

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ





دانشگاه آزاد اسلامی واحد چالوس

سمینار ۳:

شیوه‌های تأمین مالی در ایران

استاد گرامی:

جناب آقای دکتر پور علی

تهیه کنندگان:

اعظم علیزاده، خاتون رنجبر، سامره سام‌دلیری، محسن همدانی پور

محمد کاویان پور، علی علیخانی دادوکلائی

## شیوه های عملی تأمین مالی در ایران

یکی از موضوعاتی که در بحث راه اندازی هر سرمایه گذاری جدید مطرح می شود، موضوع تأمین مالی پروژه است. بحث تأمین مالی به خصوص در کشورهای در حال توسعه از اهمیت دو چندانی برخوردار است؛ کشورهای در حال توسعه به منظور پیشرفت در عرصه های مختلف اقتصادی نیاز به منابع مالی فراوان دارند. در این کشورها برخی از پروژه ها را با تأمین مالی داخلی می توان انجام داد اما در پروژه های مهم و زیرساختی مورد نیاز کشور که امکان تأمین منابع کامل آن توسط دولت فراهم نیست مانند پروژه های نفتی، گازی، پتروشیمی و بسیاری از صنایع دیگر برای توسعه زیر ساخت ها برخوردار از منابع خارجی بسیار جدی است.

همچنین باید به این نکته توجه داشت که استفاده از منابع مالی خارجی به خودی خود نشانگر ضعف اقتصاد نیست بلکه امروزه به طور کلی میزان جذب تسهیلات در بازارهای پولی و مالی جهان و جلب سرمایه های خارجی خود یکی از نشانه های سطح استحکام اقتصادی کشور سرمایه پذیر تلقی می شود. چرا که اعتباردهندگان و سرمایه گذاران خارجی عمدتاً تمایل به ارایه تسهیلات به کشورهای دارند که از ثبات سیاسی و اقتصادی برخوردار باشند.

### انواع روش های تأمین مالی

تأمین مالی پروژه ها چه مربوط به بخش دولتی باشد و چه بخش خصوصی یا از طریق منابع داخل کشور صورت می گیرد یا از طریق جذب منابع خارجی. در هر کدام از این روش ها گزینه های مختلفی وجود دارد که کارفرمای پروژه با توجه به نیاز خود از یکی از این دو روش پروژه خود را تأمین مالی می کند.

### انواع روش های تأمین مالی داخلی:

روش های تأمین مالی داخلی در دو گروه تأمین مالی کوتاه مدت و بلندمدت مورد مطالعه قرار می گیرد. تأمین مالی کوتاه مدت برای پشتیبانی سرمایه گذاری موقت در دارایی های جاری مورد استفاده قرار می گیرد.

## الف) روش‌های تأمین منابع مالی کوتاه مدت

اعتبار تجاری: دریافت کالا و پرداخت وجه آن با فاصله زمان

وام‌های بانکی: دریافت وجوه مورد نیاز از بانک‌ها

وام‌های موسسات مالی تجاری: دریافت وجوه مورد نیاز از موسسات مالی

صدور اسناد تجاری: اوراق بهادار قابل مبادله که توسط واحدهای اقتصادی به سایر واحدها، بانک‌ها یا موسسات مالی فروخته می‌شود.

## ب) ابزارهای ویژه تأمین مالی بلندمدت

ابزارهای ویژه تأمین مالی بلندمدت عبارت است از:

الف- سهام عادی: دارایی مالی است که بیانگر مالکیت در یک شرکت است.

### ب- اوراق مشارکت:

استفاده از انتشار اوراق مشارکت طبق رویه معمول برای جمع آوری و کنترل نقدینگی در دست مردم توسط بانک مرکزی یا تأمین منابع مالی لازم برای ساخت و اجرای طرح‌های بزرگ مانند، بزرگراه‌ها، سدها، نیروگاه‌ها و پتروشیمی‌ها و..... توسط دولت و شهرداری‌ها بوده است. شرکت‌های سهامی عام پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار می‌توانند با اخذ مجوز از مراجع ذی ربط برای تأمین مالی طرح‌های تولیدی، ساختمانی و خدماتی خود با مجوز سازمان بورس اوراق بهادار، اوراق مشارکت صادر کنند. در این مورد ارائه طرح به بانک عامل و کسب موافقت وی، تعهد بازپرداخت اصل و سود اوراق و برای تضمین این بازپرداخت و سود متعلق به اوراق لازم است. این شرکت‌ها همچنین می‌توانند با تایید قبلی سازمان بورس اوراق بهادار علاوه بر اوراق مشارکت عادی، اوراق قابل تبدیل و تعویض با سهام نیز صادر کنند. سایر شرکت‌های سهامی عام و شرکت‌های سهامی خاص و همچنین شرکت‌های تعاونی تولید نیز می‌توانند برای تأمین مالی طرح‌های سودآور خود، تحت مقرراتی که بیان شد با مجوز بانک مرکزی، اوراق مشارکت صادر کنند؛ البته صدور اوراق قابل تبدیل و تعویض با سهام منحصر به شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار است. در انتشار و عرضه اوراق مشارکت پنج عامل (ناشر، بانک مرکزی یا سازمان بورس اوراق بهادار، بانک عامل، امین و دارندگان یا خریداران اوراق) نقش دارند. ناشر اوراق مشارکت، شرکت یا موسسه‌ای است که با مجوز

بانک مرکزی یا سازمان بورس اوراق بهادار، برای تأمین مالی موردنیاز طرح های خود، اوراق مشارکت منتشر می کند. گزارش توجیهی طرح، گزارشی است که توسط ناشر در مورد طرح موضوع اوراق مشارکت تهیه و در آن، از لحاظ اقتصادی، فنی و مالی، طرح را توجیه و سودآوری آن را گزارش می کند. بانک عامل، بانکی است که از طرف ناشر نسبت به عرضه اوراق برای فروش، پرداخت سود، بازپرداخت اصل مبلغ در سررسید یا بازخرید آن قبل از سررسید و انجام سایر امور طبق قرارداد عاملیت اقدام می کند. بانک عامل طرح مربوط به انتشار اوراق مشارکت را از لحاظ اقتصادی، سودآوری، فنی و مالی بررسی و تایید می کند تا توسط مرجع صدور مجوز (بانک مرکزی یا بورس) مورد بررسی قرار گیرد. در صورت موافقت با انتشار اوراق، با توجه به اینکه عامل مکلف به معامله یا بازخرید و همچنین پرداخت سود متعلقه است، باید از ناشر تضمین های کافی در مورد بازپرداخت اصل اوراق و پرداخت سودهای متعلق در سررسیدهای مقرر در اوراق را اخذ کند. امین شخص حقیقی یا حقوقی است که از طرف مرجع صدور مجوز انتخاب می شود و به منظور حفظ منافع دارندگان اوراق مشارکت و حصول اطمینان از صحت عملیات ناشر در طرح، نسبت به مصرف وجوه، نحوه نگهداری حساب ها و صورت های مالی طرح به موجب قرارداد منعقد شده، رسیدگی و اظهار نظر کرده و گزارش های مربوطه را حداکثر هر شش ماه یک بار به مرجع صدور مجوز ارائه می کند. با توجه به اینکه اوراق مشارکت، اوراق بهادار اغلب بدون نام و قابل معامله در هر زمان است، نوع کاغذ و مشخصات چاپ آن باید به صورتی باشد که امکان جعل آن وجود نداشته باشد.

### انواع روش های تأمین مالی خارجی

بحث تأمین منابع مالی مورد نیاز پروژه ها از مباحث اصلی انجام پروژه ها است. در این میان موضوع جذب منابع مالی خارجی راهکاری مورد توجه برای تأمین مالی پروژه های با حجم مالی بالا می باشد. در کشوری مانند ایران که نیاز به ساختارهای زیر بنایی دارد، جذب منابع مالی خارجی بسیار ضروری است. آنچه به کشورها در جذب منابع خارجی کمک می کند وجود ثبات و امنیت در زمینه های اقتصادی، سیاسی، قوانین و مقررات و عوامل و زمینه های مورد توجه هر صنعت و کشور برای جذب منابع خارجی می باشد. تأمین مالی می تواند در حالت کلی به دو شکل استقراض از بانک های خارجی یا موسسات مالی بین المللی یا به شکل سرمایه گذاری خارجی باشد.

#### روش های قرضی (استقراضی)

در روش های استقراضی کشور سرمایه پذیر و امی را از کشور یا موسسه وام دهنده دریافت می کند و مکلف است که در سررسیدهای مقرر اقساط را بپردازد. در این نوع روش ها کشور یا موسسه

وام‌دهنده هیچ‌گونه ریسکی را نمی‌پذیرد و تمام ریسک‌ها متوجه وام‌گیرنده است؛ روش‌های قرض‌های که می‌توان از آنها به عنوان وام نام برد عمدتاً با تضمین بازپرداخت همراه می‌باشند و وجه مشخصه این روش‌ها آن است که بازپرداخت منابع مالی از سوی دولت یا بانک‌های تجاری تضمین می‌شود. به عبارت دیگر ریسک برگشت سرمایه متوجه سرمایه‌گذار یا تأمین‌کننده منابع مالی نیست و دریافت‌کننده منابع مالی از طریق ضامن که همان دولت یا بانک تجاری می‌باشد، ضمانتنامه‌ای مبنی بر تعهد بازپرداخت منابع در سررسید یا تعهد جبران خسارت بر اثر قصور دریافت‌کننده منابع به تأمین‌کننده منابع مالی ارائه می‌کند. کلیه وام‌های تضمینی خارجی، تسهیلات اعتباری و فاینانس و ... که توسط بانک‌های بین‌المللی، سازمان‌های پولی و مالی غیر بانکی، بانک جهانی، بانک‌های توسعه‌ای و منطقه‌ای مانند توسعه اسلامی، سایر موسسات مالی و حتی دولت‌ها ایجاد می‌شود، در این طبقه‌بندی جای می‌گیرند. منابع مالی موضوع این طبقه‌بندی بخاطر تضمینی که بر آن مترتب است در تراز پرداخت‌های کشور به عنوان بدهی دولت و سیستم بانکی تلقی می‌شوند.

### عمده‌ترین این گونه وام‌ها عبارتند از:

## فاینانس:

قراردادهای فاینانس بدین مفهوم هستند که یک بانک یا موسسه تجاری خارجی وامی را به منظور عملیات معینی به کشور و یا شرکت مشخصی پرداخت کرده و در واقع کنترلی روی هزینه کردن آن ندارد و بنابراین تعهدی نیز برای به ثمر نشستن طرح نداشته و در سررسیدهای تعیین‌شده‌ای اصل و فرع آن را از طرف قرارداد و یا بانک تضمین‌کننده قرارداد دریافت می‌کند.

روش فاینانس یک روش کوتاه‌مدت انتقال سرمایه به کشور است، زیرا پس از فرا رسیدن موعد بازپرداخت وام، می‌بایست اصل سرمایه به همراه سود آن برگشت داده شود؛ بنابراین مهم‌ترین شرط در دریافت وام ارزی، تخصیص آن به طرح‌هایی است که دارای توجیه اقتصادی بوده و نرخ بازگشت سرمایه معقولی را داشته باشند.

به طور کلی دو روش شامل فاینانس خودگردان و غیر خودگردان برای تأمین مالی پروژه‌ها مورد استفاده قرار می‌گیرد. در روش خودگردان، شرکت دریافت‌کننده اعتبار باید توانایی صدور کالا برای بازپرداخت اقساط تسهیلات به صورت ارز را داشته باشد.

اما در روش فاینانس غیرخودگردان، سرمایه لازم برای اجرای پروژه اقتصادی مشخص، توسط موسسه اعتباری و یا بانک عامل خارجی تامین می‌شود. مدت استفاده از منابع در این روش حدود ۱۰ الی ۱۲ سال است و نرخ بهره سالانه آنها بر حسب شرایط اقتصادی و ریسک کشور تعیین می‌شود که حدود ۱ الی ۴ درصد بیشتر از نرخ بهره بین بانکی لندن (لایبور) می‌باشد.

## یوزانس:

یوزانس در اصطلاح سرمایه‌گذاری به معنی توافق بر پرداخت قیمت فناوری و تجهیزات دریافت شده در قبال ارائه برات مدت‌دار می‌باشد. یکی از روش‌های استقراض کوتاه‌مدت، یوزانس (ورود کالا و خدمات به شکل نسبه) می‌باشد که معمولاً بازارهای پولی و مالی کشورهای صنعتی برای حمایت از فروش تولیدات کشور خود آن را تامین یا تضمین می‌کنند و از بدترین نوع استقراض به‌ویژه برای استقراض در حجم زیاد به حساب می‌آید. زیرا زمان بازپرداخت این نوع از استقراضها بسیار کوتاه‌مدت بوده و معمولاً حتی در صورت تبدیل آنها به سرمایه تولیدی فرصت کافی برای به گردش در آمدن چرخه تولید همان سرمایه وجود ندارد و بنابراین کشور متعهد، مکلف است از سایر منابع مالی خود برای تامین بازپرداخت وام اقدام کند که این امر موجب می‌شود که در کوتاه‌مدت منابع مالی کشور وام‌گیرنده به شدت تحت فشار قرار گیرد. معمولاً هزینه‌های مالی این نوع از استقراضها سنگین بوده و تامین‌کننده این منابع تضمین‌های کافی برای برگشت اصل و فرع را از طریق دولت‌ها مطالبه می‌کند.

## خطوط اعتباری:

در این حالت دریافت‌کننده خط اعتباری بدون پرداخت هیچ‌گونه پولی اجازه می‌یابد به اندازه معینی از تولیدات یا خدمات اعطاکننده خط اعتباری استفاده کرده و مطابق توافقات قبلی اقدام به بازپرداخت آن کند.

## وام های بین المللی:

این روش به برقراری مشروط و مشخص برای استفاده از وام و اعمال کنترل موسسه وام‌دهنده بر نحوه هزینه شدن وام در زمان اجرای پروژه برمی‌گردد. در این گونه موارد می‌بایست مطالعات امکان‌سنجی الزام شده توسط وام‌دهنده به انجام رسیده و توجیه فنی و اقتصادی پروژه مورد قبول وی قرار گیرد.

## روش‌های غیر قرضی (سرمایه‌گذاری)

در روش‌های غیر قرضی برگشت اصل و سود از سوی سیستم بانکی و یا دولت تضمین نمی‌شود و ریسک برگشت سرمایه و منابع به عهده سرمایه‌گذار است. روش‌های غیر قرضی همان روش‌های سرمایه‌گذاری هستند. در روش سرمایه‌گذاری، تأمین‌کننده منابع مالی (سرمایه‌گذار) با قبول ریسک ناشی از به کارگیری منابع مالی در فعالیت یا طرح مورد نظر، برگشت اصل و سود منابع سرمایه‌گذاری شده را از عملکرد اقتصادی طرح انتظار دارد.

### ۱- سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی:

سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی نوعی از سرمایه‌گذاری خصوصی است که با هدف حفظ کنترل بر سرمایه، حداقل ۱۰ درصد سهام دارای حق رأی را در یک شرکت خارجی به دست آورد. منظور از سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، مشارکت مستقیم خارجی در سرمایه‌سهمی (سرمایه ثبت شده) شرکت هدف است. در عمل می‌توان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی را نوعی سرمایه‌گذاری تعریف کرد که در کشوری به جز کشور مبدأ انجام می‌شود و هدف از آن کسب منافع پایدار در کشور مقصد است جذب این نوع سرمایه‌گذاری در کشورهای در حال توسعه با هدف جست‌وجوی منابع، جست‌وجوی بازار و جست‌وجوی کارآیی می‌باشد.

### انواع روش‌های سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی:

تملک یا خرید

ایجاد شعبه فرعی از شرکت

سرمایه‌گذاری مشترک

مشارکت در تولید

مشارکت در سود



## ۲- سرمایه‌گذاری غیرمستقیم خارجی:

به بیان دیگر هر نوع سرمایه‌گذاری که در آن سرمایه‌گذار خارجی مایل یا واجد شرایط لازم برای داشتن سهمی از سرمایه و مالکیت مشترک نباشد در این طبقه وسیع که با عنوان سرمایه‌گذاری غیرمستقیم شناخته می‌شود قرار می‌گیرد.

در این نوع از سرمایه‌گذاری، کشور یا موسسه خارجی از طریق اوراق بهاداری نظیر سهام، اوراق قرضه بلندمدت، اوراق مشارکت بین‌المللی و... در تأمین مالی پروژه مشارکت می‌کند.

تفاوت این روش با سرمایه‌گذاری مستقیم در این است که در اینجا سرمایه‌گذار در روند اجرای پروژه دخیل نشده و نظارتی ندارد و از نظر مالی نیز تعهداتی نمی‌سپارد؛ تنها در صورت سود یا زیان پروژه، بر اساس سهم‌الشرکه داده شده، سود دریافت می‌کند.

## ۳- معاملات جبرانی

در این نوع از سرمایه‌گذاری که به آن معاملات متقابل نیز می‌گویند، کشور یا موسسه سرمایه‌گذار در قبال فراهم‌سازی منابع نقدی (سرمایه لازم برای خرید تجهیزات و نیروهای تولید) و غیر نقدی (تجهیزات، تکنولوژی، دانش فنی و...) مورد نیاز برای اجرای پروژه، اصل سرمایه (مالی و غیر مالی) خود را به همراه سود انتظاری از محل محصولات یا خدمات تولیدی همان پروژه یا طرح‌های داخلی دیگر و یا در برخی موارد به صورت معادل ارزی می‌نماید.

**قراردادهای بیع** متقابل به عنوان یکی از معاملات جبرانی استاین قراردادها عموماً در طبقه قراردادهای خرید خدمت دسته‌بندی می‌شوند و شرکت سرمایه‌گذار خارجی کلیه وجوه سرمایه‌گذاری همچون خرید، نصب تجهیزات، راه‌اندازی و انتقال تکنولوژی را بر عهده گرفته و پس از راه‌اندازی به کشور میزبان واگذار می‌کند. بازگشت سرمایه و همچنین سود سرمایه شرکت سرمایه‌گذار از طریق دریافت محصولات تولیدی و پس از راه‌اندازی طرح صورت می‌گیرد. پرداخت‌ها به صورت نقدی و غیرنقدی امکان‌پذیر می‌باشد و طرف خارجی علاوه بر تأمین مالی طرح در بیشتر موارد مسوولیت اجرایی و مهندسی، سفارشات، ساخت و نصب، انتقال تکنولوژی، آموزش و راه‌اندازی را نیز متعهد می‌گردد. در حقیقت در این نوع قراردادها با یک پیمانکار عمومی رو به رو هستیم و طرف داخلی نظارت فنی و مالی پروژه را بر عهده خواهد داشت. معامله بیع متقابل یکی از شیوه‌های تجارت متقابل

است که نسبت به دیگر شیوه‌های آن و همچنین نسبت به خرید عادی تسهیلات از شکل پیچیده‌تری برخوردار است. در حالت کلی در این قرارداد، ابتدا تسهیلات و تجهیزات تولیدی توسط فروشنده اولیه به خریدار اولیه فروخته می‌شود و پس از تولید محصولات، خریدار اولیه محصولات تولید شده توسط تجهیزات فروشنده اولیه را به او خواهد فروخت.

## ۴- صکوک

کشورهایی که در صدد اجرای معاملات غیر ربوی هستند برای پاسخ به نیازهای مالی خود در صدد توسعه بازار بدهی جانشین بوده تا با معیارهای غیر ربوی مطابقت داشته باشد. در چند سال اخیر اوراقی تحت عنوان صکوک رشد چشمگیری داشته است. صکوک جمع کلمه عربی صک می‌باشد که آن هم معرب واژه چک در زبان فارسی است. در عرف زبان عربی این واژه، حواله، انواع سفته، سند و هر آنچه را که تعهد یا اقراری از آن برداشت شود در بر می‌گیرد و به طور معمول، به عنوان اوراق قرضه اسلامی تعریف می‌شود. این اوراق با درگیر کردن یک دارایی مشخص فیزیکی و به میان آوردن قراردادهایی مانند اجاره و مضاربه منطبق با قانون بانکداری بدون ربا است. صکوک در تعریف "سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی" عبارت است از:

گواهی‌هایی با ارزش اسمی یکسان که پس از اتمام عملیات پذیره‌نویسی، بیانگر پرداخت مبلغ اسمی مندرج در آن توسط خریدار به ناشر است و دارنده آن مالک یک یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها، منافع حاصل از دارایی و یا ذی‌نفع یک پروژه یا یک فعالیت سرمایه‌گذاری خاص می‌شود.

### تاریخچه صکوک

▶ اولین ناشر صکوک شرکت Berhard در مالزی بوده که بزرگترین شرکت هلدینگ در حوزه مدیریت نخلستان‌ها در دنیا است. عمده‌ترین بانک‌های سرمایه‌گذاری در حوزه پذیره‌نویسی اوراق بهادار صکوک در دنیا، بانک‌های تجاری بین‌المللی برهارد، بانک اسلامی دبی و Citigroup هستند.

▶ اولین صکوک در ایران توسط شرکت هواپیمایی ماهان برای اجاره یک فروند هواپیما به ارزش ۵۰۰ میلیون و ۲۹۱ هزار ریال در فرابورس انتشار یافت.

### فرق صکوک با اوراق قرضه

- صکوک بیانگر مالکیت یک دارائی مشخص است در حالی که اوراق قرضه فقط حاکی از تعهد بدهی است
- اعتبار اوراق قرضه به ناشر بستگی دارد در حالیکه در صکوک به ارزش دارایی پشتوانه بستگی دارد
- فروش اوراق صکوک فروش مالکیت یک دارائی است در حالی که فروش اوراق قرضه فروش بدهی است
- در صکوک امکان افزایش اصل دارائی و در نتیجه ارزش خود ورقه صکوک وجود دارد در حالی که اصل بدهی در اوراق قرضه قابلیت افزایش ندارد .

## انواع ریسک مهم صکوک

- از بین رفتن دارائی  
چنانچه دارائی مورد اجاره به هر دلیل خسارت ببیند از ارزش آن کاسته و دارنده صکوک ضرر می بیند . (که از طریق بیمه کردن حل می شود).
- نرخ سود  
هرگاه نرخ سود متداول بازار افزایش پیدا کند معمولاً چون نرخ اجاره بها در هر دوره ثابت است دارندگان صکوک آن گاه در مقایسه با بازار، سود کمتری دریافت می کنند . (مبلغ اجاره بها معمولاً ثابت تعیین می شود).
- کاهش قیمت دارائی  
اگر ارزش دارایی در تاریخ سررسید پایان مدت (اجاره) کاهش یابد دارنده اوراق صکوک با زیان سرمایه ای مواجه می شود .

## مزایای انتشار اوراق صکوک

- صکوک نقدینگی شرکت مالک دارائی را افزایش می دهد .

- دارائی هایی که نقدینگی پایین دارند یا غیر نقد هستند از ترازنامه خارج شده و وجوه نقد جایگزین آن ها می شود .
- با اینکه مالکیت دارائی از شرکت جدا می شود اما باز هم شرکت می تواند از آن استفاده کند.
- چون **صکوک** با پشتوانه دارائی منتشر می شود ریسک کمتری دارد و هزینه تأمین مالی را کاهش می دهد یک راه دیگر هم افزایش اعتبار موجب کاهش هزینه تأمین مالی می شود .
- **صکوک** با فراهم کردن امکان تبدیل دارائی به اوراق بهادار به توسعه بازار سرمایه کمک می کند .
- چنانچه بازار ثانویه برای دادوستد اوراق **صکوک** ایجاد شود قابلیت نقد شوندگی این اوراق هم زیاد می شود .

## ویژگی های اوراق بهادار اسلامی (صکوک)

### ۱- مالکیت صاحبان اوراق

اغلب اوراق بهادار اسلامی تفاوت روشنی از جهت مالکیت با اوراق ربوی دارند. اوراق اسلامی، به طور معمول در بردارنده سهم مشاعی از سرمایه دارایی سود یا درآمد هستند سرمایه‌هایی چون اعیان استیجاری، طرح‌های تجاری یا صنعتی یا سرمایه‌گذاری‌های چند منظوره، این مهمترین ویژگی است که آنها را از اوراق ربوی متمایز می‌سازد. بر این اساس، اسناد و اوراق بهادار اسلامی باید بر پایه طرح‌های تجاری، کشاورزی، خدماتی یا صنعتی جدیدی با مشارکت سرمایه صاحبکاران این اوراق منتشر شود و چنانکه برای طرح‌های موجود منتشر شوند باید مالکیت آنها اعم از اینکه اعیان، منافع یا حقوق معنوی باشد، به صاحبان اوراق منتقل شود.

### ۲- کیفیت توزیع سود

ماهیت حقوقی بخش اعظم اوراق بهادار ربوی قرض با بهره است، ناشرین اوراق طبق زمانبندی معین نسبت معینی از اصل سرمایه را به صورت بهره به صاحبان اوراق پرداخت می‌کنند، این نسبت هیچ ارتباطی به بازدهی طرح و سود فعالیت اقتصادی ندارد، روشن است که چنین درآمدی مصداق

قرض به شرط زیاده است که از دیدگاه فقه اسلامی ربا شمرده می شود، در نتیجه قابل استفاده در اوراق بهادار اسلامی نیست. سود اوراق بهادار انتفاعی اسلامی ارتباط به نوع قراردادی دارد که اوراق براساس آن طراحی شده و از جهت ثابت یا انتظاری بودن نرخ سود متفاوتند.

### ۳-تضمین اصل سرمایه

ماهیت حقوقی اغلب اوراق بهادار ربوی، قرض با بهره است که به مقتضای قرارداد ناشر اوراق اصل سرمایه صاحبان اوراق (ارزش اسمی اوراق بهادار) را تضمین می کند به این بیان که ناشر، در سررسید معادل ارزش اسمی اوراق را به صاحبان آنها می پردازد و این امر اثر انگیزشی بالایی برای سرمایه گذاران مالی ریسک گریز حتی متعارف دارد، ناشرین اوراق بهادار اسلامی نیز تلاش می کنند چنین تضمین را به صاحبان اوراق بدهند.

انواع صکوک بر اساس تقسیم بندی "سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی" عبارت است از:

- صکوک اجاره
- صکوک استصناع
- صکوک مشارکت
- صکوک مرابحه
- صکوک سلم
- صکوک مضاربه
- صکوک مزارعه
- صکوک مساقات
- صکوک مغارسه
- صکوک حق الامتیاز
- صکوک نماینده سرمایه گذاری
- صکوک مالکیت دارایی که در آینده ساخته می شود
- صکوک مالکیت منافع دارایی موجود
- صکوک مالکیت منافع دارایی (هایی) که در آینده ساخته می شود

## صکوک اجاره:

- ▶ هدف از انتشار این اوراق (صکوک اجاره) فروش دارایی اجاره ای و سپس گرفتن ارزش آن از طریق پذیره نویسی و انتقالش به افراد دیگر است. در این شرایط، دارندگان صکوک اجاره به عنوان مالکان آن دارایی محسوب می شوند.
- ▶ **صکوک اجاره** اوراق بهادار با نام وقابل نقل و انتقال می باشند که دارنده آن به صورت مشاع ، مالک بخشی از دارائی است که منافع آن براساس قرارداد اجاره به مصرف کننده یا بانی واگذار شده است . درصکوک اجاره حق استفاده از منافع دارایی یا مجموعه ای از دارایی ها ، در برابر اجاره بهاء از مالک به شخص دیگری منتقل می شود . ایده انتشار صکوک اجاره برای نخستین بار توسط منذر قحف در مقاله معروف وی با عنوان استفاده از اوراق اجاره دارایی برای پوشش شکاف بودجه در سال ۱۹۹۷ مطرح شد .

## صکوک استصناع:

- ▶ منظور از قرارداد استصناع یا قرارداد سفارش ساخت این است که کسی به نزد صنعتگر بیاید و از او بخواهد که تعدادی از کالاهایی را که می سازد به مالکیت او در آورد. در این حال قراردادی میان این دو به امضاء می رسد که براساس آن، صاحب صنعت کالای مورد توافق را برای اوبسازد و مبلغ مورد توافق را دریافت کند .
- ▶ بنابراین می توان گفت **صکوک استصناع** ، اسناد و گواهی های دارای ارزش یکسان هستند و برای تجمع وجوه لازم جهت ساخت کالایی استفاده می شوند که تحت تملک دارنده صکوک می باشد. ناشر **صکوک استصناع** ، تولید کننده کالا

است . پذیره نویس آن ، خریداران کالای موردنظر و وجوه جمع آوری شده ، هزینه ساخت کالا است .

### صکوک سلم یا سلم :

► مفهوم سلم به نوعی از فروش اطلاق می شود که در آن فروشنده بهای کالا را پیشاپیش به صورت نقد دریافت می کند و درمقابل تعهد می کند که کالای مشخص شده را در تاریخ معینی در آینده به خریدار تحویل دهد . بنابراین پرداخت وجه ، نقد(آنی) انجام می شود اما تحویل کالا برای مدت مشخصی به تعویق می افتد **صکوک سلم** بعد از صکوک اجاره ، بیشترین حجم انتشار صکوک را به خود اختصاص داده است . در ساختار **صکوک سلم** یک موسسه با موسسه دیگری به نمایندگی از طرف خریداران صکوک سلم وارد قرارداد می شود و هدف از این قرارداد این است که بین کالاها و خریداران واسطه شود و به عنوان یک رابط جهت تسهیل فعالیت اقدام نماید . در این ساختار ، متعهد قرارداد می بندد که از طرف دارندگان نهایی صکوک ، کالا را خریداری کند و سپس جهت اینکه سود دارندگان صکوک فراهم گردد ، این دارایی را به فروش برساند .

### صکوک مشارکت :

• با هدف بکارگیری وجوه مالی جمع آوری شده از راه خرید **صکوک مشارکتی** ، در به راه انداختن و تأسیس یک پروژه جدید ویا توسعه و گسترش یک پروژه در حال اقدام و یا در تأمین مالی یک فعالیت تجاری براساس یکی از قراردادهای مشارکتی ، مورد استفاده قرار می گیرد . گواهی مشارکتی می تواند براساس قراردادهای : مشارکتی ، مضاربه و یا از طریق بنگاه های سرمایه گذاری تنظیم شود .

طلا

- طلا بعنوان تامین مالی بلند مدت می تواند برای شرکت مفید باشد. البته زمانی که طلا بورس باشد کوتاه مدت هم سود زیادی برای شرکت خواهد داشت در زمانی ارزان بودن خریداری و در زمان گرانی فروخته شود.
- طلا در شرایط تورمی و زمانی که نوسانات قیمتش زیاد است می تواند برای سرمایه گذار استفاده داشته باشد البته باید هزینه های نگهداری، فروش و غیره را لحاظ کنیم.
- نرخ بهره بانکی بر بازار طلا اثر دارد با کاهش یا افزایش بازار طلا کاهش نرخ بهره بانکی سبب می شود مردم سپرده های خود را از بانک بیرون بکشند و روی طلا یا اوراق بهادار سرمایه گذاری کنند زیرا سودی که از سپرده بانکی میگیرند کم است.
- حال اگر بانکها بهره بیشتری بپردازند مردم اوراق بهادار یا طلا خود را می فروشند تا در بانکها سپرده گذاری کنند سودی هر چند کمتر اما تضمین شده و ثابت دریافت می کنند.
- سرمایه گذاری روی طلا و سکه بدلیل ریسک پائین و سود بالا در شرایط تورمی می تواند یکی از روش های تامین مالی شرکت ها باشد، قیمت سکه جز در شرایط و مقاطع محدود هیچگاه روند کاهشی نداشته است. قابلیت نقد شوندگی بالا می تواند از دلایل اصلی سرمایه گذاری روی سکه و طلا باشد.

### بازار طلا و سکه

- کم ریسک گاهها بدون ریسک و پر بازده
- طلا پول است (بعضی اوقات از پول هم بهتر است، طلا تنها پول سالم دنیا) قابلیت نقد شوندگی بالا دارد.
- از ارزش آن کاسته نمی شود.



- قیمت طلا در بازار تعیین می شود نه در بانک مرکزی.
- قیمت طلا در دراز مدت افزایش خواهد یافت.

### دلایل برتری سکه نسبت به طلا در سرمایه گذاری

- کارمزد پائین سکه
- همیشه خریدار دارد.
- تعداد زیادی خریدار دارد.
- خریداران خاصی دارد.
- هزینه مربوط به طلای ساخته شده اعم از کارمزد ساخت و مالیات بر ارزش افزوده ندارد.
- سود بالایی دارد.

سرمایه گذاری روی طلا و سکه بدلیل ریسک پایین و سود بالا در شرایط تورمی می تواند یکی از روش های تأمین مالی شرکت ها باشد ، قیمت سکه جز در شرایط و مقاطع محدود هیچگاه روند کاهشی نداشته است ، قابلیت نقد شوندگی بالا می تواند از دلایل اصلی سرمایه گذاری روی سکه و طلا باشد .

### بازار مسکن

#### تأمین مالی بخش مسکن:

- تأمین مالی خرید مسکن
- تأمین مالی ساخت و ساز
- تأمین مالی طرف تقاضا
- تأمین مالی طرف عرضه

### روشهای تأمین مالی ساخت و ساز:

- وام بانکی، اوراق قرضه، سهام، سایر روشها

### تأمین مالی خرید مسکن:

- وام رهنی، اوراق بهادار با پشتوانه رهنی

### • وام رهنی:

- ۱- با بهره متغیر
- ۲- با بهره ثابت

- در ایران تأمین مالی بخش مسکن همواره متکی به بازار پول و شبکه بانکی بوده است .

- بانک ها با تسهیلاتی با نرخ پائین تر از نرخ تورم موجب شده اند برای تأمین مالی بخش مسکن بیشتر به این روش روی آورند.

### مزایای تأمین مالی از طریق وام بانکی برای سازندگان (مالکان اولیه):

- حفظ مالکیت سازندگان
- حفظ سود باقی مانده برای سازندگان به جهت شریک نکردن سایر سرمایه گذاران
- ایجاد سپر مالیاتی
- شفافیت و نظارت کمتر روی هزینه های ساخت
- عدم پاسخگویی جدی در خصوص دیر کرد اتمام پروژه ها.

### تأمین مالی بخش مسکن از طریق صندوق سرمایه گذاری زمین و ساختمان:

- مزایای این روش:
- بهره مندی سرمایه گذاران خصوصا سرمایه گذاران خرد با هر میزان سرمایه از سود ناشی از ساخت و فروش واحدهای ساختمانی

- مشارکت سرمایه گذاران در ریسک پروژه و کم شدن ریسک سازندگان
- افزایش قدرت خرید سرمایه گذاری در برابر افزایش قیمت زمین و مسکن
- بالا بودن نقد شوندگی واحدهای صندوق
- امکان دادوستد این واحد ها در بورس.
- همانطور که دیدیم بازار پول در ایران در تأمین مالی بخش مسکن حضور گسترده ای داشته که در حال حاضر رو به بازار سرمایه آورده ایم.
- بازارهای مالی معمولاً بر حسب نوع داراییهای مالی مورد مبادله طبقه بندی میشوند. همانطور که می توان از بازار اتومبیل نام برد، می توان به بازار پس انداز یا بازار اوراق قرضه شرکتها نیز اشاره کرد.
- بازارهای مالی معمولاً به دو گروه اصلی طبقه بندی می شوند. :
  - (۱) بازار پول
  - (۲) بازار سرمایه
- در بازار پول، اسناد بدهی کوتاه مدت و در بازار سرمایه، اوراق قرضه بلند مدت و سهام مبادله می گردد.

## بازار پول

اوراق بهادار مورد مبادله در بازار پول عبارتند از وجوه سپرده نزد بانک مرکزی، اسناد خزانه، اسناد تضمین شده توسط بانک، اسناد تجاری و سایر اسناد بدهی کوتاه مدت. داراییهای مالی قابل مبادله در بازار پول باید مخاطره ای نزدیک به صفر برای خریدارای داشته باشد. وجود بازار پول در سطح کشور، اقتصادی را امکان پذیر می سازد.

## بازار سرمایه

بازار سرمایه شامل بازارهایی است که در آن اوراق بهادار میان مدت و بلند مدت افراد، واحدهای تجاری و دولت عرضه و مبادله می شود. این قبیل بازارها معمولاً به سه گروه اصلی طبقه بندی می شوند:

• (۱) بازار اوراق قرضه

• (۲) بازار دیون رهنی

• (۳) بازار سهام

• شیوه های تأمین مالی شرکتها در شرایط کنونی بازار سرمایه ایران :

از نظر علم مدیریت مالی، وظیفه مدیران مالی از دو جزء تشکیل شده است: یکی اطمینان از مطلوب بودن دارائیهای شرکت است.

دوم اطمینان از به کارگیری بهینه منابع و بسنده بودن بازده و ریسک شرکت برای پیشینه کردن ارزش آن

روشهای تأمین مالی از نظر نوع و منبع:

(۱) از نظرنوع:

(۲) شامل دریافت وام کوتاه مدت، مشارکت در سرمایه گذاری، سرمایه گذاری به شرط خرید محصول، فروش سهام شرکت یا صدور اوراق قرضه و غیره انجام می گیرد.

(۲) از نظر منبع:

به طور کلی یک فرد حقیقی یا حقوقی، بانکهای دولتی یا خصوصی، صندوقهای حمایتی یا صندوقهای سرمایه گذاری ریسک پذیر می توانند نقش منبع سرمایه را داشته باشند.

## منابع تأمین مالی کار آفرین :

- ۱- منابع خصوصی تأمین مالی: شامل منابع شخصی-دوستان
- ۲- منابع تأمین مالی از طریق بدهی (استقراض): وامهای کوتاه مدت-میان مدت-بلند مدت-وام رهنی-وام از موسسات-اعتبار تجاری-کمک های دولتی
- ۳- منابع تأمین مالی از طریق سرمایه(حقوق صاحبان سهام): فرشتگان کسب و کار-شرکاء
- ۴- منابع داخلی تأمین مالی: عاملیت حسابهای دریافتی و اجاره به شرط تملیک

## منابع داخلی تأمین مالی :

- یک کسب و کار به نوبه خود ظرفیت ایجاد سرمایه خودش را داراست. این نوع تأمین مالی برای هر شرکت کوچکی در دسترس است.

## عاملیت حسابهای دریافتی :

- به جای نگهداری وثبت فروش اعتباری در دفاتر شرکت ، یک کسب و کار کوچک می تواند یکجا حسابهای دریافتی خود را به یک عامل بفروشد . تحت داد و ستدی که به صورت "بارجوع" تنظیم شده باشد ، مالک شرکت مسئولیت مشتریانی را که از پرداخت حسابها خودداری کنند ، خود برعهده می گیرد . در دادستدی که به صورت "بدون رجوع" تنظیم شده باشد ، مالک از مسئولیت جمع آوری آنها فارغ خواهد شد و چنانچه برخی حسابها وصول نشود، عامل دچار زیان خواهد شد .

## اجاره به شرط تملیک:

- امروزه کسب و کارها می توانند ذاتا هر نوع دارایی ای را – از فضای اداری گرفته تا تلفن و رایانه و غیره اجاره کنند. از طریق اجاره داریها ی گران قیمت ،

مالک کسب و کار کوچک قادر خواهد بود تا بدون راکد گذاردن سرمایه ارزشمند خود، برای یک دوره زمانی طولانی تراز آنها استفاده کند.

### کلیات سیستم مالی کشور

• سیستم مالی کشور، چارچوب عملیات کلیه واحدهای تجاری را فراهم می کند. این سیستم، شامل مؤسسات و بازارهایی است که خدمات لازم را از لحاظ تأمین مالی تحصیل داریها، سرمایه گذاری منابع، و انتقال مالکیت سهام و سایر اوراق بهادار در اختیار واحدهای تجاری و افراد می گذارد. آگاهی از سیستم مالی کشور نه تنها برای مدیران مالی حائز اهمیت است بلکه برای کلیه افراد آگاه جامعه نیز ضرورت دارد.

• در یک اقتصاد سالم، وجود یک سیستم ملی کارآمد نقش اساسی دارد که در واقع توزیع مناسب سرمایه و منابع مالی را امکان پذیر می سازد. مثلاً، پس اندازهای افراد در بانکها را می توان به صورت وام خرید خانه در اختیار سایر افراد یا به منظور ساختن کارخانه در اختیار واحدهای تجاری گذاشت. بنابراین، فعالیت سیستم مالی بر کلیه افراد جامعه تاثیر می گذارد.

### خدمات ارائه شده توسط سیستم مالی

نقش اولیه سیستم مالی کشور عبارت است از کمک به تبدیل پس اندازهای افراد و واحدهای تجاری به سرمایه گذاری (تحصیل داراییهای مولدی که به منظور تولید کالاها و خدمات بکار گرفته می شود) توسط افراد و واحدهای تجاری دیگر.

• سیستم مالی، امکانات لازم را برای انتقال وجوه پس انداز اشخاصی حقیقی و حقوقی از محل درآمد جاری، به سایر اشخاصی که فرصتهای سرمایه گذاری مولد را در اختیار دارند و نیازمند تأمین مالی آن می باشند فراهم می کند.

### بانکهای تجاری و تخصصی

- بانکهای تجاری و تخصصی از لحاظ مبلغ داراییهای مالی که در اختیار دارند، بزرگترین نوع موسسات مالی محسوب می شوند. بانکها معمولاً تعداد قابل توجهی اوراق بهادار صادر شده توسط دولت یا واحدهای تجاری را ضمن داراییهای خود نگهداری می کنند و مبالغ متنابهی را برای خرید خانه یا تأمین سایر نیازمندیها به اشخاص وام می دهند و همچنین منابع اصلی تأمین اعتبار واحدهای تجاری به شمار می آیند.

### بانکهای مسکن

- این بانکها معمولاً بیشتر وجوه خود را از طریق سپرده های افراد تحصیل می کنند و سپس آن را به منظور تأمین مالی احداث یا خرید مسکن وام می دهند. در استقراض از این قبیل بانکها، معمولاً سپرده گذاران اولویت دارند.

### صندوقهای تعاون و قرض الحسنه

- این موسسات مالی که در مقایسه با بانکها کوچک محسوب می شوند معمولاً به منظور تأمین اعتبار برای افرادی است که عضویت صندوق را دارند یا در یک سازمان معین خدمت می کنند. اعضای صندوقهای مزبور معمولاً وجوهی را به شکل سپرده سرمایه گذاری می کنند تا به مصرف اعطای وام به سایر اعضا برسد. استقراض از این قبیل موسسات مالی معمولاً ارزانترین نوع تأمین اعتبار برای مصرف کنندگان جامعه است.