

صکوک مضاربه

ابزاری برای تأمین مالی بخش بازرگانی



میشم فدائی واحد

کارشناس تأمین مالی شرکت تأمین سرمایه
لوتوس پارسیان

توسعه بازار سرمایه و تأمین مالی، از این راه کمک کند.

اوراق مضاربه

اوراق مضاربه، اوراق بهاداری است که بر اساس عقد مضاربه طراحی می‌شود. عقد مضاربه، قراردادی است که به موجب آن، فردی مالی را در اختیار شخص دیگری قرار می‌دهد تا با آن تجارت کند و سود به دست آمده میان آن دو به نسبت معینی که به توافق می‌رسند، تقسیم شود. ناشر اوراق مضاربه با واگذاری اوراق، پول متقاضیان اوراق را جمع‌آوری کرده، در فعالیت اقتصادی سودآور به کار می‌گیرد و در پایان هر معامله یا پایان هر دوره مالی، سود را بر اساس نسبت‌هایی که روی اوراق نوشته شده، میان خود و صاحبان اوراق تقسیم می‌کند. دارندگان اوراق، نقش مالک و ناشر اوراق (بانی)، نقش عامل قرارداد مضاربه را دارند.

سازوکار اوراق مضاربه

یک شرکت بازرگانی که برای فعالیت بازرگانی به سرمایه احتیاج دارد، می‌تواند با در نظر گرفتن سرمایه مورد نیاز و با انتخاب شرکت واسط اوراق مضاربه یکسان و قابل انتقال به غیر منتشر کند. شرکت واسط، این اوراق را بر اساس قرارداد وکالت به اشخاص حقیقی و حقوقی واگذار می‌کند. واسط به عنوان وکیل صاحبان اوراق، با شرکت بازرگانی به عنوان عامل، قرارداد مضاربه می‌بندد و پول را در اختیار شرکت بازرگانی قرار می‌دهد. شرکت بازرگانی با استفاده از پول‌های به دست آمده از واگذاری اوراق به خرید کالا در کشور و فروش آن در خارج از کشور اقدام می‌کند و در پایان قرارداد یا پایان هر سال مالی، سود فعالیت بازرگانی را بعد از کم کردن سهم شرکت بازرگانی به واسط می‌پردازد. واسط نیز بعد از کم کردن حق وکالت خود، باقیمانده سود را بین صاحبان اوراق تقسیم می‌کند.

مقدار سود به عوامل زیادی، مانند وضع اقتصادی کشور، وضع سوددهی بخشی که شرکت در آن بخش فعالیت بازرگانی دارد و میزان موفقیت مدیریت شرکت بازرگانی بستگی دارد.

گرچه شرکت بازرگانی بر اساس تجربه و شناختی که از بازار دارد، تا حدودی می‌تواند نرخ سود را تخمین بزند، ولی نرخ سود واقعی در پایان دوره مالی مشخص می‌شود و ممکن است که با نرخ سود انتظاری دوره اول متفاوت باشد.

امروزه در اقتصاد جهانی، تولید و صادرات نقش مهم و به‌سزایی را در رشد و توسعه هر کشوری، از جمله اقتصاد کشورهای در حال توسعه، ایفا می‌کند. پژوهش‌های نظری و تجربی، به وجود رابطه‌ای قوی میان توسعه صادرات و رشد اقتصادی تأکید داشته و بیانگر آن هستند که توسعه تجارت بین‌الملل، سبب افزایش تخصص و کارایی در بخش‌های بازرگانی شده و در نهایت، باعث تخصیص دوباره منابع از بخش‌های غیر تجاری و غیر کارآمد به بخش‌های تجاری می‌شود که این پدیده می‌تواند به رشد تولید کمک کند.

از طرف دیگر، افزایش صادرات غیر نفتی، همواره در سیاست‌گذاری‌های کلان کشور مورد توجه مسئولان بوده و برای رسیدن به آن از ابزارهای سیاستی گوناگون مانند پولی، مالی، بازرگانی و ارزی برای تشویق صادرات غیر نفتی استفاده شده است.

البته این به معنای موفقیت سیاست‌ها نیست؛ چرا که بر اساس آمار سازمان تجارت جهانی، جایگاه نسبی صادرات ایران از کل صادرات جهان در ۵۲ سال گذشته به شدت رو به کاهش بوده است یعنی سهم صادرات کشور از ۲،۳ درصد کل صادرات جهان در سال ۱۹۷۵ به ۰،۷ درصد در سال ۲۰۰۸ کاهش یافته است. در واقع، در طول این ۳۳ سال، جایگاه بازرگانی کشور، حدود ۳،۸۲ برابر پایین آمده است. در حالی که کره جنوبی با داشتن سهم ۰،۷۵ درصدی از کل صادرات جهان در سال ۱۹۷۵، این سهم را تا سال ۲۰۰۸ به ۶،۲ درصد ارتقا داده است.

از دیگر مشکل‌های توسعه صادرات غیرنفتی کشور می‌توان به برنامه‌ریزی ناصحیح صادرات غیر نفتی کشور، نبود تسهیلات و تشویق‌های کافی در امر صادرات، نبود اعتبارهای مالی کافی برای صادرکنندگان و هزینه بالای تأمین مالی برای صادرات اشاره کرد. در ایران به دلیل آنکه ساخت نظام مالی به بانک متکی است، تأمین مالی بخش‌های مختلف اقتصاد، از جمله صادرات به شدت به این بخش وابسته است. از طرف دیگر نظام بانکی کشور، بخش ناچیزی از نیازهای مالی صادرات را پوشش می‌دهد.

اوراق مضاربه، یکی از انواع متنوع اوراق بهادار اسلامی، مبتنی بر قرارداد مضاربه است. این اوراق با توجه به آنکه قابلیت مبادله در بازار ثانویه را دارد، می‌تواند به عنوان یک ابزار کارآمد مالی، علاوه بر تأمین مالی بخش صادرات، وابستگی نظام مالی را به تأمین مالی به وسیله بانک کاهش دهد و به

ارکان اوراق مضاربه

در معامله‌های مرتبط با اوراق مضاربه، علاوه بر سازمان بورس و اوراق بهادار که مجوز انتخاب شرکت واسط و انتشار اوراق مضاربه را صادر می‌کند و در هنگام کار نیز بر عملکرد آن نظارت دارد، عنصرهای زیر به صورت ارکان اصلی حضور دارند:

۱. بانی (شرکت بازرگانی)

مقصود از بانی، شرکت بازرگانی است که برای فعالیت تجاری به سرمایه احتیاج دارد. این شرکت می‌تواند با در نظر گرفتن سرمایه مورد نیاز و با انتخاب یک شرکت واسط سرمایه مورد نیاز خود را به وسیله انتشار اوراق مضاربه به دست آورد.

۲. ناشر (واسط)

ناشر اوراق مضاربه، شرکت واسط است که بعد از گرفتن مجوز قانونی به انتشار اوراق مضاربه اقدام کرده و آنها را در برابر دریافت پول مشخصی (قیمت اسمی اوراق) به سرمایه‌گذاران واگذار می‌کند. رابطه حقوقی ناشر با متقاضیان اوراق، رابطه وکالت است، به این معنا که ناشر با اعطای اوراق مضاربه، پول‌های سرمایه‌گذاران را در جایگاه وکیل دریافت می‌کند و سپس به وکالت از طرف آنها با شرکت بازرگانی قرارداد مضاربه می‌بندد و پول‌ها را در اختیار شرکت قرار می‌دهد و دیگر مسائل مرتبط با مضاربه را نیز پیگیری می‌کند. در پایان قرارداد نیز ناشر درصدی از سود عملیات مضاربه را به خاطر حق وکالتش برمی‌دارد و بقیه را بین صاحبان اوراق توزیع می‌کند.

۳. سرمایه‌گذاران (دارنده اوراق مضاربه)

دارندگان اوراق مضاربه (اعم از سرمایه‌گذاران حقیقی یا حقوقی)، در حقیقت مالکان به صورت مشاع سرمایه‌ای هستند که ناشر به وکالت از طرف آنان با قرارداد مضاربه در اختیار شرکت بازرگانی قرار داده است. دارندگان اوراق می‌توانند اوراق مضاربه را نگه دارند و در پایان قرارداد از منافع آنها استفاده کنند، همان‌طور که می‌توانند در مواقع نیاز به نقدینگی، اوراق را که سند مالکیت مشاع دارایی است، به سرمایه‌گذاران دیگر بفروشند. خریداران اوراق، مالکان جدید دارایی‌های بیان شده خواهند بود.

۴. امین

اگر اوراق مضاربه به صورت عرضه خصوصی به سرمایه‌گذاران فروخته شود، فقط شرکت واسط و سرمایه‌گذاران، طرف قرارداد هستند. اما اگر اوراق مضاربه به‌طور عمومی به تعداد زیادی از سرمایه‌گذاران فروخته شود، غیر از طرف‌های قرارداد، شخص ثالثی به نام امین، طرف قرارداد است که به نمایندگی از طرف دارندگان اوراق مضاربه بر اجرای تعهدهای انتشاردهنده نظارت می‌کند.

۵. شرکت تأمین سرمایه

شرکت تأمین سرمایه به عنوان کارگزار، از سوی شرکت واسط، اوراق بهادار مضاربه را پذیرهنویسی می‌کند. این پذیرهنویسی به دو روش امکان‌پذیر است:

در روش اول، شرکت تأمین سرمایه، نقش واسطه در واگذاری را بازی می‌کند و در برابر این کار، کارمزد دریافت می‌کند؛ اما در روش دوم، خود شرکت تأمین سرمایه، تمامی اوراق مضاربه را به صورت یکجا از واسط خریداری کرده، سپس به تدریج و با قیمت بالاتری به سرمایه‌گذاران واگذار می‌کند. بیان این نکته ضروری است که در فرآیند انتشار اوراق مضاربه، وجود شرکت تأمین سرمایه ضروری نیست، بلکه اختیاری بوده و نقش آسان کردن انتشار اوراق را دارد.

۶. شرکت رتبه‌بندی اعتباری

شرکت رتبه بندی اعتباری، مؤسسه‌ای است که به رتبه‌بندی اعتباری شرکت بازرگانی و اوراق مضاربه اقدام کرده و مجوز فعالیت از سازمان بورس و اوراق بهادار را دارد.

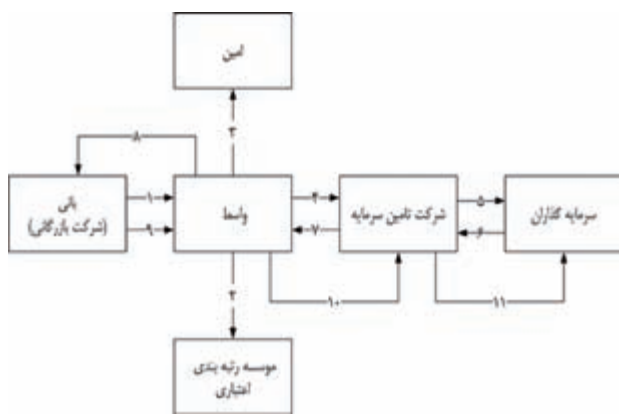
انواع اوراق مضاربه

الف. اوراق مضاربه خاص

گاهی یک شرکت بازرگانی، مجوز خرید و صادرات کالای خاصی، مانند کالاهای کشاورزی (مثل زعفران، پسته و زیره)، یا کالاهای صنعتی، مانند سنگ‌های تزئینی، فرش و غیره، یا سایر کالاهای بازرگانی را از دولت دریافت می‌کند و امور مربوط به بازاریابی را نیز انجام می‌دهد؛ ولی برای تأمین مالی با مشکل روبه‌رو است.

برای حل این مشکل و برای تأمین سرمایه مورد نیاز، شرکت بازرگانی می‌تواند به وسیله یک شرکت واسط به انتشار اوراق مضاربه اقدام کند. این شرکت بازرگانی بعد از واگذاری اوراق و آماده کردن سرمایه لازم، فعالیت بازرگانی مشخص را انجام داده، در پایان فعالیت سود به دست آمده را پس از کم کردن سهم عامل، بین صاحبان اوراق تقسیم می‌کند.

مدل عملیاتی اوراق مضاربه خاص



گردش مالی و روابط حقوقی اوراق مضاربه خاص

۱. شرکت بازرگانی در جایگاه بانی با انتخاب شرکت واسط (ناشر)، درخواست خود را برای انجام سرمایه‌گذاری به وسیله واسط اعلام و واسط را در جایگاه ناشر اوراق در انجام طرح تعیین می‌کند تا با او به عنوان وکیل سرمایه‌گذاران قرارداد مضاربه ببندد؛
۲. واسط با ارائه امیدنامه، تأیید لازم را از مؤسسه رتبه‌بندی اعتباری دریافت می‌کند؛

۳. شرکت واسط با موافقت سازمان بورس و اوراق بهادار، برای کنترل و نظارت بر تمام فرآیندها، مؤسسه امین را انتخاب می‌کند. امین نیز بر تمامی عملیات نظارت می‌کند؛

۴. واسط، با موافقت سازمان بورس و اوراق بهادار، اوراق مضاربه خاص را منتشر کرده و برای واگذاری در اختیار شرکت تأمین سرمایه می‌گذارد؛

۵. شرکت تأمین سرمایه با واگذاری اوراق مضاربه خاص به سرمایه‌گذاران، پول آنان را جمع‌آوری کرده و در اختیار واسط قرار می‌دهد؛

۶. شرکت واسط، پول سرمایه‌گذاران را در اختیار شرکت بازرگانی قرار می‌دهد؛

۷. شرکت بازرگانی، پول سرمایه‌گذاران را در فعالیت بازرگانی مورد نظر

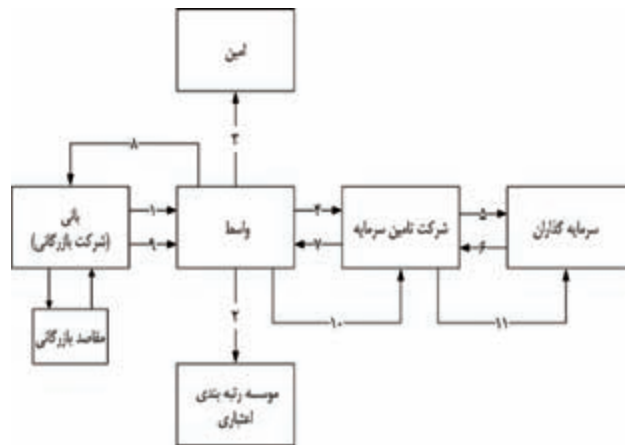
به کار گرفته، با تمام شدن عملیات بازرگانی (خرید، صدور، فروش کالا و پرداخت قیمت آن)، اصل و سود آن را بعد از کم کردن حق عامل در اختیار واسط می دهد؛

۱۰. واسط نیز این پول را پس از کم کردن حق الزحمه خود و مؤسسه امین، برای توزیع بین سرمایه گذاران در اختیار شرکت تأمین سرمایه قرار می دهد؛
۱۱. شرکت تأمین سرمایه پس از کم کردن حق الزحمه خود، بقیه را به صاحبان اوراق می پردازد.

ب. اوراق مضاربه عام با سررسید

در این نوع اوراق، شرکت بازرگانی صرفاً قصد فروش یک محموله بازرگانی خاص را ندارد؛ بلکه شرکت بازرگانی است که به صورت تخصصی در زمینه صادرات یک محصول خاص، مانند سنگ های تزئینی، فرش یا غیره فعال است. فعالیت بازرگانی این شرکت، به زمان مشخصی محدود نیست؛ از یک طرف، تولید می کند (یا از تولیدکننده خرید می کند) و از طرف دیگر، صادرات انجام می دهد. این شرکت برای تأمین مالی، در جایگاه مسئول اوراق مضاربه عام با سررسید معین (برای مثال، یک ساله، دو ساله یا پنج ساله) با دوره های پرداخت سود معین (برای مثال، فصلی) منتشر می کند و در اختیار متقاضیان قرار می دهد، سپس با سرمایه به دست آمده از واگذاری به فعالیت بازرگانی می پردازد و در پایان هر دوره مالی، سود را پس از کم کردن سهم عامل، بین صاحبان اوراق توزیع می کند. در پایان سررسید نیز علاوه بر سود آخرین دوره مالی، اصل سرمایه صاحبان اوراق را برمی گرداند و یا به اوراق مضاربه عام با سررسید جدیدی تبدیل می کند.

مدل عملیاتی اوراق مضاربه عام با سررسید



گردش مالی و روابط حقوقی اوراق مضاربه عام با سررسید

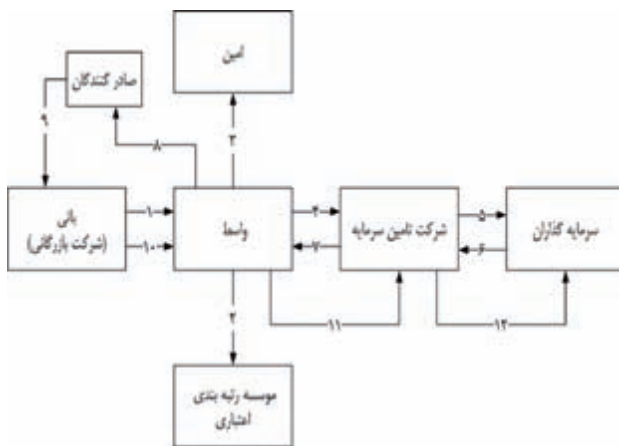
گردش مالی و روابط حقوقی این اوراق نیز شبیه اوراق قبلی است؛ این تفاوت که در این اوراق شرکت بازرگانی، پول سرمایه گذاران را در فعالیت های بازرگانی مورد نظر به کار گرفته و با مراکز خرید و فروش معامله می کند، بعد در جریان انجام عملیات در سررسیدهای معین شده، سودهای مشخصی را به سرمایه گذاران می پردازد. سپس در سررسید نهایی اوراق، با کم کردن حق بانی، اصل و سود به دست آمده از فعالیت بازرگانی را برای توزیع بین سرمایه گذاران در اختیار واسط قرار می دهد.

ج. اوراق مضاربه عام بدون سررسید

در این نوع اوراق، یک بانک یا مؤسسه مالی تخصصی، مانند بانک توسعه

صادرات، توسط یک شرکت ناشر، اوراق مضاربه عام بدون سررسید را با دوره های پرداخت سود معین (سه ماهه، شش ماهه یا سالانه) منتشر می کند و پول به دست آمده از آن را در اختیار مشتریان بزرگ خود، مانند شرکت برفاب، شرکت بازرگانی صنعت لوازم خانگی و سایر صادرکنندگان قرار می دهد تا به فعالیت بازرگانی بپردازند. در پایان هر دوره مالی نیز سود به دست آمده از فعالیت را پس از کم کردن سهم شرکت بازرگانی، میان صاحبان اوراق توزیع می کند. این وضع تا زمان از بین رفتن شرکت بازرگانی متقاضی سرمایه ادامه می یابد و در صورت انحلال شرکت، دارایی آن بر اساس مقررات بین صاحبان اوراق تقسیم می شود. در این نوع اوراق، مسئول می تواند به جای تصدی مستقیم فعالیت بازرگانی، نقش مؤسسه آماده کردن سرمایه برای شرکت های بازرگانی را ایفا کند و پول به دست آمده از واگذاری اوراق مضاربه را بر اساس قراردادهای مضاربه در اختیار شرکت های بازرگانی بگذارد و در سود فعالیت با آنها شریک شود. همان طور که می تواند ترکیبی از آن دو را انتخاب کند؛ با بخشی از سرمایه، صادرات کند و بخشی دیگر را به صورت مضاربه در اختیار صادرکنندگان بگذارد.

مدل عملیاتی اوراق مضاربه عام بدون سررسید



گردش مالی و روابط حقوقی اوراق مضاربه عام بدون سررسید گردش مالی و روابط حقوقی این اوراق نیز شبیه اوراق قبلی است، با این تفاوت که این اوراق دارای سررسید نیست و با فرض تداوم فعالیت ناشر منتشر می شود.

بازار ثانویه اوراق مضاربه

صاحبان اوراق مضاربه می توانند اوراق را نگهداری و بر اساس زمان بندی، در پایان هر دوره مالی، سود دریافت کنند. همان طور که می توانند در وقت نیاز به نقدینگی در بازار ثانوی به فروش رسانند. از آنجا که اوراق مضاربه، بازدهی متناسب با بازدهی بخش بازرگانی دارد، گروهی از افراد - به ویژه افراد ریسک پذیر - آماده سرمایه گذاری در آن بخش و خرید اوراق مضاربه خواهند بود. در نتیجه، انتظار می رود که بعد از گذشت مدت زمان مناسب و گسترش اطلاعات و فرهنگ لازم، بازار ثانویه فعالی برای این اوراق شکل گیرد. البته قیمت خرید و فروش اوراق مضاربه در بازار ثانویه، لزوماً قیمت اسمی اوراق نخواهد بود؛ بلکه متناسب با مدت زمان باقیمانده تا پایان دوره مالی و تا پایان سررسید (در اوراق دارای سررسید) و نرخ سود دوره های گذشته، افزایش می یابد.