرر، ۲- فروش به دیگری و ۳- فروش به هتل یک هفته قبل از سررسید).

۲) فردی بلیط قطار (یا هواپیما) را در ۱۵ بهمن ماه برای ایام عید (فروردین ماه) سال بعد، پیش خرید کرده است. با فرض فقدان ممنوعیت قانونی، اگر نخواهد خودش از آن استفاده کند، می‌تواند آن را به قیمت بالاتر به دیگری بفروشد.

۳) فردی برای حج تمتع ثبت نام کرده است و با فرض فقدان منع قانونی، می‌خواهد قبل از سررسید، آن را به قیمت بالاتر به دیگری بفروشد.

۴) مؤسسه‌ای برای برگزاری دوره تافل در فصل تابستان، از فروردین ماه (با اخذ کل شهریه) ثبت نام به عمل می‌آورد و ثبت نام کنندگان می‌توانند آن را به دیگران واگذار کنند.

۵) شرکت راه‌سازی برای تأمین منابع مورد نیاز جهت احداث بزرگراه معین، منافع ۵ سال اول را پیش فروش می‌کند.

۶) یک شرکت هواپیمایی برای تأمین نقدینگی جهت تأسیس یا گسترش خود، بلیط‌های کاملاً معین (کیفیت، زمان، مبدأ، مقصد و

...) را مثلاً برای سه سال بعد پیش فروش می‌کند و دارنده می‌تواند آن را به دیگران منتقل نماید.

۷) شرکت همراه اول برای تأمین نقدینگی لازم جهت گسترش حوزه آنتن دهی و ...، هزینه مکالمات کاملاً معین آینده (سال آتی) را پیش فروش می‌کند و خریدار می‌تواند آن را به دیگری منتقل نماید.

۸) مثال‌های مختلفی که بخش عمومی و خصوصی برای تأمین نقدینگی مورد نیاز می‌توانند به پیش فروش منافع و خدمات مبادرت ورزند و به لحاظ اقتصادی، این اوراق در بازار ثانویه امکان انتقال‌های متوالی تا زمان سررسید را می‌تواند داشته باشد.

ارکان انتشار اوراق منفعت عبارتند از: بانی، امین، نهاد واسط، عامل فروش، عامل پرداخت و بازارگردان و متعهد پذیره‌نویسی اوراق که در طرف مقابل انتشار دهندگان، خریداران این اوراق یا همان سرمایه‌گذاران در دو بازار اولیه و ثانویه قرار دارند. مطابق با «دستورالعمل انتشار اوراق منفعت» در اجرای بند (۲) ماده (۷) قانون بازار اوراق بهادار مصوب آذرماه ۱۳۸۴ که در ۲۴ ماده و ۹ تبصره در تاریخ ۱۳۹۶/۰۳/۳۱ به تصویب هیئت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار رسید، در ادامه، وظایف و نقش ارکان انتشار اوراق مذکور تشریح شده است:

۱) **بانی:** شخص حقوقی است که نهاد واسط (ناشر)، برای تأمین مالی وی در قالب عقود اسلامی، اقدام به انتشار اوراق منفعت می‌نماید (دستورالعمل انتشار اوراق منفعت، ۱۳۹۶). بانی که در واقع تولیدکننده منافع و خدمات است، برای تأمین نقدینگی جهت تأسیس یا گسترش بنگاه تولیدی، طرح واگذاری منافع دارایی‌های بادوام یا محصولات خدماتی خود را شناسایی کرده و با تنظیم امیدنامه، به امین معتبری مراجعه می‌نماید و تقاضای تأسیس یا انتخاب مؤسسه واسط (ناشر) مناسب برای اجرای طرح را می‌دهد. به عبارت دیگر، بانی طی قراردادی، منافع دارایی‌های بادوام یا محصولات خدماتی خود را برای مدت زمان معینی به واسط واگذار می‌کند.

۲) **امین:** مؤسسه حسابرسی معتمد سازمان است که به منظور حفظ منافع دارندگان اوراق منفعت و حصول اطمینان از صحت عملیات بانی در طرح، نسبت به منافع ایجاد شده، نحوه نگهداری حساب‌ها و عملکرد اجرایی بانی به موجب قرارداد منعقد، رسیدگی و اظهار نظر می‌نماید (دستورالعمل انتشار اوراق منفعت، ۱۳۹۶). مؤسسه امین با مطالعه امیدنامه و با هماهنگی بانی، اقدام به انتخاب مؤسسه واسط (ناشر) کرده و موافقت خود را مبنی بر نظارت و کنترل ناشر در به کارگیری وجوه مطابق امیدنامه برای خرید منافع دارایی‌های بادوام یا محصولات خدماتی بانی و دفاع از حقوق دارندگان اوراق اعلام می‌دارد. در واقع، امین نوعی تضمین‌کننده منافع سرمایه‌گذاران است.



مؤسسات مالی و اعتباری تحت نظارت بانک مرکزی، بیمه‌های تحت نظارت بیمه مرکزی و سایر نهادهای مالی استفاده نموده و ترتیبی را اتخاذ کند تا سفارش‌گیری جهت خرید اوراق از طریق اشخاص مذکور نیز انجام شود.

۵) عامل پرداخت: عامل پرداخت پس از دریافت مبالغ مربوط به اوراق، آنها را در سررسید یا سررسیدهای معین به سرمایه‌گذاران پرداخت می‌نماید (دستورالعمل انتشار اوراق منفعت، ۱۳۹۶).

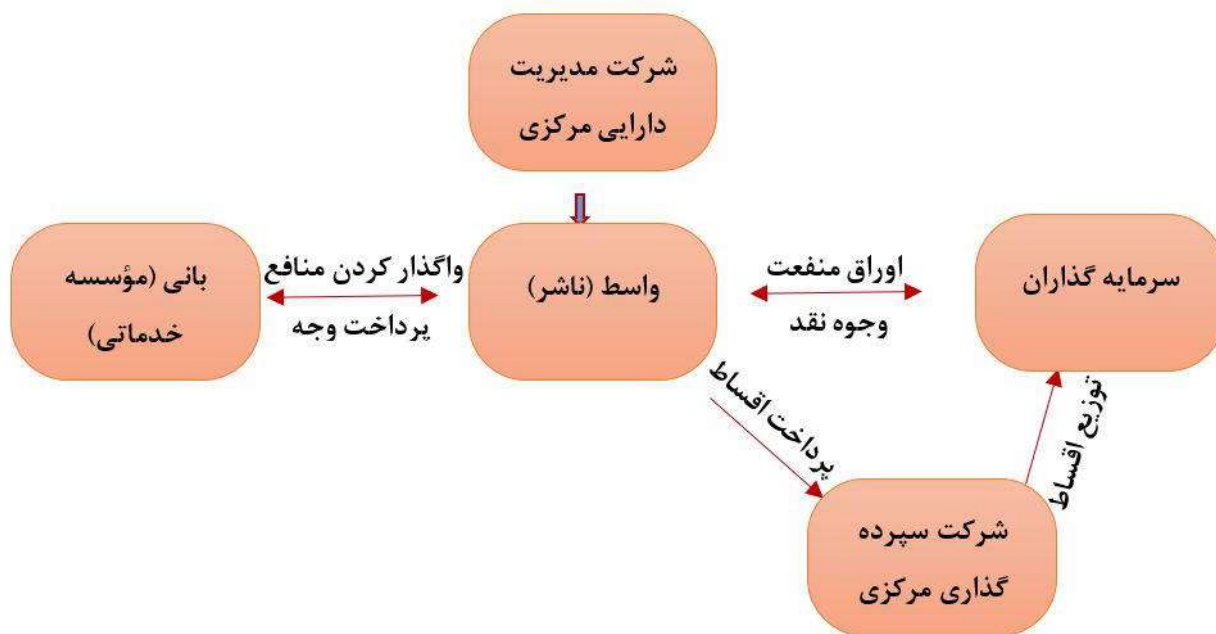
۶) بازارگردان و متعهد پذیرهنویسی اوراق: با تأیید سازمان توسط بانی انتخاب می‌شود. متعهد پذیرهنویس و بازارگردان یا حسب مورد سرمایه‌گذار بازارگردان باید از کفایت سرمایه‌ی لازم برخوردار باشند (دستورالعمل انتشار اوراق منفعت، ۱۳۹۶).

سرمایه‌گذاران در بازارهای اولیه و ثانویه، متقاضیان (خریداران) اوراق منفعت هستند که از ارکان اصلی بازار سرمایه محسوب می‌شوند و در تحلیل ریسک و بازدهی، غالباً مورد غفلت قرار می‌گیرند، در حالی که دورکن اصلی بازار سرمایه، بنگاه‌های تولیدی و سرمایه‌گذاران هستند و سایر نهادها در واقع وظیفه‌ی تسهیل معاملات را به عهده دارند که متأسفانه در بازارهای غیرسالم، نقش و سود اصلی به اطراف غیررکن تعلق می‌گیرد و ارکان اصلی معمولاً در حاشیه قرار می‌گیرند (سبحانی و حبیبیان نقیبی، ۱۳۹۱). مدل عملیاتی انتشار اوراق منفعت با توجه به تعریفی که از ارکان انتشار آن ذکر شد، در شکل ۱ ارائه شده است.

۳) مؤسسه واسط (ناشر): مطابق ماده ۳ «دستورالعمل انتشار اوراق منفعت»، انتشار اوراق منفعت صرفاً توسط نهاد واسط مجاز می‌باشد. مؤسسه واسط، جزئیات برنامه عملیاتی در امیدنامه طرح واگذاری منافع دارایی‌های بادوام یا محصولات خدماتی بانی را بررسی و موافقت خود را برای اجرای طرح اعلام می‌کند و امیدنامه را جهت رتبه‌بندی در اختیار مؤسسه رتبه‌بندی معتبر قرار می‌دهد. مؤسسه رتبه‌بندی اعتبار را بررسی امیدنامه، اعتبار بانی و طرح را برآورد و بر اساس آن، میزان ریسک اوراق منفعت را تعیین می‌کند. به علاوه، واسط (ناشر) بعد از کسب مجوزهای لازم از سازمان بورس و اوراق بهادار، اقدام به انتشار اوراق منفعت می‌نماید و منافع و خدمات خریداری شده را از طریق بانک یا شرکت تأمین سرمایه به مردم (سرمایه‌گذاران مالی) واگذار می‌کند. در واقع، ناشر از طریق بانک یا شرکت تأمین سرمایه، وجوه سرمایه‌گذاران مالی را جمع‌آوری می‌کند. ناشر زیر نظر مؤسسه امین با استفاده از وجوه جمع‌آوری شده از واگذاری اوراق منفعت، بدهی خود را به بانی از بابت خرید منافع و خدمات می‌پردازد.

۴) عامل فروش: در ماده ۷ «دستورالعمل انتشار اوراق منفعت»، عامل فروش اوراق از بین شرکت‌های کارگزاری عضو بورس اوراق بهادار تهران یا فرابورس ایران توسط بانی انتخاب می‌گردد. در تبصره همین ماده از دستورالعمل آمده است که عامل فروش با اخذ مجوزهای لازم می‌تواند به منظور توزیع گسترده‌ی اوراق، از خدمات بانک‌ها و

شکل ۱: مدل عملیاتی انتشار اوراق منفعت



مأخذ: شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه

معمولاً می‌توان اوراق منفعت را ذیل ۵ دسته‌ی کلی متناسب با حوزه‌ی تحت پوشش آن دسته، منتشر کرد. در جدول ۱، این ۵ دسته و حوزه‌های تحت پوشش هریک از آنها بیان شده است.

جدول ۱: انواع اوراق منفعت		
ردیف	عنوان اوراق	حوزه‌های تحت پوشش
۱	اوراق منفعت بر پایه منافع دارایی‌های موجود	آزادراه‌ها، نیروگاه‌های برق، آب شیرین‌کن‌ها، تصفیه‌خانه‌ها، حق دسترسی راه آهن، حق اشتراک آب و برق و گاز، پارکینگ‌ها و زیرساخت‌های اپراتوری مخابرات
۲	اوراق منفعت گواهی پایه بر پایه‌ی خدمات دارایی‌های موجود	گردشگری یا آموزشی یا بهداشتی
۳	اوراق منفعت به پشتوانه دارایی‌های نامشهود	حق و زمان‌های پخش تبلیغات تلویزیونی در اختیار سازمان صدا و سیما
۴	اوراق منفعت بر پایه منافع آتی دارایی معین غیرموجود	هتل‌ها، ویلاها، مراکز اقامتی و مراکز خرید
۵	اوراق منفعت به پشتوانه سود تقسیمی	دولت و تمامی شرکت‌های سهامی
مأخذ: (عابد، ۱۳۹۸)		

بر اساس آنچه در جدول ۱ ذکر شد، صاحب یک دارایی و یا مالک منافع آتی یک دارایی در جایگاه بانی، در صورت نیاز به تأمین مالی از طریق انتشار اوراق منفعت، بایستی منافع آتی حاصل از دارایی خود را به عنوان یکی از انواع اوراق منفعت ذکر شده در جدول فوق، به سرمایه‌گذاران و خریداران اوراق واگذار کند. مطابق با بررسی‌های صورت گرفته در این پژوهش، تا پایان سال ۱۴۰۱، مبلغی معادل ۲۱۱ هزار میلیارد ریال از طریق انتشار اوراق منفعت تأمین مالی شده است. اولین اوراق منفعت در ایران در اسفندماه سال ۱۳۹۶ منتشر شد که دولت با هدف بازپرداخت اصل و سود اوراق سررسیدشده در سال ۱۳۹۶ (موضوع بند (ح) تبصره (۵) بودجه سال ۱۳۹۶ کل کشور)، تصمیم به انتشار اوراق منفعت از طریق شرکت فرابورس ایران گرفت. این اوراق که دارای ارزشی معادل ۳۰ هزار میلیارد ریال با سررسید ۴۲ ماهه و مواعد پرداخت سود هر ۶ ماه یک بار بود، با نرخ سود ۲۰ درصد منتشر شد. در جدول ۲، داده‌های کاملی از اوراق منفعت منتشرشده در فرابورس تا پایان سال ۱۴۰۱ شامل نام اوراق، نماد معاملاتی، مبلغ اسمی هر ورقه، تعداد و مبلغ کل اوراق، زمان پذیرهنویسی، مدت اوراق، مواعد پرداخت سود و نرخ اوراق ارائه شده است. به فاصله ده روز از انتشار اوراق «افاد ۱»، دولت اوراق «افاد ۲» را با نرخ ۱۸ درصد و به ارزش ۲ هزار میلیارد ریال منتشر کرد. بنابراین، سال ۱۳۹۶ با تأمین مبلغ ۵۰ هزار میلیارد ریالی از طریق انتشار اوراق منفعت برای دولت پایان یافت.

جدول ۲: اوراق منفعت منتشر شده در فرابورس تا پایان ۱۴۰۱							
نام اوراق	نماد معاملاتی	تعداد کل اوراق (میلیون ورقه)	مبلغ کل اوراق (میلیارد ریال)	زمان پذیره نویسی اوراق	مدت اوراق (ماه)	مواعد پرداخت سود	نرخ سود (درصد)
منفعت دولت	افاد ۱	۳۰	۳۰,۰۰۰	۱۳۹۶/۱۲/۱۵	۴۲	هر ۶ ماه	۲۰
	افاد ۲	۲۰	۲۰,۰۰۰	۱۳۹۶/۱۲/۲۶	۴۲		۱۸
منفعت هواپیمایی ماهان	ماهان	۱	۱,۰۰۰	۱۳۹۷/۱۱/۲۳	۴۸	هر ۳ ماه	۱۶
منفعت مباراروند مفید	اروند	۲۰	۲۰,۰۰۰	۱۳۹۷/۱۲/۲۰	۳۶	هر ۶ ماه	۱۹
منفعت لایراتوارهای سینادارو	صینا۵۵	۱	۱,۰۰۰	۱۳۹۸/۰۵/۱۵	۴۸	هر ۳ ماه	۱۹
منفعت دولت	افاد ۶۱	۳۰	۳۰,۰۰۰	۱۳۹۸/۰۹/۱۷	۳۶	هر ۶ ماه	۱۷/۹
	افاد ۶۲	۱۰	۱۰,۰۰۰				
	افاد ۸۱	۱۵	۱۵,۰۰۰				
	افاد ۸۲	۱۰	۱۰,۰۰۰				
	افاد ۸۳	۱۰	۱۰,۰۰۰				
	افاد ۸۴	۱۲	۱۲,۰۰۰				
منفعت شرکت حرم تاحرم	حرم ۰۳	۲	۲,۰۰۰	۱۳۹۹/۰۷/۱۳	۴۸	هر ۳ ماه	۱۷/۵
منفعت شرکت ملی نفت ایران	صنفت ۳۱۲	۳۰	۳۰,۰۰۰	۱۳۹۹/۱۲/۱۷	۴۸	هر ۶ ماه	۱۸/۵
	صنفت ۰۳۱۲	۱۰	۱۰,۰۰۰				
	صنفت ۱۳۱۲	۱۰	۱۰,۰۰۰				
مأخذ: یافته‌های پژوهش							

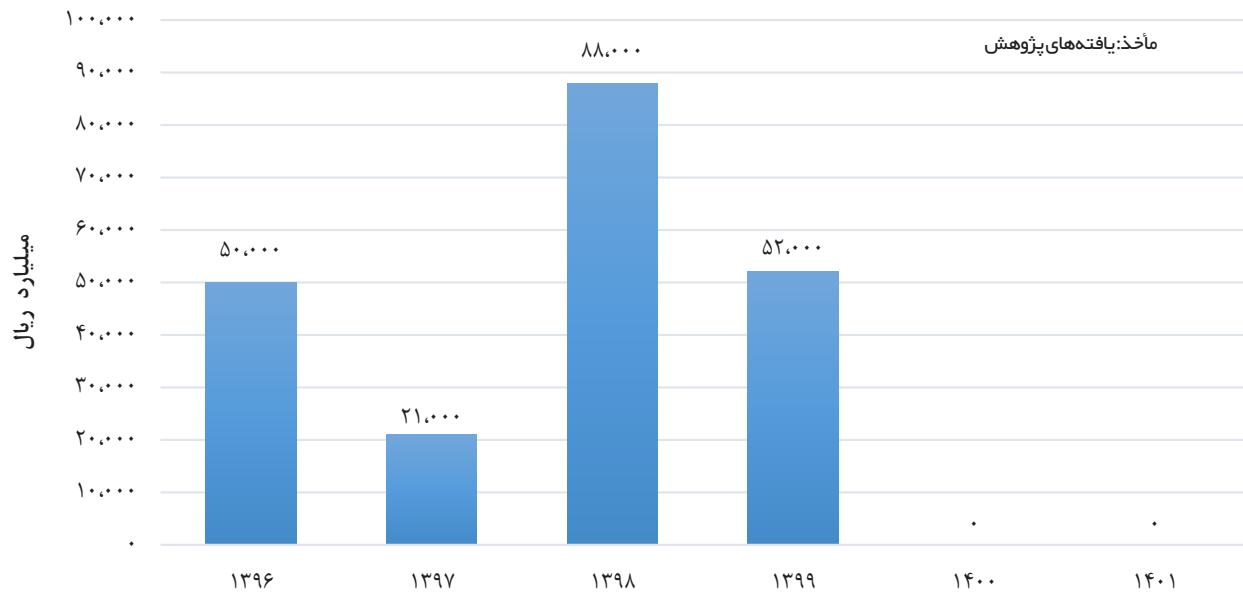


در همه انواع اوراق منفعت، مبلغ اسمی به طور ثابت یک میلیون ریال بوده است. پس از انتشار اوراق «افاد ۱» و «افاد ۲»، اوراق منفعت «ماهان» در بهمن ماه ۱۳۹۷ به ارزش یک هزار میلیارد ریال و با هدف استفاده از بخشی از منافع ناشی از قراردادهای اجاره (فول چارتر) بانرخ ۱۶ درصد منتشر شد. با گذشت یک ماه، نماد «اروند» با هدف واگذاری منافع حاصل از ۱۱ چاه نفت به ارزش ۲۰ هزار میلیارد بانرخ ۱۹ درصد پذیره نویسی گردید. در نیمه اول سال ۱۳۹۸، شرکت داروسازی لابراتوارهای سینا دارو با هدف تأمین مالی بخشی از مخارج باقیمانده طرح انتقال و توسعه خطوط تولیدی خود، اوراق منفعتی را به ارزش یک هزار میلیارد ریال و بانرخ ۱۹ درصد بانماد «صینا ۲۰۵» عرضه کرد. در نیمه دوم سال شکوفایی انتشار اوراق منفعت و در بهمن ماه ۱۳۹۸، دولت با هدف تأمین منابع مالی مورد نیاز و بر مبنای درآمدهای مالیاتی آتی خود، در مجموع مبلغ ۸۷ هزار میلیارد ریال از طریق انتشار اوراق منفعت بانرخ ۱۷/۹ درصد در نمادهای «افاد ۶۱» تا «افاد ۸۴» تأمین مالی کرد. نماد «حرم ۰۳» متعلق به شرکت احداث، نگهداری و بهره برداری آزادراه حرم تا حرم، در مهرماه ۱۳۹۹ به منظور تأمین بخشی از منابع مالی مورد نیاز جهت احداث قطعه آزادراهی گرمسار-سمنان، با انتشار ۲ میلیون ورقه اوراق، مبلغ ۲ هزار میلیارد ریال را بانرخ ۱۷/۵ درصد برای پیشبرد طرح احداث آزادراه مذکور تأمین مالی کرد. در پایان سال ۱۳۹۹، بازار بدهی ایران میزان شرکت ملی نفت ایران (سهامی خاص) بود تا این شرکت با هدف صلح بخشی از منافع فاز ۱۲ میدان گازی پارس جنوبی جهت بازپرداخت بدهی به شرکت پتروپارس، در مجموع مبلغ ۵۰ هزار میلیارد ریال را از طریق انتشار اوراق منفعت بانرخ ۱۸/۵ درصد تأمین مالی کند. بدین ترتیب، «صنفت» آخرین اوراق منفعت منتشر شده در فرابورس تا پایان سال ۱۴۰۱ می باشد.

سررسید اوراق منفعت منتشر شده تا به حال، از سه حالت خارج نبوده است. این اوراق یا ۳ ساله یا ۳/۵ ساله و یا ۴ ساله بوده اند. پرداخت سود به شکل هر ۶ ماه یک بار، بیشترین تکرار را در اوراق منفعت منتشر شده دارد. غیر از آن، مواعد پرداخت سود اوراق منفعت «ماهان» و «صینا ۲۰۵»، هر ۳ ماه بوده است. در طول سال های گذشته، در بین انواع بانیان انتشار اوراق منفعت، دولت بیشترین نفع را برده است و از این طریق بخشی از کسری بودجه خود را جبران کرده و بر مبنای درآمدهای مالیاتی آتی، بخشی از منابع مالی مورد نیاز خود را فراهم نموده است. در مقابل، بخش خصوصی (شرکتی) برخلاف دولت، از این فرصت غافل بوده و علی رغم امکان واگذاری منافع آتی دارایی های موجود، منافع آتی دارایی های نامشهود، منافع آتی دارایی های معین غیر موجود و منافع مبتنی بر سود تقسیمی، در صنایع مختلف و انواع شرکت های سهامی عام و خاص به استثنای چند مورد، اقدام جدی برای تأمین مالی از طریق انتشار اوراق منفعت صورت نگرفته است. با توجه به ۱۵ اوراق منفعت منتشر شده در فرابورس طی سال های گذشته و هدف از انتشار هر یک از آنها (جدول ۲)، همچنین مطابق با تقسیم بندی انواع اوراق منفعت (جدول ۱)، می توان گفت که انواع اوراق منفعت منتشر شده در ایران در سه دسته شامل ۱) اوراق منفعت به پشتوانه سود تقسیمی ۲) اوراق منفعت بر پایه منافع دارایی های موجود و ۳) اوراق منفعت بر پایه منافع آتی دارایی معین غیر موجود قرار می گیرد و دو نوع دیگر اوراق مذکور همچنان فاقد سابقه انتشار در بازار بدهی ایران است. انواع اوراق منفعت منتشر شده در فرابورس به تفکیک نوع اوراق، در جدول ۳ بیان شده است.

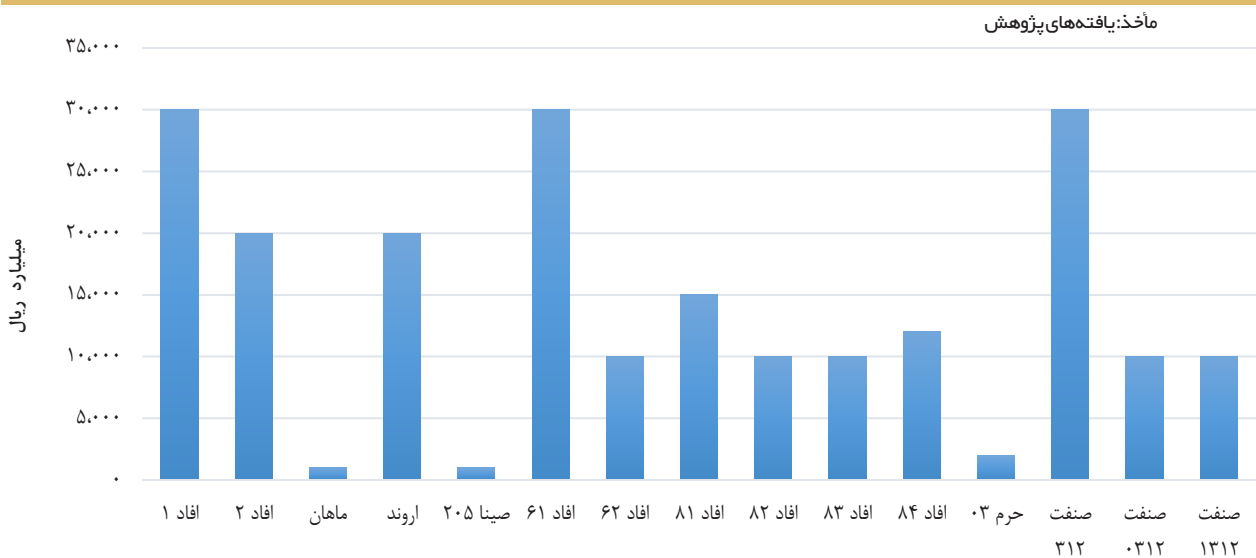
جدول ۳: نوع اوراق منفعت منتشر شده	
نوع اوراق منتشر شده	نماد معاملاتی
اوراق منفعت به پشتوانه سود تقسیمی	افاد ۱
	افاد ۲
	افاد ۶۱
	افاد ۶۲
	افاد ۸۱
	افاد ۸۲
	افاد ۸۳
	افاد ۸۴
اوراق منفعت بر پایه منافع دارایی های موجود	اروند
	صینا ۲۰۵
	حرم ۰۳
	صنفت ۳۱۲
	صنفت ۰۳۱۲
	صنفت ۱۳۱۲
اوراق منفعت بر پایه منافع آتی دارایی معین غیر موجود	ماهان
ماخذ: یافته های پژوهش	

با نگاهی به ارزش کل اوراق منتشر شده به تفکیک سال در نمودار ۱، متوجه می شویم که در سال ۱۳۹۸ به عنوان سال شکوفایی اوراق منفعت، با تأمین مالی به ارزش مجموعاً ۸۸ هزار میلیارد ریال، بیشترین حجم انتشار این اوراق صورت گرفته است. پس از آن، سال ۱۳۹۹ با تأمین مالی به ارزش ۵۲ هزار میلیارد ریال، در جایگاه دوم قرار دارد. در سال های ۱۴۰۰ و ۱۴۰۱، در بازار بدهی ایران هیچ گونه اوراق منفعتی منتشر نشده است و صنعت هر دو از تأمین مالی از طریق انتشار این اوراق غافل بوده اند.



نمودار ۲، ارزش هریک از اوراق منفعت منتشر شده در فرابورس را نشان می‌دهد. همانطور که مشاهده می‌شود، «افاد ۱»، «افاد ۶۱» و «صنفت ۳۱۲» هر سه با ارزشی معادل ۳۰ هزار میلیارد ریال منتشر شده‌اند. بنابراین، میزان ارزش کل اوراق در دست انتشار، ارتباطی با دولتی یا خصوصی بودن بانی اوراق ندارد و همه صنایع و شرکت‌ها اعم از سهامی عام و خاص شرایط انتشار این اوراق را دارند. «ماهان» و «صینا ۲۰۵» با ارزش ۱ هزار میلیارد ریال، کمترین میزان ارزش انتشار را در میان اوراق منفعت داشته‌اند. از این رو، مشاهده می‌شود که انتشار اوراق منفعت با مبالغ پایین برای صنایع کوچک نیز امکان پذیر است و می‌توان گفت که همه شرکت‌ها به منظور تأمین منابع مالی مورد نیاز خود جهت پیشبرد فرصت‌ها و پروژه‌های اقتصادی، از قابلیت انتشار اوراق منفعت برخوردار هستند.

نمودار ۲: ارزش هریک از اوراق منتشر شده



در جدول ۴، نرخ سود اوراق منفعت منتشر شده و نرخ سود سپرده‌های بانکی یک ساله، مقایسه شده است. داده‌های این جدول از بانک اطلاعات سری‌های زمانی اقتصادی بانک مرکزی و شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه استخراج شده است. بالاتر بودن نرخ سود اوراق منفعت نسبت به نرخ سود بانکی، حاکی از جذابیت این اوراق برای خریداری و سرمایه‌گذاری توسط فعالان بازار بدهی است. در این میان، دولت در مقایسه با شرکت‌های بخش خصوصی، نرخ سود بالاتری را به خریداران اوراق منفعت، پرداخت کرده است.

جدول ۴: مقایسه نرخ سود اوراق منفعت و نرخ سود سپرده‌های بانکی یک ساله

سال	نماد معاملاتی	نرخ سود اوراق (درصد)	نرخ سود سپرده‌های بانکی یک ساله (درصد)
۱۳۹۶	افاد ۱	۲۰	۱۵
	افاد ۲	۱۸	
۱۳۹۷	ماهان	۱۶	۱۵
	اروند	۱۹	
۱۳۹۸	صینا ۲۰۵	۱۹	۱۵
	افاد ۶۱	۱۷/۹	
	افاد ۶۲	۱۷/۹	
	افاد ۸۱	۱۷/۹	
	افاد ۸۲	۱۷/۹	
	افاد ۸۳	۱۷/۹	
۱۳۹۹	افاد ۸۴	۱۷/۹	۱۶
	حرم ۰۳	۱۷/۵	
	صنفت ۳۱۲	۱۸/۵	
	صنفت ۰۳۱۲	۱۸/۵	
	صنفت ۱۳۱۲	۱۸/۵	

مأخذ: یافته‌های پژوهش

نتیجه‌گیری

در این پژوهش، با توجه به ضرورت پرداختن به موضوع سرمایه‌و چگونگی تأمین آن، ضمن تشریح ابزارهای نوین مالی اسلامی به جای ابزارهای مالی متعارف (که خاصیتی ذاتاً ربوی دارند)، انواع صکوک از منظرهای مختلف معرفی شد و در نهایت اوراق منفعت به عنوان یکی از انواع این ابزارهای نوین مالی اسلامی، مطرح گردید. اوراق منفعت، اوراق بهادار بانامی است که نشان دهنده مالکیت مشاع دارنده آن بر مقدار معینی از منافع آتی حاصل از به کارگیری دارایی‌های ارائه خدمات معین و هرگونه حقوق معین قابل نقل و انتقال برای یک دوره زمانی مشخص است و این اوراق قابل معامله در بورس‌های بازارهای خارج از بورس می‌باشد. ارکان انتشار این اوراق عبارتند از: بانی، امین، نهاد واسط، عامل فروش، عامل پرداخت، بازارگردان و متعهد پذیرهنویس. اوراق منفعت در ۵ حالت شامل ۱) بر پایه دارایی‌های موجود، ۲) گواهی پایه بر پایه خدمات دارایی‌های موجود، ۳) به پشتوانه دارایی‌های نامشهود، ۴) بر پایه منافع آتی دارایی معین غیر موجود و ۵) به پشتوانه سود تقسیمی منتشر می‌شود. داده‌ها نشان می‌دهد که تاکنون ۱۵ مرتبه انتشار اوراق منفعت در بازار بدهی ایران صورت گرفته است. اوراق منتشر شده در سه دسته شامل اوراق منفعت به پشتوانه سود تقسیمی، اوراق منفعت بر پایه منافع دارایی‌های موجود و اوراق منفعت بر پایه منافع آتی دارایی معین غیر موجود قرار می‌گیرد و نوع دیگر اوراق مذکور همچنان فاقد سابقه انتشار در بازار بدهی ایران است. این اوراق در طول سال‌های ۱۳۹۶ تا ۱۳۹۹ منتشر شده است و سال ۱۳۹۸ با تأمین مالی به ارزش ۸۸ هزار میلیارد ریال، به عنوان سال شکوفایی انتشار اوراق منفعت شناخته می‌شود. میزان انتشار اوراق منفعت در سال‌های ۱۴۰۰ و ۱۴۰۱، صفر بوده است. در بین بانیان انتشار اوراق منفعت، دولت بیشترین منابع مالی را از طریق انتشار این اوراق تأمین کرده است. این اوراق هم مناسب تأمین نیازهای مالی بالا (افاد ۱، افاد ۶۱، صنفت ۳۱۲) و هم مناسب تأمین نیازهای مالی پایین (ماهان، صینا ۲۰۵) می‌باشد. مقایسه نرخ سود اوراق منفعت منتشر شده و نرخ سود بانکی، نشان می‌دهد که نرخ این اوراق همیشه بالاتر از نرخ سود بانکی بوده است تا از این طریق، جذابیت اوراق مذکور برای خریداری توسط سرمایه‌گذاران حفظ شود. با نوآوری‌های صورت گرفته در حوزه اوراق بهادار اسلامی، امروزه شاهد طراحی و معرفی انواع مطلوبی از این اوراق جهت تأمین منابع مالی مورد نیاز شرکت‌های سهامی عام و خاص به منظور پیشبرد فرصت‌ها و پروژه‌های اقتصادی هستیم. شرکت‌های بورسی و غیر بورسی می‌توانند با بهره‌گیری از مشاوره‌های شرکت‌های تأمین سرمایه، برای تأمین مالی پروژه‌های اقتصادی خود از طریق انتشار اوراق منفعت اقدام نمایند و در راستای اعتلای اقتصاد ایران اسلامی، گام‌های بلندی را به سوی رشد و توسعه بردارند.

منابع

- ۸) مظاهری، معصومه و لشگری یونسی، اعظم (۱۳۹۷). انتقال اوراق منفعت در بازارهای مالی: نقدها و ارائه راهکارهایی نوین با ذکر آرای فقهی امام خمینی (ه). پژوهشنامه متین.
- ۹) موسویان، سیدعباس (۱۳۸۶). ابزارهای مالی اسلامی (صکوک). تهران: سازمان انتشارات فرهنگ و اندیشه اسلامی.
- ۱۰) موسوی بجنوردی، حسن (۱۴۱۹ ق). القواعد الفقهیه. قم: نشر الهادی، چاپ اول.
- ۱۱) نجفی، مهدی (۱۳۸۵). بررسی فرآیند تأمین مالی از طریق انتشار اوراق صکوک. بورس اقتصادی.
- 12) Kamil, W. A. (2008). Introduction to Sukuk. In R. Ratings, Malaysian Sukuk Market Handbook - Your Guide to the Malaysian Islamic Capital Market, (pp.21-49). Kuala Lumpur: RAMRating.
- 13) Lotter, P. & Khalid, H. (2007). Understanding Moody's Approach to Unsecured Corporate Sukuk. Dubai: Moody's Investors Service.
- 14) Kahf, M. (1998). Use of Usufruct Bonds in Financing Public Utilities. <http://www.kantakji.com/fiqh/Files/Markets/m175.pdf>

- ۱) اقبال، منور و خان، طریق اللہ (۱۳۸۸). تأمین مالی مخارج دولت از دیدگاه اسلام. ترجمه جلالی، عبدالحسین و بمانپور، مسلم. دانشگاه امام صادق (ع).
- ۲) توحیدی، محمد و یارمحمدی، رضا (۱۳۹۶). گزارش بررسی تحلیلی وضعیت بازار اوراق بهادار اسلامی (صکوک) در ایران و جهان. مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی.
- ۳) حبیبیان نقیعی، مجید (۱۳۸۴). درآمدی بر اوراق منفعت و مبانی شرعی آن. وبسایت انجمن علمی اقتصاد اسلامی ایران.
- ۴) دستورالعمل انتشار اوراق منفعت (۱۳۹۶). سازمان بورس و اوراق بهادار.
- ۵) دلخوانی، ساناز و زهره‌وندی، مسعود (۱۴۰۰). گزارش موردکاوی صکوک منفعت شرکت ملی نفت ایران (سهامی خاص). شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه.
- ۶) سبحانی، حسن و حبیبیان نقیعی، مجید (۱۳۹۱). ریسک و بازدهی اوراق منفعت. فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی ایران.
- ۷) عابد، محمد (۱۳۹۸). اوراق منفعت. تهران: چهل و یکمین همایش انجمن حسابداران خبره ایران.