

چالش‌های تأمین مالی بنگاه‌ها از طریق انتشار صکوک (اوراق مالی اسلامی)

معاونت پژوهش‌های اقتصادی
دفتر: مطالعات اقتصادی

کد موضوعی: ۲۲۰
شماره مسلسل: ۱۶۶۲۲
مهرماه ۱۳۹۸

به نام خدا

فهرست مطالب

۱.....	چکیده
۲.....	مقدمه
۲.....	۱. نگاهی اجمالی به تأمین مالی از طریق بازار سرمایه و شبکه بانکی
۲.....	۱-۱. مقایسه تأمین مالی از طریق بازار سرمایه و شبکه بانکی
۴.....	۱-۲. تأمین مالی در شبکه بانکی
۵.....	۱-۳. تأمین مالی در بازار سرمایه ایران
۸.....	۱-۳-۱. انواع صکوک منتشره توسط بنگاه‌ها
۹.....	۱-۳-۲. فرایند انتشار صکوک در بازار سرمایه و هزینه‌های مترتب بر آن
۱۲.....	۱-۳-۳. انتشار صکوک در سایر کشورها
۱۳.....	۲. چالش‌های تأمین مالی از مسیر بازار سرمایه در ایران
۱۴.....	۲-۱. نرخگذاری دستوری و خارج از قواعد سرمایه‌گذاری صکوک
۱۶.....	۲-۲. فقدان رتبه اعتباری صکوک
۱۸.....	۲-۳. پیچیدگی ماهیت صکوک
۱۸.....	۳. پیامدهای نرخگذاری دستوری
۱۸.....	۳-۱. افزایش هزینه غیربهره‌ای انتشار صکوک
۱۹.....	۳-۲. توزیع غیرشفاف منافع مالی حاصل از انتشار صکوک
۲۱.....	۴. راهکارها
۲۱.....	۴-۱. مداخله غیردستوری بانک مرکزی
۲۱.....	۴-۲. الزام به ارائه رتبه اعتباری صکوک و بنگاه‌ها توسط مؤسسات رتبه‌بندی در بازار سرمایه
۲۲.....	۴-۳. انتشار صکوک بدون کوپن (فروش اوراق به کسر)
۲۲.....	۴-۴. افزایش عمق بازار اوراق مالی اسلامی
۲۲.....	۴-۵. کاهش زمان رویه‌های اداری و اجرایی انتشار صکوک
۲۳.....	۵. جمع‌بندی و نتیجه‌گیری
۲۳.....	منابع و مأخذ



چالش‌های تأمین مالی بنگاه‌ها از طریق انتشار صکوک (اوراق مالی اسلامی)

چکیده

انتشار صکوک از طریق بازار سرمایه، یکی از مسیرهایی است که بنگاه‌ها می‌توانند برای تأمین مالی سرمایه در گردش یا سرمایه‌گذاری جدید جهت توسعه فعالیت‌های تولیدی خود از آن استفاده کنند. از طریق انتشار صکوک می‌توان نقدینگی موجود در جامعه (سپرده‌های مردم) را به صورت مستقیم به سمت تولید هدایت کرد، زیرا در این سازوکار بنگاه تولیدی به طور مستقیم با سرمایه‌گذاران (مردم) تعامل دارد. بررسی‌ها نشان می‌دهد که در اقتصاد ایران حجم تأمین مالی بنگاه‌ها از مسیر بازار سرمایه در مقایسه با اخذ تسهیلات از شبکه بانکی بسیار ناچیز است و در واقع از این ظرفیت مهم استفاده نمی‌شود که این امر نشان می‌دهد چالش‌هایی در مسیر تأمین مالی از طریق انتشار صکوک در بازار سرمایه وجود دارد. گزارش به تحلیل این چالش‌ها می‌پردازد.

اعمال نرخ‌های دستوری و نامتناسب با شرایط بازار برای صکوک از سوی بانک مرکزی و سازمان بورس باعث شده است که فروش این اوراق در بازار اولیه دشوار شده و هزینه‌های متعهد پذیرنویسی و بازارگردانی افزایش یابد که منجر به افزایش هزینه تمام شده تأمین مالی برای بنگاه می‌گردد و البته توزیع منافع مالی میان شرکت‌های تأمین سرمایه و سرمایه‌گذاران (حقیقی و حقوقی) را غیرشفاف می‌کند. از سوی دیگر عدم آشنایی فعالان اقتصادی با صکوک و پیچیدگی‌های آن و البته تعدد مراحل اخذ مجوز انتشار و در نهایت فرایند طولانی تأیید رکن ضامن صکوک با ضمانت بانکی توسط بانک مرکزی، منجر به افزایش هزینه‌های مبادلاتی انتشار صکوک برای بنگاه‌ها شده است.

بر این اساس، اصلاح نحوه مداخله نهادهای تنظیمگر در خصوص نرخ‌های صکوک در راستای تناسب بیشتر این نرخ‌ها با شرایط بازار، الزام به ارائه رتبه اعتباری صکوک و رتبه اعتباری بنگاه‌ها توسط مؤسسات رتبه‌بندی در بازار سرمایه، امکان انتشار صکوک بدون کوپن همچون اسناد خزانه برای بنگاه‌ها و در نهایت تلاش برای کاهش زمان رویه‌های اداری و اجرایی انتشار صکوک می‌تواند رغبت بنگاه‌ها و سرمایه‌گذاران برای استفاده از این سازوکار را افزایش دهد.

مقدمه

یکی از راه‌های پیش‌روی بنگاه‌های اقتصادی برای تأمین مالی، استفاده از ابزارهای موجود در بازار سرمایه است. انتشار سهام جدید و اوراق مالی دو ابزاری است که بنگاه‌ها برای تأمین مالی از بازار سرمایه می‌توانند استفاده کنند. تأمین مالی از طریق انتشار اوراق مالی (صکوک) در سال‌های اخیر مورد توجه بنگاه‌ها در ایران قرار گرفته است.

در حال حاضر باتوجه به شرایط مالی بانک‌ها و مؤسسات اعتباری، تسهیلات‌دهی به بنگاه‌ها با دشواری صورت می‌گیرد. ازسوی دیگر تقاضای بنگاه‌ها نیز به‌واسطه افزایش هزینه‌های ناشی از افزایش نرخ ارز و افزایش سطح قیمت‌ها به‌ویژه برای تأمین سرمایه در گردش افزایش یافته است. در این شرایط تأمین مالی از طریق انتشار صکوک در بازار سرمایه می‌تواند سازوکاری مناسب برای تأمین مالی بنگاه‌ها محسوب شود.

در این گزارش تلاش می‌شود، ضمن معرفی فرایند تأمین مالی از طریق صکوک و مقایسه آن با تأمین مالی از طریق نظام بانکی، چالش‌های استفاده از این ابزار در اقتصاد ایران مورد بررسی قرار گیرد و راهکارهایی برای رفع آنها پیشنهاد گردد.

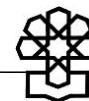
۱. نگاهی اجمالی به تأمین مالی از طریق بازار سرمایه و شبکه بانکی

اقتصاد ایران، اقتصادی بانک‌محور است و براساس گزارش‌های بانک مرکزی، بخش غالب (بیش از ۸۰ درصد) تأمین مالی در اقتصاد ایران از طریق نظام بانکی صورت می‌گیرد.^۱ با وجود این در سال‌های اخیر تأمین مالی از طریق بازار سرمایه رشد خوبی داشته است. در این بخش به مقایسه تأمین مالی بنگاه‌ها از طریق بازار سرمایه و شبکه بانکی، میزان تأمین مالی صورت گرفته در بازار سرمایه، هزینه‌های تأمین مالی بازار سرمایه و نوع صکوک منتشره در بازار سرمایه کشور و کشورهای منتخب پرداخته می‌شود.

۱-۱. مقایسه تأمین مالی از طریق بازار سرمایه و شبکه بانکی

بازار سرمایه و شبکه بانکی دو بازار مهم و رسمی به‌منظور تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی هستند. تأمین مالی از طریق شبکه بانکی در قالب تسهیلات، ذیل عقود مشخص فقهی صورت می‌پذیرد و طبق قانون عملیات بانکی بدون ربا، عقود مشارکت حقوقی، مشارکت مدنی، جعاله، اجاره به شرط تملیک، مضاربه، فروش اقساطی و... بدین منظور طراحی شده است. به‌طور معمول، مدت زمان (سررسید) تسهیلات برای بنگاه‌ها کوتاه‌مدت (حداکثر یکسال) است و البته در سررسید می‌توانند امهال کنند.

1. <https://cbi.ir/showitem/17231.aspx>



انتشار صکوک در بازار سرمایه نیز ذیل عقود فقهی صورت می‌پذیرد؛ بانی اوراق (بنگاه متقاضی تأمین مالی) پس از تأیید انتشار اوراق توسط سازمان بورس و اوراق بهادار، ذیل عقد مورد استفاده، از طریق ناشر اوراق (نهاد واسط) دارایی‌های مبنای انتشار صکوک را به سرمایه‌گذاران منتقل می‌کند و در مقابل، منابع مالی سرمایه‌گذاران به بانی انتقال می‌یابد. اوراق پس از پذیره‌نویسی، در بازار ثانویه معامله می‌شود و در فواصل زمانی مشخص، سود اوراق پرداخت می‌گردد. در نهایت در سررسید؛ اصل و باقی‌مانده سود اوراق (آخرین کوپن اوراق) به دارندگان اوراق پرداخت می‌شود و دارایی‌های مبنای انتشار اوراق، نیز توسط ناشر به بانی منتقل می‌گردد.

جدول زیر به ویژگی‌های تأمین مالی از طریق شبکه بانکی و بازار سرمایه اشاره می‌کند.

جدول ۱. مقایسه تأمین مالی شبکه بانکی و اوراق مالی اسلامی^۱ بازار سرمایه

ردیف	ویژگی	شبکه بانکی	بازار سرمایه
۱	مدت تأمین مالی	معمولاً کوتاه مدت (تا یک سال)	معمولاً بلندمدت (حدود ۴ سال)
۲	نرخ تأمین مالی	نرخ تسهیلات در حجم‌های بالا، معمولاً در مذاکره با بانک مشخص می‌شود.	نرخ سود اسمی اوراق و هزینه‌های مربوط به متعهد پذیره‌نویسی و بازارگردان در مذاکره با شرکت تأمین سرمایه مشخص می‌شود.
۳	زمان دستیابی به تأمین مالی	نسبتاً سریع	زمانبر و طولانی
۴	نوع تأمین مالی	به‌طور غیر مستقیم (از طریق بانک)	به‌طور مستقیم (از دارندگان منابع مازاد مالی)
۵	تعداد تأمین مالی‌کنندگان	تعداد کم (مخاطب بنگاه، بانک یا مؤسسه اعتباری است که تسهیلات پرداخت کرده است).	تعداد بسیار (مخاطب بنگاه، تمام دارندگان اوراق هستند که یا اوراق را در دوره پذیره‌نویسی خریداری کرده‌اند و یا در بازار ثانویه خریداری کرده‌اند).
۶	ارکان تأمین مالی	تعداد کم ارکان (حداکثر ۶ رکن): ۱. تسهیلات گیرنده ۲. سپرده‌گذار ۳. بانک ۴. صندوق ضمانت ۵. ضامن تسهیلات ۶. بانک مرکزی (نظارت)	تعداد زیان ارکان (حداقل ۱۰ رکن): ۱. بانی اوراق ۲. ضامن اوراق ۳. خریداران اوراق ۴. مشاور عرضه ۵. متعهد پذیره‌نویسی ۶. عامل فروش ۷. بازارگردان ۸. کارگزاران ۹. نهاد رتبه‌بندی ۱۰. بانک مرکزی (نظارت) ۱۱. سازمان بورس (نظارت) ۱۲. شرکت فرابورس یا بورس تهران (نظارت) ۱۳. شرکت سپرده‌گذاری مرکزی (نهاد واسط یا ناشر)
۷	میزان بوروکراسی	کم	زیاد

مأخذ: یافته‌های پژوهش.

۱. منظور از اوراق مالی اسلامی، صکوک و اسناد خزانه اسلامی است.

در میان انواع مزیت‌ها و معایب تأمین مالی از طریق شبکه بانکی و بازار سرمایه، هزینه‌های تأمین مالی و زمان دسترسی از مؤلفه‌های مهم تصمیم‌گیری بنگاه‌ها پیرامون بهره‌گیری از بازار پول و سرمایه هستند. درواقع؛ چنانچه هزینه تأمین مالی بنگاه‌ها در یکی از دو بازار سرمایه (انواع اوراق بهادار اسلامی) و شبکه بانکی (دریافت تسهیلات بانکی) کمتر باشد، توجه بنگاه به آن بازار خواهد بود.

در ادامه این گزارش به تفصیل بیشتری پیرامون هزینه‌های تأمین مالی در دو بازار پول و سرمایه و فرایند دسترسی به منابع مالی در این دو بازار بحث می‌گردد و سپس سایر هزینه‌های انتشار صکوک در بازار سرمایه بررسی می‌شود.

۲-۱. تأمین مالی در شبکه بانکی

حجم کل تسهیلات پرداختی بانک‌ها^۱ در سال ۱۳۹۷ به بخش‌های اقتصادی حدود ۷۷۳ هزار میلیارد تومان بوده است که در مقایسه با دوره قبل (سال ۱۳۹۶) حدود ۲۶٪ (معادل ۱۶۰ هزار میلیارد تومان) افزایش داشته است.^۲ با توجه به افزایش نرخ تورم و هزینه‌های بنگاه‌ها، چنانچه این میزان از تسهیلات‌دهی را با شاخص‌های قیمت تولیدکننده تعدیل کنیم، عملاً نرخ رشد واقعی تسهیلات در سال ۱۳۹۷ نسبت به سال گذشته حدود ۱۴ درصد کاهش یافته است.^۳

از کل تسهیلات پرداختی شبکه بانکی در سال ۱۳۹۷، سهم تسهیلات اعطایی به بنگاه‌ها (به‌غیر از سرفصل تسهیلات مسکن و سایر) در سال ۹۷ مبلغ حدود ۶۰۷ هزار میلیارد تومان معادل ۷۸ درصد کل تسهیلات پرداختی بوده است.^۴ شایان ذکر است که حجم زیادی از تسهیلات اعطایی توسط شبکه بانکی از نوع امهال (تمدید تسهیلات غیرجاری) بوده است و درواقع، جریان نقدی تازه‌ای وارد بنگاه و بخش واقعی اقتصاد نشده است.^۵

جدول زیر حجم تسهیلات اعطایی و حوزه‌های آن را نشان می‌دهد. مطابق با جدول، اگرچه حجم تسهیلات اعطایی به بنگاه‌ها رشد ۲۴٪ داشته است (۱۱۹ هزار میلیارد تومان)، اما رشد واقعی تسهیلات اعطایی (تعدیل یافته با شاخص قیمت‌های تولیدکننده) به بنگاه حدود ۱۵٪ کاهش داشته است.

۱. باید توجه داشت که این رقم، مجموع تسهیلات جدید پرداخت شده و تسهیلات امهال شده توسط بانک‌ها را شامل می‌شود.
2. <https://www.cbi.ir/showitem/19069.aspx>

۳. ارقام گزارش براساس شاخص بهای تولیدکننده اعلامی توسط مرکز آمار ایران تعدیل شده است.

۴. بخشی از تسهیلات اعطایی به بنگاه‌ها ذیل مورد سایر تسهیلات آمده است که با توجه به عدم اطلاع دقیق از سهم آن، ۶۰۷ هزار میلیارد تومان به‌عنوان میزان تسهیلات اعطایی به بنگاه‌ها در نظر گرفته می‌شود. البته میزان دقیق تسهیلات اعطایی به بنگاه‌ها از این عدد بیشتر خواهد بود.



جدول ۲. نرخ رشد تسهیلات، حجم تسهیلات و حوزه اعطای تسهیلات شبکه بانکی به بنگاه‌ها در سال ۱۳۹۷

(هزار میلیارد تومان)

ردیف	مورد تسهیلات	حجم تسهیلات سال ۱۳۹۷	درصد از کل تسهیلات اعطایی به بنگاه سال ۱۳۹۷	حجم تسهیلات سال ۱۳۹۶	نرخ رشد اسمی تسهیلات (درصد)	نرخ رشد واقعی ^۲ تسهیلات نسبت به سال ۱۳۹۶ (درصد)
۱	ایجاد	۱۱۲/۵	۱۸/۵	۶۱	۸۴	۲۵/۵۸
۲	تأمین سرمایه در گردش	۴۳۲	۷۱	۳۷۸	۱۴	-۲۲
۳	تعمیر	۱۵/۵	۲/۵	۱۹	-۱۸	-۴۴/۲
۴	توسعه	۴۶/۷	۷/۷	۳۰	۵۵	۶
۵	مجموع تسهیلات به بنگاه‌ها	۶۰۷	۱۰۰	۴۸۸	۲۴	-۱۵/۳

مأخذ: مستخرج از داده‌های بانک مرکزی.

نرخ رسمی تأمین مالی در شبکه بانکی در سال ۱۳۹۷ برابر با ۱۸٪ بوده است. البته شواهد نشان می‌دهد که بانک‌ها به طرق مختلف مثل الزام به مسدود کردن بخشی از تسهیلات یا الزام به سپرده‌گذاری و ... عملاً هزینه تمام شده تسهیلات بانکی را برای بنگاه‌ها افزایش داده‌اند.

۳-۱. تأمین مالی در بازار سرمایه ایران

بازار سرمایه سازوکار دیگر تأمین مالی است که در آن دولت و بنگاه‌ها با انتشار اوراق بهادار به تجهیز منابع مالی اقدام می‌کنند و نیازهای مالی و سرمایه‌ای خود را تأمین می‌کنند. نقش اصلی بازار سرمایه، تأمین مالی بنگاه‌ها از طریق انتشار سهام و افزایش سرمایه است. در کنار بازار اوراق سهام، اوراق مالی اسلامی نیز که سررسید بلندمدت‌تری نسبت به تسهیلات بانکی دارند، در بازار سرمایه انتشار یافته و مورد معامله قرار می‌گیرد.

حجم اوراق مالی اسلامی در بازار سرمایه طی سالیان گذشته افزایش یافته است و علاوه بر بنگاه‌ها که به انتشار صکوک اقدام می‌کنند، دولت، وزارتخانه‌ها و شرکت‌های دولتی نیز به انتشار اوراق مالی اسلامی (مطابق با اقتضائات شرعی) می‌پردازند. اسناد خزانه اسلامی، اوراق مشارکت و اوراق منفعت نمونه‌هایی از اوراق بهاداری است که دولت و وزارتخانه‌ها به منظور تأمین کسری منابع مالی خود در سال‌های اخیر منتشر کرده‌اند.

جدول زیر میزان انتشار اوراق مالی اسلامی دولتی در سال ۱۳۹۶ و ۱۳۹۷ را نشان می‌دهد.

1. <https://www.cbi.ir/showitem/17757.aspx>

۲. نرخ رشد واقعی مبتنی بر تعدیل تسهیلات بر حسب شاخص قیمت تولیدکننده اعلام شده از سوی مرکز آمار ایران انجام شده است.

جدول ۳. حجم انتشار اوراق مالی اسلامی دولتی در سال ۱۳۹۶ و ۱۳۹۷ (میلیارد تومان)

ردیف	نوع اوراق مالی	۱۳۹۶	۱۳۹۷	رشد اسمی (درصد)	رشد واقعی (درصد)*
۱	اسناد خزانه**	۳۴۸۲۳	۳۴۲۰۷	-۱/۷	-۳۳
۲	صکوک	۲۲۰۵۰	۶۱۰۰	-۷۲	-۸۱
۳	مجموع	۵۶۸۷۳	۴۰۳۰۷	-۳۰	-۵۱

مأخذ: محاسبات محقق براساس داده‌های سازمان بورس، فرابورس ایران، بورس انرژی، بورس کالا، بورس تهران.

*تعدیل شده بر حسب شاخص قیمت تولید کننده اعلامی مرکز آمار ایران

**نوعی اوراق بدهی مسجل شده دولتی است که بر اساس عقد بیع دین طراحی شده است. این اوراق شبیه به اوراق قرضه بدون کوپن در بازارهای مالی متعارف می‌باشد.

طبق جدول بالا، در سال ۱۳۹۷ مجموع ارزش اسمی مالی اسلامی دولتی منتشر شده نسبت به سال ۱۳۹۶ حدود ۳۰ درصد کاهش و ارزش واقعی (تعدیل شده با شاخص قیمت‌ها) آن حدود ۵۱ درصد کاهش داشته است.

همچنین نرخ سود انتشار اسناد خزانه و صکوک در جدول زیر آمده است.

جدول ۴. نرخ سود اوراق مالی اسلامی دولتی در سال ۱۳۹۶ و ۱۳۹۷

ردیف	سال و نرخ نوع اوراق	سال ۱۳۹۷			سال ۱۳۹۶		
		مقدار	میانگین نرخ سود (نرخ اسمی) (درصد)	نرخ سود (نرخ بازار) (درصد)	مقدار	میانگین نرخ سود (نرخ اسمی) (درصد)	نرخ سود (نرخ بازار) (درصد)
۱							
۲	اسناد خزانه	۳۴۲۰۷	-	۲۲ (بازده تا سررسید)	۳۴۸۲۳	-	۲۱/۵
۳	صکوک	۶۱۰۰	۱۷	۱۹	۲۲۰۵۰	۱۸	۱۹/۵
۴	نرخ نهایی (موزون)	۴۰۳۰۷	-	۲۱/۵	۵۶۸۷۳	-	۲۰/۰۶

مأخذ: محاسبات محقق مبتنی بر داده‌های سازمان بورس، فرابورس ایران، بورس انرژی، بورس کالا، بورس تهران.

جدول ۵ و نمودار ۱، میزان عرضه عمومی اولیه (انتشار سهام) و انتشار صکوک بنگاه‌ها طی سال‌های گذشته در بورس تهران، فرابورس ایران، بورس کالا و بورس انرژی را نشان می‌دهد.



جدول ۵. حجم انتشار سهام و اوراق مالی اسلامی بنگاه‌ها در بازار سرمایه ایران در سال‌های گذشته

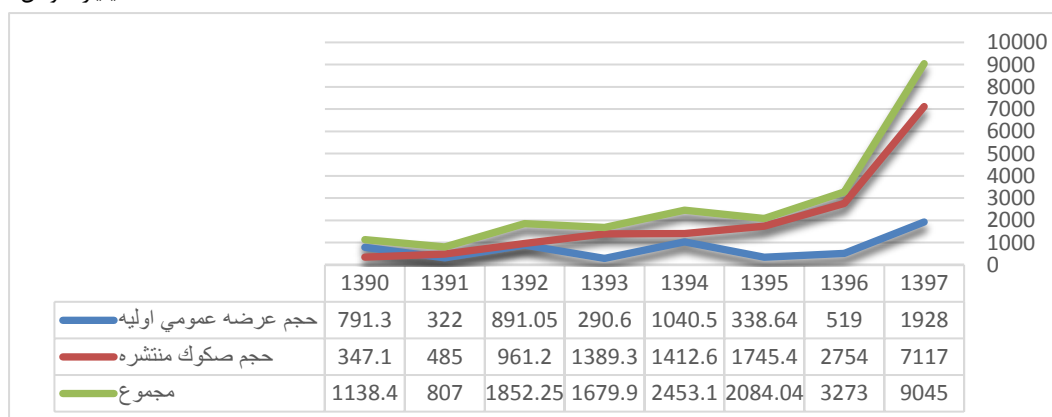
(میلیارد تومان)

ردیف	نوع اوراق بهادار	۱۳۹۷	۱۳۹۶	۱۳۹۵	۱۳۹۴	۱۳۹۳	۱۳۹۲	۱۳۹۱	۱۳۹۰
۱	انتشار سهام (عرضه عمومی اولیه)	۱۹۲۸	۵۱۹	۳۳۸,۶۴	۱۰۴۰	۲۹۰,۶	۸۹۱	۳۲۲	۷۹۱,۳
۲	انتشار صکوک	۷۱۱۷	۲۷۵۴	۱۷۴۵,۴	۱۴۱۲	۱۳۸۹,۳	۹۶۱,۲	۴۸۵	۳۴۷,۱
۳	مجموع	۹۰۴۵	۳۲۷۳	۲۰۸۴,۰۴	۲۴۵۳	۱۶۷۹,۹	۱۸۵۲,۲	۸۰۷	۱۱۳۸,۴
۴	درصد رشد اسمی	٪۱۷۶	٪۵۷	٪۱۵	٪۴۶	٪۹,۲	٪۱۲۹	٪۲۹	-
۵	درصد رشد واقعی	٪۸۸	٪۳۹	٪۲۰	٪۴۰	٪۲۱	٪۷۹	٪۸۱	-

مأخذ: گزارش‌های آماری ماهیانه سازمان بورس و اوراق بهادار، سایت tsetmc.com و سایت www.sukuk.ir.

نمودار ۱. حجم انتشار سهام و اوراق مالی اسلامی بنگاه‌ها در بازار سرمایه ایران در سال‌های گذشته

(میلیارد تومان)



مأخذ: همان.

همان طور که از جدول و نمودار بالا مشخص است، حجم اسمی اوراق بهادار منتشر شده در بازار سرمایه توسط بنگاه‌ها طی سالیان گذشته افزایش داشته است، اما ارزش واقعی آن رشد کمتری داشته است. جدول زیر نسبت حجم انتشار صکوک بنگاه‌ها در بازار سرمایه به ارزش کل بازار سرمایه در سال‌های گذشته را نشان می‌دهد

جدول ۶. نسبت انتشار صکوک بنگاه‌ها به ارزش کل بازار سرمایه در سال‌های گذشته

ردیف	نسبت	۱۳۹۷	۱۳۹۶	۱۳۹۵	۱۳۹۴
۱	حجم انتشار صکوک بنگاه‌ها در بازار سرمایه به ارزش بازار سرمایه (درصد)	۰/۶۲	۰/۴۲	۰/۳۴	۰/۲۸
۲	نرخ رشد انتشار صکوک بنگاه‌ها به ارزش بازار سرمایه (درصد)	۴۷	۲۳/۵	۲۱/۵	-

مأخذ: محاسبات محقق مبتنی بر داده‌های شرکت بورس تهران، فرابورس ایران، بورس انرژی و بورس کالا.

با توجه به جدول ۶ مشخص می‌شود که انتشار صکوک در بازار سرمایه توسط بنگاه‌های اقتصادی در سال ۱۳۹۷ در مقایسه با سال‌های گذشته افزایش داشته است و از میانگین چندساله بالاتر بوده است. با وجود این، دقت در ارقام جداول فوق نشان می‌دهد که علی‌رغم رشد تأمین مالی بنگاه‌ها از طریق بازار سرمایه، حجم انتشار صکوک (که برابر حدود ۷۲۰۰ میلیارد تومان بوده است) در مقایسه با حجم تأمین مالی بنگاه‌ها توسط شبکه بانکی (حدود ۶۰۷ هزار میلیارد تومان) بسیار اندک است.

۱-۳-۱. انواع صکوک منتشره توسط بنگاه‌ها

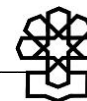
بنگاه‌ها می‌توانند انواع مختلفی از صکوک را منتشر کنند. صکوک اجاره، مرابحه، منفعت، جعاله، استصناع، سلف، اوراق رهنی و اوراق مشارکت، اوراق مالی اسلامی است که دستورالعمل‌های انتشار آن توسط سازمان بورس و اوراق بهادار ابلاغ شده است و بنگاه‌ها می‌توانند برحسب موضوع تأمین مالی و شرایط بنگاه، به این روش‌ها تأمین مالی کنند. صکوک اجاره و مرابحه بیشترین فراوانی انتشار را در سالیان گذشته داشته است. عمدتاً هدف از انتشار صکوک توسط بنگاه‌ها، تأمین سرمایه در گردش بنگاه است. جدول ۷، برخی صکوک منتشر شده توسط بنگاه‌ها در سال‌های اخیر را نشان می‌دهد.

جدول ۷. صکوک منتشر شده توسط بنگاه‌های منتخب طی سال‌های اخیر

ردیف	بانی صکوک	نوع صکوک	حجم صکوک (میلیارد تومان)	سال انتشار
۱	خودروسازی سایپا	اجاره	۱۱۹۰	۱۳۹۷
۲	شرکت توسعه اعتماد مبین	اجاره	۱۰۰۰	۱۳۹۷
۳	ایران خودرو	مرابحه	۷۰۰	۱۳۹۶
۴	گل گهر	اجاره	۲۰۰	۱۳۹۶
۵	سایپادک	اجاره	۸۵	۱۳۹۶
۶	خودروسازی سایپا	سلف	۵۰۰	۱۳۹۶
۷	شرکت لیزینگ ایران و شرق	مشارکت	۲۴	۱۳۹۶
۸	شرکت کرمان موتور	مرابحه	۱۰۰	۱۳۹۶
۹	خودروسازی سایپا	مرابحه	۵۰۰	۱۳۹۵
۱۰	شرکت رایتل	اجاره	۲۰۰	۱۳۹۵
۱۱	شرکت هواپیمایی ماهان	اجاره	۲۱۰	۱۳۹۵
۱۲	لیزینگ امید	مشارکت	۱۰۰	۱۳۹۵

مأخذ: سایت www.tsetmc.com

جدول ۸ حجم صکوکی که توسط شرکت‌های منتخب در سال‌های گذشته منتشر شده است را نشان می‌دهد. در این جدول، نرخ اسمی صکوک (که در بازه ۱۶ درصد تا ۲۳ درصد است)، کل هزینه‌های انتشار صکوک (ریالی) و نسبت هزینه‌ها به ارزش اسمی اوراق آمده است. همان‌طور که در جدول مشاهده



می‌شود، بیشتر هزینه‌های انتشار مربوط به هزینه‌های ارکان به‌خصوص هزینه‌های بازارگردانی اوراق است. جمع هزینه‌های بهره‌ای و غیربهره‌ای انتشار صکوک شرکت‌های منتخب در سال‌های گذشته در ستون انتهایی آمده است که در بازه ۱۹/۵ درصد تا ۲۷/۳ درصد قرار داشته است.

جدول ۸. میزان و درصد هزینه‌های انتشار صکوک

به تفکیک هزینه‌های ارکان و کل هزینه‌های انتشار در صکوک منتخب (میلیارد تومان)

ردیف	نماد	زمان انتشار	ارزش صکوک	نرخ اسمی (درصد)	کل هزینه‌های انتشار	درصد کل هزینه‌های انتشار به ارزش صکوک منتشرشده (درصد)	هزینه‌های ارکان	درصد هزینه‌های ارکان به ارزش صکوک منتشرشده (درصد)	هزینه انتشار صکوک (درصد)
۱	ساما	۱۳۹۰	۱۰۰	۲۰	۳/۸	۳/۸	۳/۵	۳/۵	۲۳/۸
۲	صجاد	۱۳۹۲	۱۵۰	۲۰	۹/۰۹	۶/۱	۹	۶	۲۶/۱
۳	جوپار	۱۳۹۰	۴۱/۵	۲۱	۱/۴۴	۳/۵	۱/۴۱	۳/۴	۲۴/۵
۴	ماهان ۱	۱۳۸۹	۲۹/۱	۲۰	۷/۲	۲/۵	۷/۲	۲/۵	۲۲/۵
۵	ماهان ۲	۱۳۹۰	۹۱/۴	۲۰	۳/۲	۳/۵	۹۱/۴	۳/۳	۲۳/۵
۶	صامید	۱۳۹۰	۱۰۸/۷	۲۰	۳/۹	۳/۶	۳/۵	۳/۲	۲۳/۶
۷	صایتل ۲	۱۳۹۳	۳۰۰	۲۲	۶/۱	۲	۶	۲	۲۴
۸	صکاوه	۱۳۹۳	۲۰۰	۲۰	۱۴/۶	۷/۳	۱۴	۷	۲۷/۳
۹	صخابر	۱۳۹۴	۴۵۰	۱۶	۱۵/۷۹	۳/۵	۱۵/۷۵	۳/۵	۱۹/۵
۱۰	صملی	۱۳۹۴	۱۶۲/۹	۲۳	۸/۱۵	۵	۸/۱۴	۵	۲۸
۱۱	میانگین	-	۱۶۳/۳	۲۰/۲	۶/۶	۴/۱	۶/۵	۳/۹	۲۴/۳

مأخذ: گزارش آسیب‌شناسی بازارگردانی اوراق با درآمد ثابت با رویکرد تحلیل‌های آماری، مدیریت تحقیق و توسعه بورس تهران، ۱۳۹۶، ص ۱۳.

۳-۱-۲. فرایند انتشار صکوک در بازار سرمایه و هزینه‌های مترتب بر آن

به‌منظور انتشار صکوک و تأمین مالی از مسیر بازار سرمایه، لازم است تا بنگاه‌ها فرایندی چندمرحله‌ای را طی کنند. تعدد مراحل به معنای افزایش هزینه‌های مبادلاتی^۱ است که در نهایت، هزینه‌های آن بر بنگاه‌ها بار می‌شود. در حال حاضر مراحل انتشار صکوک در بازار سرمایه ایران عبارتند از:

۱. تصمیم بنگاه مبنی بر انتشار صکوک (تأیید هیئت‌مدیره و...)
۲. مراجعه به مشاور عرضه اوراق (شرکت تأمین سرمایه) به‌منظور مشاوره در انتشار اوراق و ارتباط با سایر ارکان انتشار اوراق مانند سازمان بورس و اوراق بهادار^۲
۳. انجام بررسی‌های اولیه توسط مشاور عرضه (اعتبارسنجی، بررسی نسبت‌های مالی، خروجی حسابرسی و ...)
۴. تهیه گزارش توجیهی تأمین مالی بنگاه توسط مشاور عرضه با کمک بنگاه متقاضی انتشار اوراق

1. Transaction Cost

۲. مطابق با دستورالعمل استفاده از خدمات مشاوران عرضه اوراق بهادار، سازمان بورس و اوراق بهادار.

۵. ارسال گزارش توجیهی تأمین مالی توسط بانی جهت تأیید حسابرس (بنگاه متقاضی انتشار اوراق)
۶. پیگیری و مذاکره با ارکان^۱ (ضامن،^۲ عامل فروش،^۳ متعهد پذیرهنویس^۴ و بازارگردان^۵) و اخذ تأیید ایشان از طرف سازمان بورس و اوراق بهادار
۷. تکمیل فرم تقاضای موافقت اصولی^۶ و ارسال آن
۸. رسیدگی به تقاضای موافقت اصولی از حیث شکلی و محتوایی توسط سازمان بورس و اوراق بهادار
۹. صدور موافقت اصولی توسط سازمان بورس و اوراق بهادار
۱۰. مراجعه مشاور عرضه به شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه (امین) به منظور تعیین و معرفی ناشر، عقد قرارداد مشاور عرضه با ناشر، تهیه قراردادهای عاملیت فروش، پرداخت، تعهد پذیرهنویسی و بازارگردانی اوراق منتشره
۱۱. ارسال مستندات موافقت اصولی، بیانیه ثبت،^۷ قراردادهای ارکان، آخرین صورت‌های مالی سالیانه و میان‌دوره‌ای حسابرسی شده بانی به ناشر (نهاد واسطه^۸) جهت تأیید و ارسال توسط ناشر به سازمان بورس و اوراق بهادار به منظور صدور مجوز انتشار
۱۲. ارسال قرارداد بازسازی اوراق به عامل فروش و شرکت فرابورس پس از دریافت مجوز انتشار
۱۳. مراجعه مشاور عرضه به نمایندگی از طرف ناشر به سازمان بورس جهت ارائه بیانیه ثبت اوراق، فرم تقاضای ثبت اوراق، قراردادهای منعقد میان ارکان و طرح اعلامیه فروش اوراق
۱۴. واریز کارمزد شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه توسط بانی
۱۵. واریز کارمزد نهاد واسطه مالی توسط بانی
۱۶. صدور اعلامیه فروش اوراق
۱۷. عرضه اوراق از طریق عامل فروش در مهلت تعیین شده
۱۸. واریز کارمزد شرکت فرابورس
۱۹. ارائه درخواست تمدید مهلت عرضه اوراق
۲۰. خرید اوراق توسط متعهد پذیرهنویسی در صورتی که اوراق کامل به فروش نرسیده باشد
۲۱. انتقال رسمی دارایی از بانی به ناشر

۱. براساس فرم قبولی سمت ارکان در انتشار اوراق بهادار مالی اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار
 ۲. ضامن بازپرداخت اصل و سود اوراق که معمولاً از بانک‌ها و مؤسسات اعتباری هستند.
 ۳. شخص حقوقی که مسئول فروش اوراق است. به عنوان نمونه کارگزاری‌ها می‌توانند عامل فروش باشند.
 ۴. شخص حقوقی که متعهد می‌شود چنانچه اوراق به فروش نرود، اوراق به فروش نرفته را خریداری نماید. شرکت تأمین سرمایه این نقش را در بازار سرمایه ایفا می‌کند.
 ۵. شخص حقوقی که متعهد است تا ضامن نقدشوندگی اوراق منتشره باشد. به بیانی دیگر، ضامن نقدشوندگی این اطمینان را به دارنده اوراق می‌دهد که وی بتواند اوراقی را که در پذیرهنویسی یا بازار ثانویه خریداری کرده است، به آسانی به فروش برساند و نقد کند. شرکت‌های تأمین سرمایه چنین وظیفه‌ای دارند.
 ۶. مطابق با فرم تقاضای دریافت موافقت اصولی انتشار اوراق سازمان بورس و اوراق بهادار
 ۷. مطابق با فرم بیانیه ثبت اوراق سازمان بورس و اوراق بهادار
 ۸. نهاد واسطه به عنوان عامل انتشار انواع اوراق بهادار اسلامی یا همان صکوک تنها نهادی است که می‌تواند اوراق بهادار منتشر نماید. شخص بانی که قصد دارد به منظور تأمین مالی خویش اوراق بهادار منتشر نماید باید تنها از طریق نهاد واسطه (www.sukuk.ir) به امر انتشار اوراق اقدام نماید.



۲۲. انعقاد قرارداد میان ناشر، سهام‌داران و بانی مطابق با ماهیت صکوک منتشره
 ۲۳. نامه ناشر مبنی بر انجام عقد میان ارکان عقد و ارسال قرارداد به سازمان بورس و اوراق بهادار
 ۲۴. فرم درخواست ایجاد معاملات ثانویه
 ۲۵. اخذ کارمزد متعهد پذیرهنویسی
 ۲۶. اخذ کارمزد بازارگردانی
 ۲۷. اخذ کارمزد مشاور عرضه
 ۲۸. تسویه کارمزد ضمانت از بانی و انتقال به حساب ضامن
 ۲۹. تسویه کارمزد عاملیت فروش و انتقال به حساب عامل فروش
 ۳۰. واریز وجوه توسط ناشر برای بانی
 ۳۱. ارسال نامه از سوی ناشر به سازمان، جهت صدور مجوز برداشت وجوه به بانی
 ۳۲. انجام مرحله بازارگردانی اوراق
 ۳۳. سررسید اوراق، تسویه مطابق با عقد صکوک
- برخی از هزینه‌های انتشار صکوک که فهرست مراحل آن بیان شد، در جدول ۹ ارائه شده است. همان‌گونه که ملاحظه می‌شود، بخش قالب هزینه انتشار اوراق مربوط به کارمزد مشاور عرضه، متعهد پذیرهنویسی و بازارگردانی است که توسط شرکت‌های تأمین سرمایه صورت می‌گیرد. در ادامه گزارش چرایی بالا بودن این بخش از هزینه‌های انتشار صکوک بیان خواهد شد.

جدول ۹. هزینه‌های انتشار صکوک توسط بنگاه‌ها در بازار سرمایه

ردیف	عنوان هزینه	میزان هزینه‌ها
۱	کارمزد نهاد واسطه مالی	سالانه ۴۵ میلیون تومان طی عمر صکوک
۲	کارمزد متعهد پذیرهنویسی	حدود ۳-۷ درصد ارزش اوراق (بسته به نرخ سود اسمی اوراق و شرایط بازار)
۳	هزینه بازارگردانی	
۴	هزینه مشاور عرضه	
۵	کارمزد بورس / فرابورس	۰/۰۷ درصد ارزش اوراق
۶	کارمزد مدیریت فناوری بورس تهران	
۷	کارمزد کارگزاران	
۸	کارمزد شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق	
۹	بهادار و تسویه وجوه	
۱۰	هزینه بیمه دارایی	مبتنی بر نرخ رسمی بیمه‌گر
۱۱	کارمزد ثبت اوراق بدهی نزد سازمان	مبتنی بر ارزش اوراق حداکثر تا ۲۰ میلیون تومان
۱۲	هزینه ضامن اوراق	حدود ۲ درصد ارزش اوراق
۱۳	هزینه اسمی صکوک	به‌طور دستوری تعیین می‌شود. این نرخ در زمان‌های مختلف متفاوت است. در زمان تهیه گزارش (تابستان ۱۳۹۸) این نرخ ۱۸ درصد بوده است.

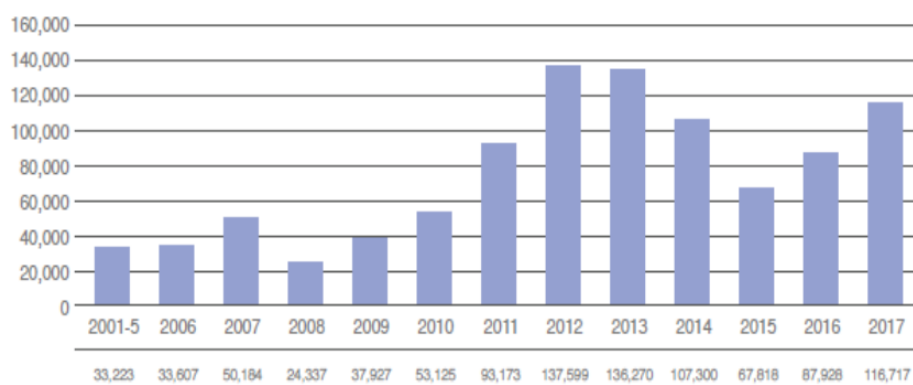
مأخذ: سازمان بورس و فرابورس ایران.

۳-۱-۳. انتشار صکوک در سایر کشورها

صکوک در سایر کشورها به‌ویژه کشورهای اسلامی نیز برای تأمین مالی بنگاه‌ها و دولت استفاده می‌شود روند انتشار صکوک در سایر کشورها نشان می‌دهد که استفاده و گسترش اوراق مالی اسلامی افزایش داشته است. نمودار زیر، ارزش صکوک منتشر شده طی سال‌های ۲۰۰۱ تا انتهای ۲۰۱۷ را نشان می‌دهد.

نمودار ۲. ارزش صکوک منتشر شده جهانی طی سال‌های ۲۰۰۱ تا انتهای ۲۰۱۷

(میلیون دلار آمریکا)



Source: IIFM Sukuk report, 2018, page 21.

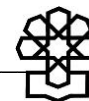
همان‌طور که در نمودار بالا مشخص است، ارزش صکوک منتشر شده در دنیا در بلندمدت دارای نرخ رشد مثبتی بوده است و این نشان‌دهنده آن است که اقبال نسبت به این بازار و ابزارهای آن زیاد بوده است. همچنین انتشار صکوک فقط در کشورهای اسلامی رواج نداشته است؛ بلکه کشورهای غیرمسلمان مانند فرانسه، انگلستان، آلمان و ایالات متحده آمریکا به انتشار صکوک مبادرت ورزیده‌اند. نرخ‌های اسمی تأمین مالی از طریق صکوک در کشورهای مختلف^۱ متفاوت است. جدول زیر ویژگی‌های چند نوع صکوک منتخب را که در کشورهای مختلف منتشر شده است معرفی می‌کند.

جدول ۱۰. صکوک (منتخب) منتشر شده در کشورها

ردیف	کشور	نوع صکوک	تاریخ انتشار	دوره صکوک	نرخ اسمی صکوک (درصد)
۱	اندونزی	وکالت	مارس ۲۰۱۸	۵ ساله	۳/۷۵
۲	عمان	مشارکت	ژانویه ۲۰۱۸	۵ ساله	۵ انتظار
۳	پاکستان	اجاره	ژانویه ۲۰۱۷	۳ ساله	۵/۲۴
۴	ترکیه	اجاره	۲۰۱۷	۲ ساله	۴/۲
۵	دبی	وکالت (مراجعه کالا)	۲۰۱۷	۵ ساله	۳/۱۲۵

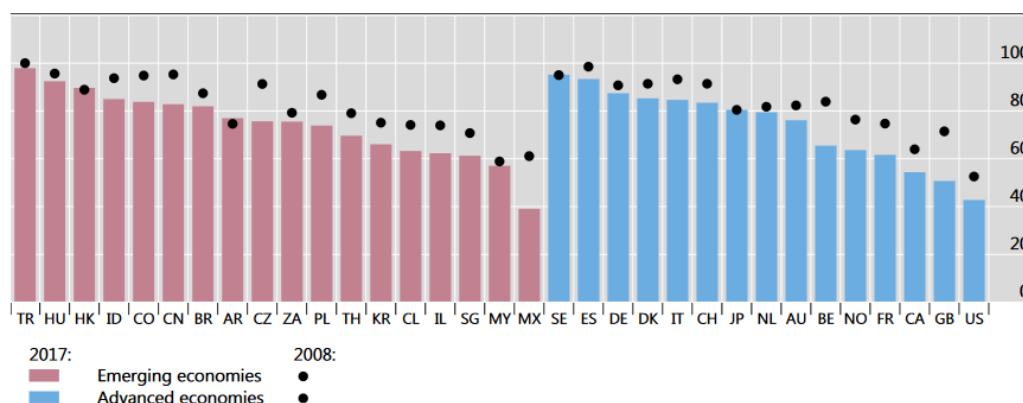
Source: IIFM Sukuk report, 2018.

۱. در مقایسه نرخ سود اسمی صکوک در کشورهای مختلف باید به این نکته توجه کرد که نرخ صکوک در هر کشوری متناسب با شرایط اقتصادی کشور و به‌طور ویژه نرخ تورم و سیاست‌های پولی آن کشور است.



مقایسه حجم اوراق بدهی با حجم وام‌های پرداختی توسط شبکه بانکی یکی از شاخص‌های مهمی است که در کشورهای مختلف بدان توجه می‌شود. نمودار زیر، سهم اعتبار بانک‌ها به بخش خصوصی (غیر از شرکت‌های مالی) را برای سال ۲۰۱۷ و ۲۰۰۸ (سال وقوع بحران مالی) برای اقتصادی‌های پیشرفته و اقتصادی‌های نوظهور نشان می‌دهد.

نمودار ۳، نسبت تسهیلات بانکی به بخش خصوصی (غیر از شرکت‌های مالی)
به مجموع تسهیلات بانکی و اوراق بدهی بخش خصوصی^۱



Source: BIS, CGFS Papers No 62, 2019, P.9.

همان‌طور که از نمودار بالا مشخص است، سهم تسهیلات بانک‌ها به شرکت‌های غیرمالی خصوصی به مجموع تسهیلات بانک‌ها و اوراق بدهی در اقتصادی‌های پیشرفته و نوظهور حدوداً مشابه یکدیگر است و به‌طور میانگین برابر ۶۰ درصد است. این نسبت برای کشورهای ایالات متحده آمریکا و انگلستان کمتر از ۵۰ درصد است که به معنای توسعه‌یافتگی بازار سرمایه در تأمین مالی بنگاه‌هاست.

۲. چالش‌های تأمین مالی از مسیر بازار سرمایه در ایران

سهم تأمین مالی از طریق انتشار صکوک در بازار سرمایه در اقتصاد ایران فاصله قابل توجهی با بسیاری از کشورهای پیشرفته دنیا دارد. برای استفاده بیشتر از این ظرفیت در تأمین مالی بنگاه‌ها در اقتصاد ایران، باید چالش‌هایی را که بنگاه‌ها در مسیر انتشار صکوک با آنها مواجه هستند مرتفع کرد. در ادامه به مهم‌ترین چالش‌های انتشار صکوک اشاره می‌شود. شایان ذکر است که در احصای چالش‌های مزبور، از نظرات مشاوران عرضه صکوک (شرکت‌های تأمین سرمایه) و بنیان انتشار صکوک (بنگاه‌های منتشرکننده صکوک) استفاده شده است.^۲

1. Debt Securities

۲. بدین منظور جلساتی با ۸ شرکت تأمین سرمایه و شرکت‌های ایران خودرو، شرکت مهندسی و ساختمانی صباغت و کرمان خودرو که صکوک منتشر کرده‌اند برگزار شد.

۲-۱. نرخ‌گذاری دستوری و خارج از قواعد سرمایه‌گذاری صکوک

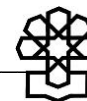
بانک مرکزی وظیفه خود می‌داند که همچون نرخ سود سپرده‌ها و تسهیلات بانکی، نرخ اسمی صکوک را نیز به صورت دستوری تعیین کند. برای مثال در دستورالعمل ناظر بر سیاست‌های پولی و اعتباری در سال ۱۳۹۴ که در نظام بانکی لازم‌الاجرا دانسته شده، تصریح شده است که نرخ صکوک منتشره با مجوز بانک مرکزی، از سوی بانک مرکزی تعیین می‌شود و نرخ صکوک که با مجوز سازمان بورس اوراق بهادار صادر می‌شود و دارای ضمانت مؤسسات اعتباری است، با هماهنگی بانک مرکزی تعیین خواهد شد.^۱ با توجه به اینکه به واسطه عدم الزام به رتبه‌بندی و سازوکارهای مربوط به آن و ریسک‌گریزی سازمان بورس و اوراق بهادار، بخش قابل ملاحظه‌ای از صکوک منتشر شده با مجوز سازمان بورس و اوراق بهادار، با ضمانت بانک‌هاست، عملاً بانک مرکزی تعیین‌کننده نرخ این صکوک نیز می‌باشد.

توضیح آنکه بانک‌ها برای ضمانت صکوک منتشره از سوی سازمان بورس و اوراق بهادار باید تأییدیه بانک مرکزی را دریافت کنند که در صورتی که نرخ اسمی صکوک بیش از نرخ تعیین شده از سوی بانک مرکزی باشد، بانک مرکزی اجازه ضمانت صکوک توسط بانک‌ها را نمی‌دهد. از سوی دیگر سازمان بورس و اوراق بهادار موظف نیست نظر بانک مرکزی را در خصوص صکوک که ضمانت بانکی ندارند، اعمال کند، اما نرخ صکوک که ضمانت بانکی ندارند، نیز حداکثر ۳ درصد بالاتر از نرخ اعلامی از سوی بانک مرکزی است و سازمان بورس با انتشار صکوک با نرخ‌های بالاتر از این موافقت نمی‌کند. همان‌گونه که در جدول ۱۱ بیان شده است، صکوک با ضمانت بانکی با نرخ ۱۶ درصد و عمده صکوک با ضمانت غیربانکی با نرخ ۱۹ درصد (سه درصد بالاتر) منتشر شده است.

جدول ۱۱. صکوک منتشر شده در سال ۱۳۹۷ (میلیارد تومان)

ردیف	بانی اوراق (شرکت متقاضی تأمین مالی)	ضامن	نرخ اسمی اوراق (درصد)	حجم اوراق
۱	صبا ارونند-اروند ۱۱	غیربانکی	۱۹	۵۰۰
۲	ریلی البرز-البرز ۰۲	غیربانکی	۱۵	۱۰۵
۳	صبا نفت - صبا ۱۴۰۱	غیربانکی	۱۵	۹۲
۴	ریل پرداز سیر - حریل ۰۲	غیربانکی	۱۶	۱۰۰
۵	ریل رداژ نوآفرین - نوریل ۰۲	غیربانکی	۱۶	۶۰
۶	خلیج فارس-صفارس ۴۱۲	غیربانکی	۱۶	۱۰۰۰
۷	مخابرات-صخابر ۱۰۲	غیربانکی	۱۶	۸۰۰
۸	صبا ارونند-اروند ۰۸	غیربانکی	۱۹	۷۰۰
۹	صبا ارونند-اروند ۰۹	غیربانکی	۱۹	۳۰۰
۱۰	صبا ارونند-اروند ۱۰	غیربانکی	۱۹	۵۰۰
۱۱	صبا ارونند-اروند ۰۱	غیربانکی	۱۹	۱۰۰

1. <https://www.cbi.ir/simplelist/2722.aspx>



ردیف	بانی اوراق (شرکت متقاضی تأمین مالی)	ضامن	نرخ اسمی اوراق (درصد)	حجم اوراق
۱۲	صبا ارونند- ارونند ۰۲	غیربانکی	۱۹	۵۰
۱۳	صبا ارونند- ارونند ۰۳	غیربانکی	۱۹	۴۰۰
۱۴	صبا ارونند- ارونند ۰۴	غیربانکی	۱۹	۱۰۰
۱۵	صبا ارونند- ارونند ۰۵	غیربانکی	۱۹	۲۰۰
۱۶	صبا ارونند- ارونند ۰۶	غیربانکی	۱۹	۱۰۰
۱۷	صبا ارونند- ارونند ۰۷	غیربانکی	۱۹	۵۰
۱۸	تأمین اجتماعی - شستا ۰۰۱	غیربانکی	۱۹	۳۰۰
۱۹	سایپا-صایپا ۰۱۲	بانکی	۱۶	۳۵۰
۲۰	سایپا-صایپا ۱۱۲	بانکی	۱۶	۲۵۰
۲۱	سایپا-صایپا ۴۱۲	بانکی	۱۶	۱۰۰
۲۲	ماهان - ماهان ۰۱	بانکی	۱۶	۱۰۰
۲۳	کرمان موتور - کرمان ۰۰	بانکی	۱۶	۲۰۰
۲۴	اعتماد مبین- مبین ۰۱۴	بانکی	۱۶	۳۰۰
۲۵	اعتماد مبین- مبین ۰۱۵	بانکی	۱۶	۱۰۰
۲۶	اعتماد مبین - مبین ۰۱۶	بانکی	۱۶	۱۰۰
۲۷	پدیده شیمی قرن- قرن ۹۹	بانکی	۱۶	۵۰
۲۸	مشارکت حکمت ایرانیان- حکمت ۰۱	بانکی	۱۶	۲۰
۲۹	اعتماد مبین- مبین ۰۱۱	بانکی	۱۶	۲۵۰
۳۰	اعتماد مبین- مبین ۰۱۲	بانکی	۱۶	۱۵۰
۳۱	اعتماد مبین- مبین ۰۱۳	بانکی	۱۶	۱۰۰
۳۲	مشارکت رایان سایپا- رایان ۱۰۶	بانکی	۱۶	۱۵۰
۳۳	ریل کوثر- ریل ۱۴۰۱	بانکی	۱۶	۳۰
۳۴	غذایی کوروش- کوروش ۹۹	بانکی	۱۶	۵۰
۳۵	سایپا-صایپا ۱۰۴	بانکی	۱۸	۳۹۰
۳۶	تأمین اجتماعی- شستا ۰۰۵	بانکی	۱۹	۶۰۰
۳۷	تأمین اجتماعی - شستا ۰۰۲	بانکی	۱۹	۴۰۰
۳۸	تأمین اجتماعی - شستا ۰۰۳	بانکی	۱۹	۳۰۰
۳۹	تأمین اجتماعی - شستا ۰۰۴	بانکی	۱۹	۲۰۰
	تعداد ضامن بانکی		۲۱	
	تعداد ضامن غیربانکی		۱۸	
	مجموع تأمین مالی		۹۶۴۷	

مأخذ: داده‌های سازمان بورس و اوراق بهادار.

اشکال اصلی فقط نحوه مداخله دستوری بانک مرکزی در تعیین نرخ سپرده‌ها، تسهیلات و یا صکوک و عدم توجه به وضعیت اعتباری بنگاه و صکوک منتشره نیست؛ بلکه نرخ‌هایی که تعیین می‌شود عملاً هیچ سنخیتی با شرایط بازار ندارد. حداکثر نرخ ۱۶ درصدی تعیین شده برای صکوک در سال ۱۳۹۷ فاصله زیادی با نرخ بازدهی اوراق دولتی (اسناد خزانه) در بازار سرمایه در سال ۱۳۹۷ دارد (که حدود ۲۲ درصد بوده است). حتی صکوک با ضمانت غیربانکی که سازمان بورس و اوراق بهادار در تعیین نرخ آنها در ظاهر

محدودیتی نداشته است نیز از نرخ بازدهی اسناد خزانه پایین‌تر بوده است؛ در حالی که نرخ اوراق دولتی (اسناد خزانه) که با ضمانت دولت منتشر می‌شود، در تمامی کشورها، به‌عنوان دارایی بدون ریسک و نرخ آن نیز به‌عنوان نرخ بدون ریسک^۱ در نظر گرفته می‌شود و باید پایین‌تر از نرخ صکوک شرکتی باشد که ریسک آن بالاتر است. به بیان دیگر، بازده اوراق بدون ریسک منتشر شده در نظام مالی ایران در سال ۹۷ حدود ۲۲ درصد است.^۲ این عدد بدان معناست که چنانچه شرکتی بخواهد اوراق منتشر کند، با توجه به توازن ریسک - بازده، لازم است تا نرخ بالاتر از ۲۲ درصد اعلام شود.

نکته مهم دیگر درخصوص این شکل از نرخ‌گذاری‌های دستوری برای سپرده و تسهیلات در شبکه بانکی، این است که به سادگی امکان تخطی و تخلف وجود دارد و اتفاقاً این شکل از تخطی‌ها و تخلف‌ها در شبکه بانکی ما در سال ۱۳۹۷ و سال‌های قبل از آن به انحای مختلف وجود داشته است. به‌طور مشخص برخی از صندوق‌های با درآمد ثابت فعال در بورس، در سال ۱۳۹۷ برخلاف نرخ‌های اعلامی بانک مرکزی، نرخ‌های سود ۲۶ درصدی بر روی سپرده‌های خود در شبکه بانکی گرفته‌اند.^۳ در مورد تسهیلات بانکی نیز عملاً بانک‌ها با روش‌های مختلف مثل الزام به سپرده‌گذاری یا مسدود کردن بخشی از تسهیلات، نرخ واقعی تسهیلات را افزایش می‌دهند.

درنهایت آنچه موضوع این گزارش است و برای بنگاه متقاضی تأمین مالی از طریق صکوک مهم است، هزینه تأمین مالی است. در نگاه اول شاید به‌نظر برسد که نرخ‌های اسمی صکوک خیلی پایین است و این به نفع تولیدکننده می‌باشد، اما غیر از سود اسمی که بنگاه باید بپردازد، انتشار صکوک هزینه‌های دیگری نیز دارد و اتفاقاً هر چقدر نرخ سود اسمی ناسازگاری و فاصله بیشتری با شرایط بازار داشته باشد، آن قسم از هزینه‌ها (هزینه‌های غیربهره‌ای) بیشتر می‌شود. در مجموع مداخله دستوری بانک مرکزی بر نرخ‌گذاری صکوک بازار سرمایه (بدون اتخاذ سیاست‌های پولی سازگار با آن)، سبب می‌شود که سرمایه‌گذاران نسبت به ورود به بازار اولیه صکوک رغبتی نداشته باشند و ورود نکنند و فضای غیرشفافی میان بانی (بنگاه متقاضی تأمین مالی) و شرکت‌های تأمین سرمایه به‌عنوان متعهد پذیرنویسی و بازارگردان و زیرمجموعه‌ها و شرکت‌های هم‌گروه آنها شکل بگیرد که موجب افزایش هزینه‌های غیربهره‌ای انتشار صکوک شده و عملاً هزینه تمام شده بنگاه را برای تأمین مالی افزایش خواهد داد.

۲-۲. فقدان رتبه اعتباری صکوک

مؤسسات رتبه‌بندی^۴ برای رتبه‌بندی اوراق و شرکت‌ها ایجاد شده‌اند. مهم‌ترین کارکردهای رتبه‌بندی شرکت‌ها و اوراق به‌شرح زیر است:

1. Risk free rate

۲. وجود این نرخ در بازار سرمایه و تداوم آن نشان می‌دهد که دغدغه‌های بانک مرکزی درخصوص امکان اختلال نرخ‌های بالای بازار سرمایه در بازار پول وجهی ندارد.

۳. برای مثال براساس صورت‌های مالی صندوق سرمایه‌گذاری با درآمد ثابت گنجینه زرین شهر در انتهای خرداد ۱۳۹۸ نرخ سپرده‌گذاری بلندمدت در بانک آینده برابر با ۲۶ درصد بوده است.

4. Rating Agencies



۱. دستیابی به نرخ منصفانه اوراق مبتنی بر مبادله ریسک - بازده
 ۲. تسهیل افزایش^۱ بازار سرمایه متناسب با درجه ریسک و ورود فعالان بازار متناسب با ریسک خود در بازارهای مالی که به نظم بیشتر بازار می‌انجامد.
 ۳. افزایش شفافیت و تقارن اطلاعاتی در بازار سرمایه
 ۴. عدم نیاز به رکن ضامن در انتشار صکوک و حذف هزینه‌های مربوط به رکن ضمانت
- دستورالعمل تأسیس و فعالیت مؤسسات رتبه‌بندی در تاریخ ۱۳۹۵/۰۱/۲۱ به تصویب هیئت مدیره سازمان بورس رسیده است. در سال‌های ۱۳۹۶ و ۱۳۹۷ مجموعاً سه شرکت رتبه‌بندی اعتباری از سازمان بورس مجوز گرفته‌اند و فعالیت خود را آغاز کرده‌اند. با این حال تاکنون صکوکی براساس رتبه‌بندی این شرکت‌ها منتشر نشده است. به‌طور مشخص به‌واسطه عدم الزام به رتبه‌بندی صکوک و شرکت‌های متقاضی انتشار آن و البته تمایل شدید سازمان بورس و اوراق بهادار به انتشار صکوک ضمانت‌شده، ضمانت صکوک (توسط بانک یا نهادهای غیربانکی) به‌عنوان یک رکن اصلی انتشار صکوک تلقی شده است که این امر منجر به افزایش هزینه‌های تأمین مالی خواهد شد. درواقع بسیاری از بنگاه‌های اقتصادی به‌واسطه شهرت و اعتباری که دارند، ممکن است نیازی به ضمانت چه از نوع بانکی و چه از نوع غیربانکی نداشته باشند، اما الزام به ضمانت صکوک منتشره توسط آنها، موجب افزایش هزینه‌های تأمین مالی ایشان می‌شود.
- اگرچه رکن ضامن می‌تواند غیر از بانک‌ها و سایر مؤسسات اعتباری از میان شرکت‌های بیمه، شرکت‌های تأمین سرمایه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و ... نیز باشد، اما عموماً بانک‌ها و مؤسسات اعتباری به‌عنوان رکن ضامن اوراق شناخته می‌شوند و سایر نهادهای مالی چنین ضمانتی را قبول نمی‌کنند. این عدم قبول، به‌دلیل آن است که سرمایه ضامن صکوک برای مدتی طولانی (از انتشار صکوک تا سررسید که معمولاً ۴ ساله به طول می‌انجامد)، درگیر تعهدات بانوی صکوک می‌شود و اساساً منابع مالی که بتواند در وقت مقتضی به ایفای تعهدات بانوی بپردازد، ندارند.
- چنانکه بیان شد، اگر بانک یا مؤسسه اعتباری دارای مجوز از بانک مرکزی، به‌عنوان رکن ضامن اوراق معرفی شود، چالش‌های زیر پیش‌روی بنگاه خواهد بود:
۱. سختی متقاعد کردن و پذیرش مدیران ارشد بانک یا مؤسسه اعتباری
 ۲. زمانبر بودن فرایند بررسی ضمانت اوراقی که ضامن آن از بانک‌ها یا مؤسسات اعتباری است، توسط بانک مرکزی
 ۳. ملاحظات مقام ناظر بازار پول در نرخ‌های صکوک

۳-۲. پیچیدگی ماهیت صکوک

یکی دیگر از چالش‌های انتشار صکوک در بازار سرمایه، دشواری فهم ماهیت پیچیده صکوک است. در الگوی متعارف تأمین مالی که همان اوراق قرضه است، رابطه میان بنگاه و دارندگان اوراق قرضه، رابطه قرض‌دهنده و قرض‌گیرنده است، که مشخص و قابل فهم برای ذی نفعان اوراق قرضه است.

در الگوی بومی انتشار اوراق که هماهنگ با شریعت اسلامی است، تنوع و تعدد اوراق، ماهیت فقهی- حقوقی مختلف هر کدام از اوراق و تعداد زیاد ذی‌نفعان انتشار صکوک، سبب می‌شود که فهم ماهیت صکوک دشوار گردد و این مهم به عدم آگاهی بنگاه‌های اقتصادی نسبت به این ابزار و تعدد مراحل و طولانی شدن فرایند انتشار صکوک بینجامد.

از زمانی که بنگاه تصمیم به انتشار صکوک می‌گیرد و به مشاور عرضه مراجعه می‌کند تا زمانی که از بازار سرمایه جذب منابع مالی می‌کند، باید رویه‌های طولانی اداری را طی کند. به‌طور میانگین این رویه بین ۶ ماه تا ۱ سال به طول می‌انجامد. چنانکه بیان شد، یکی از علل طولانی بودن فرایند انتشار صکوک، عدم رتبه‌بندی اعتباری صکوک و شرکت‌های منتشرکننده آن است. به بیانی شفاف‌تر؛ چنانچه نهادی مالی به شکلی تخصصی ابعاد مختلف اوراق و شرکت ناشر را مورد بررسی قرار دهد و سایر ذی‌نفعان اوراق به رتبه ارائه شده اعتماد داشته باشند، بسیاری از بررسی‌ها و ارزیابی‌ها کاهش خواهد یافت و فرایند مزبور تسریع خواهد یافت و در نتیجه بنگاه با سرعت بیشتری به منابع مالی برای تداوم و گسترش فعالیت‌های خود دست می‌یابد.

۳. پیامدهای نرخگذاری دستوری

همان‌گونه که در بخش قبل بیان شد، مهم‌ترین چالش انتشار صکوک در حال حاضر، نحوه تعیین نرخ‌های اسمی صکوک است. در ادامه آثار این نوع از مداخله بیان خواهد شد.

۳-۱. افزایش هزینه غیربهره‌ای انتشار صکوک

در نتیجه نرخگذاری دستوری صکوک ناسازگار با شرایط بازار و فقدان رتبه‌بندی صکوک و شرکت‌های منتشرکننده آن، هزینه‌های انتشار صکوک افزایش خواهد یافت و ساختارهای مذاکره‌ای غیرشفاف بر نرخگذاری اوراق مالی اسلامی رواج خواهد یافت. به عبارت دیگر اگرچه در ظاهر امر، نرخ اسمی صکوک بسیار پایین است، اما هزینه تأمین مالی از طریق صکوک، به واسطه هزینه‌های غیربهره‌ای، بسته به شرایط بازار حدود ۱۰ درصد بالاتر از نرخ اسمی خواهد بود.

طبق نظر بنگاه‌های منتشرکننده صکوک در بازار سرمایه، هزینه غیربهره‌ای انتشار صکوک حدود ۱۰ درصد بوده است که حدود ۷ درصد مربوط به متعهد پذیرهنویس، بازارگردان و مشاور عرضه



(شرکت‌های تأمین سرمایه) است. حدود ۲ درصد هزینه‌ها مربوط به رکن ضامن و یک تا دو درصد سایر هزینه‌های انتشار صکوک است.

نکته مهم آن است که چنانچه نرخ‌های اسمی صکوک متناسب با شرایط بازار باشد، به واسطه مشارکت بیشتر در عرضه اولیه ازسوی سرمایه‌گذاران، هزینه‌های مربوط به متعهد پذیرهنویس و بازارگردان به‌طور محسوسی کاهش خواهد یافت و در مجموع هزینه تمام شده تأمین مالی از طریق صکوک برای بنگاه کاهش می‌یابد.

۲-۳. توزیع غیرشفاف منافع مالی حاصل از انتشار صکوک

یکی از مهم‌ترین پیامدهای نرخگذاری دستوری ناسازگار با شرایط بازار، توزیع غیرشفاف منافع مالی حاصل از انتشار صکوک بنگاه‌ها در بازار سرمایه است؛ این در شرایطی است که بازار سرمایه به‌عنوان یکی از بازارهای مهم نظام مالی باید از شفافیت بالایی برخوردار باشد و ازسوی دیگر سعی کند تا مشارکت حداکثری عامه مردم را فراهم آورد.

با توجه به بررسی‌های انجام شده، نرخ اسمی صکوک منتشر شده توسط بنگاه‌ها در سال گذشته حداکثر ۱۶ درصد برای صکوک با ضمانت بانکی و ۱۹ درصد برای صکوک با ضمانت غیربانکی بوده است. نتیجه آن است که سرمایه‌گذاران بازار سرمایه با در نظر گرفتن ریسک و بازده و با وجود دارایی‌های بدون ریسک با نرخ سود بالاتر (مثل اسناد خزانه که بازدهی حدود ۲۲ درصد داشته‌اند)، عملاً هیچ انگیزه‌ای برای خرید این اوراق در بازار اولیه و به عبارت دیگر سرمایه‌گذاری مستقیم نداشته‌اند. در این شرایط متعهد پذیرهنویس (شرکت تأمین سرمایه) باید منابع مورد نیاز بنگاه (ارزش صکوک منتشر شده) را به او بپردازد و به عبارت دیگر صکوک فروش نرفته را بخرد.

متعهد پذیرهنویس از دو طریق به ایفای تعهدات خود اقدام می‌کند:

۱. برداشت از صندوق‌های سرمایه‌گذاری، زیرمجموعه خود
۲. مذاکره مستقیم با سرمایه‌گذاران حقیقی یا حقوقی به منظور دریافت منابع مالی خریداری اوراق توسط ایشان

فارغ از اینکه متعهد پذیرهنویس از کدام منبع برای ایفای تعهدات خود بهره‌مند می‌شود، نرخ‌ها که هر یک از دو منبع فوق از تأمین سرمایه مطالبه می‌کند، متأثر از شرایط بازار و سیاست‌های پولی بانک مرکزی است و مستقیماً در هزینه‌های غیربهره‌ای انتشار صکوک نمود می‌یابد.

چنانچه تأمین منابع مالی از صندوق‌های سرمایه‌گذاری زیرمجموعه شرکت تأمین سرمایه صورت پذیرد، نرخ این تأمین مالی، تقریباً برابر با نرخ بازدهی است که صندوق‌ها به دارندگان واحدهای صندوق پرداخت می‌کنند، که طی سال‌های اخیر همواره بالاتر از نرخ اسمی صکوک منتشره بوده است.

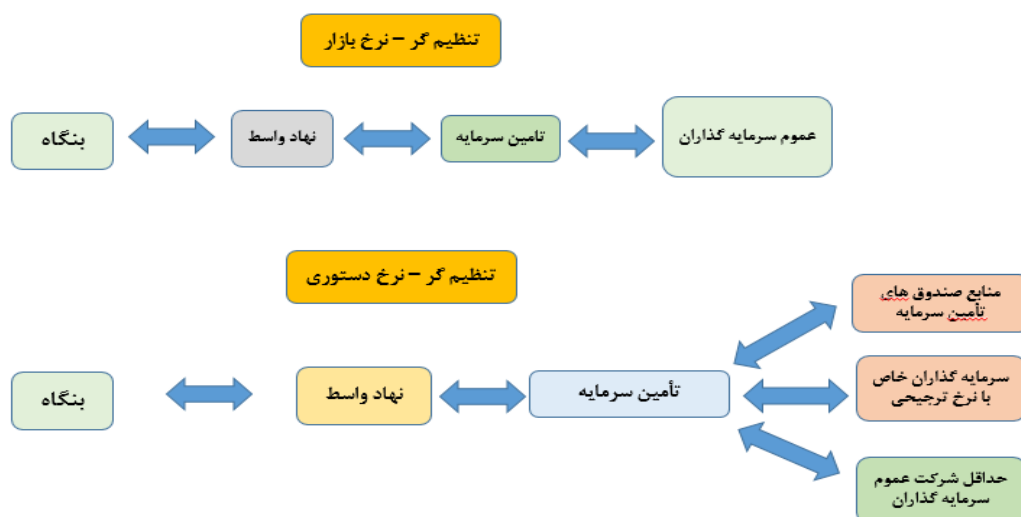
چنانچه تأمین مالی ایفای تعهدات پذیرهنویس اوراق، توسط اشخاص حقیقی و حقوقی صورت پذیرد، سایر انتخاب‌های این اشخاص مثل سپرده‌گذاری در بانک و دریافت سود بانکی، ملاک نرخگذاری

قرار می‌گیرد و با توجه به نرخ‌هایی که بانک‌ها عملاً برای سپرده‌های کلان پرداخت می‌کنند، عملاً همان نرخ‌های بازار مبنا قرار خواهد گرفت. متعهد پذیرنویسی هم این مابه‌التفاوت نرخ سود را عملاً در قالب هزینه مربوطه از بنگاه متقاضی می‌گیرد و به این صورت است که عملاً هزینه تمام شده تأمین مالی از طریق انتشار صکوک برای بنگاه افزایش می‌یابد.

این فرایند چندین دلالت برای متولی و سیاستگذار بازار پول و سرمایه دارد:

۱. هزینه تأمین مالی بنگاه‌ها با این نرخگذاری کاهش نمی‌یابد و چه بسا به دلیل انحصار و عدم شفافیت توسط متعهد پذیرنویس (شرکت تأمین سرمایه)، افزایش نیز می‌یابد.
۲. افراد کمتری تمایل به خرید اوراق با نرخ اسمی خواهند داشت و مشارکت عموم مردم در بازار اوراق کاهش می‌یابد.
۳. سرمایه‌گذاران، مرتبط با متعهد پذیرنویس به نرخ‌های ترجیحی دست پیدا می‌کنند و خریداران در عرضه عمومی اولیه (IPO) از آن محروم می‌شوند.
۴. با لحاظ نکات قبل، اساساً بازار اوراق، عمیق نمی‌شود و عده‌ای خاص نرخ‌های تأمین مالی بازار پول و سرمایه را تحت تأثیر قرار می‌دهند. ازسوی دیگر این منجر به افزایش هزینه‌های بازارگردانی نیز خواهد شد. شکل زیر، فرایند انتشار صکوک در دو حالت را نشان می‌دهد. حالت اول زمانی است که نرخگذاری منطبق با مفهوم ریسک - بازده صورت پذیرد و حالت دوم زمانی است که نرخ صکوک به صورت دستوری و بدون توجه به شرایط اقتصادی کشور توسط مقامات تنظیمگر دو بازار پول و سرمایه اعمال شود.

شکل ۱. فرایند انتشار صکوک در دو حالت با نرخ دستوری و نرخ آزاد





۴. راهکارها

همان گونه که بیان شد سهم بازار سرمایه در تأمین مالی بنگاه‌ها در مقایسه با سایر کشورها بسیار پایین است. برای استفاده بیشتر از ظرفیت صکوک برای تأمین مالی که در واقع هدایت سپرده‌های مردم به سمت تولید است، رفع چالش‌های پیش گفته ضروری است. در این بخش راهکارهایی در این راستا پیشنهاد می‌شود.

۴-۱. مداخله غیردستوری بانک مرکزی

بانک‌های مرکزی به عنوان سیاستگذار پولی و مقام ناظر بر بانک‌ها و سایر مؤسسات اعتباری غیربانکی، عموماً به جای مداخله مستقیم و تعیین نرخ‌های اوراق مالی اسلامی و البته نرخ‌های سپرده‌ها و تسهیلات مؤسسات اعتباری، به صورت غیرمستقیم و از طریق مدیریت نرخ در بازار بین بانکی و با استفاده از ابزارهایی مثل عملیات بازار باز اقدام می‌کنند.

به نظر می‌رسد با توجه به ساختار نظام پولی و بانکی کشور، ضروری است بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران نیز از تعیین دستوری نرخ‌ها بدون توجه به الزامات آن در سیاست‌های پولی، خصوصاً در مورد نرخ صکوک منتشره و تضمین شده توسط بانک‌ها، فاصله بگیرد. زیرا تعیین نرخ‌های ناسازگار با شرایط بازار، اولاً به واسطه روش‌های مختلف برای تخلف بانک‌ها، قابلیت اعمال و تحقق ندارد؛ ثانیاً ضمن ایجاد فضای رانتی و غیرشفاف، عملاً هزینه‌های تأمین مالی بنگاه‌ها را افزایش خواهد داد.

۴-۲. الزام به ارائه رتبه اعتباری صکوک و بنگاه‌ها توسط مؤسسات رتبه‌بندی در بازار سرمایه

یکی از ارکان مهم در انتشار اوراق بهادار نهاد رتبه‌بندی است. این نهاد موظف به ارائه رتبه اعتباری اوراق و نیز بنگاهی است که می‌خواهد اوراق بهادار منتشر کند. با بهره‌گیری از رتبه اعتباری، می‌توان نرخ منصفانه اوراق که با ریسک تعدیل شده است را به دست آورد. با منطقی شدن نرخ بازده اوراق، تقاضا برای خریداری این اوراق افزایش می‌یابد و به تبع آن، هزینه‌های متعهد پذیرهنویسی و بازارگردانی کاهش خواهد یافت. علاوه بر این، با وجود نهاد رتبه‌بندی، هزینه‌های زمانی و ارزیابی انتشار اوراق که توسط ارکان مختلف صورت می‌پذیرد، کاهش می‌یابد.

به طور خلاصه؛ وجود نهاد رتبه‌بندی در بازار سرمایه از سه جهت به تأمین مالی بنگاه‌ها کمک می‌کند:

۱. طبق دستورالعمل‌ها؛ چنانچه صکوک بنگاه دارای رتبه اعتباری باشد، بانی صکوک که بنگاه است، ملزم به داشتن ضامن نیست. فلذا هزینه رکن ضامن حذف خواهد شد.
۲. دارا بودن رتبه اعتباری شرکت و صکوک آن، سبب می‌شود که تعیین نرخ‌ها تطابق بیشتر با ریسک شرکت و صکوک منتشره و بازدهی آن داشته باشد.
۳. با توجه به حذف برخی از مراحل و ارکان فرایند انتشار صکوک تسریع خواهد شد.

۳-۴. انتشار صکوک بدون کوپن (فروش اوراق به کسر)

یکی از راهکارهای کاهش هزینه‌های تأمین مالی بنگاه‌ها، انتشار اوراق بهادار مالی اسلامی (صکوک) بدون کوپن (به کسر) است. انتشار این نوع اوراق دارای فواید زیر است:

۱. کشف قیمت اوراق، مبتنی بر عرضه و تقاضای بازار انجام می‌شود و مداخلات در نرخگذاری آن کاهش می‌یابد. به تبع این ویژگی، هزینه‌های پذیرهنویسی و بازارگردانی آن کاهش خواهد یافت.
۲. بنگاه موظف به پرداخت سودهای دوره‌ای به دارندگان اوراق نیست و لذا می‌تواند با ذخیره جریانات نقدی، کسب‌وکار خود را توسعه دهد.

البته به منظور بهره‌گیری از این نوع اوراق لازم است تا دو ویژگی زیر در نظر گرفته شود:

۱. از آنجا که عقد مورد قبول در انتشار اوراق بدون کوپن، بیع دین است، لذا لازم است تا بنگاه، دیون محقق شده خود را اوراق بهادارسازی کند و در بازار به فروش برساند. انتشار اوراق به تنزیل بدون ثبوت دین بانی، شبهه حيله فرار از ربا دارد و محل اشکال است.
۲. از حیث نظری؛ این اوراق نمی‌تواند بلندمدت باشد، زیرا با تنزیل به قیمت حال، ارزش آن کاهش شدیدی می‌یابد. لذا به نظر می‌رسد این اوراق می‌تواند میان مدت (تا دو سال) منتشر شوند.

۴-۴. افزایش عمق بازار اوراق مالی اسلامی

همان‌طور که در تجزیه و تحلیل هزینه انتشار صکوک مشخص شد؛ بیشتر هزینه‌های غیرمالی انتشار صکوک، مربوط به متعهد پذیرهنویسی و بازارگردانی است. به بیان دیگر، نقدشدن اوراق و هزینه متعهد پذیرهنویس، هزینه‌های بالایی است که بانی (بنگاه) لازم است پرداخت کند.

با فرض آنکه نرخگذاری منصفانه‌ای در بازار اوراق صورت پذیرد و صکوک از رتبه اعتباری برخوردار باشد، هرچه میزان مشارکت افراد با درجات مختلف ریسک‌پذیری و ترجیحات نقدینگی در بازار اوراق بهادار بیشتر باشد، نقدشوندگی اوراق بالاتر خواهد رفت و بازار به اصطلاح عمیق می‌شود. تعمیق بازار به این معناست که فعال بازار بتواند در سریع‌ترین زمان ممکن به بهینه‌ترین قیمت مورد نظر دارایی مالی موجود در بازار مالی، دست یابد. افزایش عمق بازار می‌تواند از طریق طراحی ابزارهای مالی متنوع در بازار سرمایه حاصل گردد. برای مثال، طراحی ابزارهای تأمین مالی که دارای نرخ‌های سود مصون از تورم و یا مصون از نوسانات نرخ ارز است، می‌تواند به عمق بازار کمک کند که در نتیجه، هزینه‌های انتشار کاهش یابد.

۵-۴. کاهش زمان روبه‌های اداری و اجرایی انتشار صکوک

زمانبر بودن انتشار صکوک یکی از هزینه‌های غیرمالی تأمین مالی از طریق بازار سرمایه است. برای رفع این چالش ضروری است ارکان انتشار اوراق مانند ضامن، مشاور عرضه، مؤسسه رتبه‌بندی که به بررسی



بانی اوراق می‌پردازند، با بهره‌گیری از سیستم‌های سریع تحلیل، ارزیابی و سنجش ریسک به تسریع در فرایند تصمیم‌گیری و انتشار اوراق بهادار مالی اقدام کنند. همچنین ضروری است که بانک مرکزی فرایندهای مربوط به تأیید ضمانت اوراق از سوی بانک‌ها را تسریع بخشد.

۵. جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

یکی از مسیرهای متعارف تأمین مالی بنگاه‌ها، انتشار اوراق مالی است که البته سهم این نوع از تأمین مالی در ایران در مقایسه با سایر کشورها پایین‌تر است. در این گزارش به مهم‌ترین موانع پیش روی توسعه تأمین مالی بنگاه‌ها از طریق انتشار صکوک در بازار سرمایه پرداخته شد.

مداخله مستقیم بانک مرکزی در تعیین نرخ‌های اسمی، عدم الزام به رتبه‌بندی اوراق مالی و بانی آن و پیچیدگی ماهیت این اوراق، چالش‌هایی است که در این گزارش به آنها پرداخته شده است. این چالش‌ها منجر به افزایش هزینه تمام شده تأمین مالی، فقدان شفافیت در نحوه توزیع منافع مالی حاصل از انتشار اوراق و در نهایت طولانی شدن فرایند انتشار اوراق می‌شود.

عدم مداخله مستقیم بانک مرکزی در تعیین نرخ‌های اسمی صکوک و الزام به رتبه‌بندی صکوک و بانی آن و انتشار صکوک بدون کوپن می‌تواند ضمن افزایش مشارکت سرمایه‌گذاران در تأمین مالی از طریق صکوک، هزینه‌های مالی و زمانی انتشار صکوک را کاهش دهد.

منابع و مأخذ

۱. قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران مصوب ۱۳۸۴.
۲. ضوابط استفاده از خدمات مشاوران عرضه اوراق بهادار مصوب سال ۱۳۸۷ هیئت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار.
۳. راهنمای پذیرش شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران مصوب سال ۱۳۹۱.
۴. آسیب‌شناسی بازارگردانی اوراق با درآمد ثابت با رویکرد تحلیل‌های آماری، ۱۳۹۶، مدیریت تحقیق و توسعه بورس تهران.
۵. دستورالعمل تأسیس و فعالیت مؤسسات رتبه‌بندی مصوب سال ۱۳۹۵.
۶. قانون عملیات بانکی بدون ربا مصوب سال ۱۳۶۲.
۷. دستورالعمل استفاده از خدمات مشاوران عرضه اوراق بهادار مصوب سال ۱۳۸۸ سازمان بورس و اوراق بهادار.
8. BIS (2019), CGFS Papers No 62 Establishing viable capital markets.
9. IIFM Sukuk report, 2018.
10. tsetmc.com
11. www.sukuk.ir
12. en.wikipedia.org
13. www.cbi.ir
14. www.ifb.ir
15. www.seo.ir



مرکز پژوهش‌ها
مجلس شورای اسلامی

شماره مسلسل: ۱۶۶۲۲

شناسنامه گزارش

عنوان گزارش: چالش‌های تأمین مالی بنگاه‌ها از طریق انتشار صکوک (اوراق مالی اسلامی)

نام دفتر: مطالعات اقتصادی (گروه بازارهای مالی)

تهیه و تدوین کنندگان: محمد امین صلواتیان، سیدمهدی حسینی دولت‌آبادی

ناظران علمی: محمدجواد شریف‌زاده، سیدعلی روحانی

واژه‌های کلیدی:

۱. تأمین مالی

۲. بازار سرمایه

۳. صکوک (اوراق مالی اسلامی)

۴. هزینه‌های تأمین مالی



تاریخ انتشار: ۱۳۹۸/۷/۶