

# اوراق بهادار (صکوک) و کالت؛ ابزاری مناسب برای تأمین مالی صنعت پتروشیمی

تاریخ دریافت: ۱۳۹۱/۱۱/۱۰ تاریخ تأیید: ۱۳۹۲/۲/۲۵

سیدعباس موسویان\*  
محمد حسین پور\*\*  
مجتبی کاوند\*\*\*

۱۰۳

فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی / سال دوازدهم / شماره ۶۷ / پاییز ۱۳۹۱

## چکیده

امروزه نقش کلیدی صنعت پتروشیمی در توسعه اقتصادی کشورها، نیاز روزافزون جوامع بشری به محصولات تولیدی آن، توجه کشورها را به پدیدساختن کارخانه‌های تولیدی و جذب سرمایه به سمت پتروشیمی معطوف داشته است. این در حالی است که در وضعیت کنونی ایران و وجود تحریم‌های گوناگون از سوی کشورهای غربی، سرمایه‌گذاری در صنعت پتروشیمی را با چالش جدی روبه‌رو کرده است؛ بنابراین استفاده از منابع مالی داخلی به‌ویژه ظرفیت‌های بازار سرمایه می‌تواند در تأمین مالی صنعت پتروشیمی مؤثر باشد.

پژوهش پیش‌رو براساس روش توصیفی به‌دنبال تأیید این فرضیه است که از نظر مالی، فقهی و عملیاتی امکان طراحی و انتشار اوراق و کالت به‌عنوان یک ابزار نوین مالی اسلامی در صنعت پتروشیمی وجود دارد. نتیجه‌های پژوهش نشان می‌دهد که مدل پیشنهادی اوراق و کالت با رعایت راهکارهای مدیریت ریسک، ابزاری مناسب برای تأمین نیازهای گوناگون مالی در صنعت پتروشیمی از جمله تأمین سرمایه در گردش و تأمین مالی طرح‌هاست.

واژگان کلیدی: کالت، اوراق و کالت خاص، اوراق و کالت عام، مدل عملیاتی.

طبقه‌بندی JEL: E22, H32, Z12

\*. دانشیار پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی (نویسنده مسئول). Email: samosavian@yahoo.com.

\*\* . دانشجوی کارشناسی ارشد دانشگاه امام صادق (ع). Email: mo.hosseinpoor@gmail.com.

\*\*\* . دانشجوی دکترای مدیریت مالی دانشگاه امام صادق (ع). Email: mojtaba.isu@gmail.com.

## مقدمه

امروزه نقش کلیدی صنعت پتروشیمی در توسعه اقتصادی کشورهای گوناگون جهان بر کسی پوشیده نیست و نیاز روزافزون جوامع بشری به محصولات تولیدی آن، توجه کشورها را به پدیدساختن کارخانه‌های تولیدی و جذب سرمایه به سمت پتروشیمی معطوف داشته است. یکی از مهم‌ترین ویژگی‌های صنعت پتروشیمی، ارزش افزوده بسیار بالای آن است؛ به این معنا که با تغییرهای شیمیایی و فیزیکی روی هیدروکربون‌های نفتی و گازی می‌توان ارزش محصولات را به میزان ۱۰-۱۵ درصد افزایش داد. از ویژگی‌های دیگر این صنعت، تنوع محصولات و تأمین مواد اولیه هزاران کارگاه و کارخانه صنایع پایین‌دستی آن است که از نظر اشتغال‌زایی، کسب درآمدهای ارزی و قطع وابستگی، نقش بسیار مؤثری در اقتصاد کشور دارد. خوشبختانه به‌علت وجود منابع اولیه فراوان (نفت و گاز) و عوامل دیگر، تولید مواد پتروشیمی در ایران مورد توجه ویژه‌ای قرار گرفته است. با پایان یافتن جنگ تحمیلی بلافاصله ترمیم و بازسازی کارخانه‌ها آغاز شد و پروژه‌های بزرگی به تدریج به مرحله اجرا درآمد. ارزش محصولات پتروشیمی ایران در سال ۱۳۸۹ حدود ۱۲ میلیارد دلار بوده است که پیش‌بینی می‌شود در سال ۱۳۹۴ به ۲۶ میلیارد دلار برسد و انتظار می‌رود از این مبلغ، ارزش صادرات ۲۰ میلیارد دلار باشد. طرح استراتژیک توسعه صنایع پتروشیمی با بیش از ۳۰ پروژه مهم در پانزده سال آینده، دست‌یابی به ۴۳ میلیون تن فرآورده‌های گوناگون پتروشیمی را محقق می‌سازد. با اجرای طرح‌های مهم منطقه اقتصادی پتروشیمی در بندر امام و عسلویه پیش‌بینی می‌شود، رقم صادرات برون‌مرزی به ۳۰ میلیون تن در سال برسد (حقیقت‌پژوه و دیگران، ۱۳۹۰، ص ۹-۱۰). افزون بر این عواملی مانند حرکت به‌سوی پدیدساختن ارزش افزوده در محصولات نفت و گازی و عدم فروش خام آنها ایجاب می‌کند که سرمایه‌گذاری در صنعت پتروشیمی در اولویت قرار گیرد.

این در حالی است که در وضعیت کنونی ایران و وجود تحریم‌های گوناگون از سوی کشورهای غربی، سرمایه‌گذاری در صنعت نفت و گاز ایران به‌ویژه صنعت پتروشیمی را با چالش جدی روبه‌رو کرده است. بنابراین در این وضعیت استفاده از منابع مالی داخلی به‌ویژه ظرفیت‌های بازار سرمایه کشور می‌تواند تا حد فراوانی نیازهای تأمین مالی صنعت

پتروشیمی را برآورده سازد. با تصویب قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴ و نیز قانون توسعه ابزارها و نهادها مصوب ۱۳۸۸، بازار سرمایه زیرساخت‌های لازم برای انتشار انواع اوراق بهادار اسلامی را فراهم کرده است. طی دهه گذشته اوراق بهادار اسلامی به علت ویژگی‌های منحصر به فرد در بازار پول و سرمایه کشورهای اسلامی و غیراسلامی به عنوان ابزاری بسیار مهم مطرح شده است (Alvi & etal, 2009, p.1).

یکی از انواع اوراق بهادار اسلامی، اوراق وکالت است که مهم‌ترین کارکردهای آن، تأمین مالی طرح‌ها، تأمین نقدینگی و تأمین سرمایه در گردش در صنایع گوناگون از جمله صنعت پتروشیمی است. در طراحی هر ابزار مالی اسلامی باید به بُعدهای طراحی مالی، فقهی، حقوقی، مدیریت ریسک، حسابداری و مالیاتی توجه کرد.

تحقیق پیش‌رو برحسب نوع هدف، پژوهش کاربردی است و برحسب چگونگی گردآوری و تحلیل داده‌ها، تحقیق توصیفی است. از آن‌جا که تاکنون چنین اوراقی در ایران منتشر نشده است، بنابراین امکان استفاده از روش‌های کمی تحقیق برای این اوراق وجود ندارد؛ از این‌رو و با توجه به هدف پژوهش از روش‌های تحقیق کیفی برای بررسی اوراق وکالت استفاده خواهد شد. بنابراین فرضیه تحقیق عبارت است از:

از نظر مالی، فقهی، قانونی و عملیاتی امکان طراحی و انتشار اوراق وکالت به‌عنوان یک ابزار نوین مالی اسلامی در بازار سرمایه ایران (برای بخش پتروشیمی) وجود دارد.

## بیان مسئله و ضرورت پژوهش

ایران به‌عنوان یکی از کشورهای اسلامی است که با تشکیل کمیته فقهی در سازمان بورس و اوراق بهادار، به طراحی برخی از ابزارهای اسلامی مانند اوراق اجاره، مرابحه، استصناع، رهنی و ... اقدام کرده است. مهم‌ترین کارکرد این ابزارها بنا به ماهیت قرارداد پایه آنها، تأمین مالی، تأمین نقدینگی، تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار است اما همان‌طور که مشخص است هر یک از این ابزارها کاربرد خاص خود را دارد. در حقیقت این ابزارها به لحاظ کاربردی مکمل یکدیگر هستند و نمی‌توان یکی از آنها را ابزار جامعی دانست که در نظام مالی اسلامی به‌طور کامل بدیل اوراق قرضه بوده و تمام کارکردهای آن را داشته باشد. بر مبنای این نیاز، ایده طراحی ابزاری نوین و دارای کارایی در بازار سرمایه ایران به‌وسیله

محققان شکل گرفت. این ابزار جدید اوراق وکالت نام دارد که در طبقه ابزارهای مالی با سود انتظاری قرار دارد، در خارج از ایران نیز در سال ۲۰۰۶ اوراق بهادار اسلامی مبتنی بر وکالت معرفی شد که براساس آن، صنایع گوناگون از جمله پتروشیمی می‌توانند برای تأمین مالی انواع نیازها از آن استفاده کنند.

### پیشینه تحقیق

درباره اوراق وکالت تاکنون پژوهش مستقلی در ایران انجام نشده است اما برخی پژوهش‌ها در خارج درباره این اوراق منتشر و در برخی کتاب‌ها، مقاله‌ها و گزارش‌ها به مدل‌ها و آمارهای مرتبط با آن اشاره شده است؛ از جمله این پژوهش‌ها می‌توان به موارد ذیل اشاره کرد:

مؤسسه مالی بین‌المللی دبی (۲۰۰۹) در بخشی از کتاب راهنمای صکوک به معرفی صکوک وکالت پرداخته است؛ سپس به برخی از مزیت‌های این نوع صکوک اشاره کرده و سرانجام مدل عملیاتی انتشار صکوک وکالت را ارائه کرده است.

فراح نعیم و امجد حسین (۲۰۱۰) در مقاله «صکوک وکالت» به معرفی اجزا، ساختارها و ویژگی‌های فرایند انتشار اوراق وکالت پرداخته و چندین مورد انتشار اوراق وکالت در کشورهای مالزی، امارات و بحرین را به صورت مطالعه موردی بررسی کرده‌اند.

احمد علوی و همکاران (۲۰۱۱) در گزارشی با عنوان «مطالعه جامع بازار جهانی صکوک» در بخش‌هایی از گزارش خود به چندین نوع از انتشار صکوک با استفاده از الگوی وکالت در کشورهای گوناگون از جمله ترکیه اشاره کرده‌اند. نیز در بخش‌هایی حجم انتشار چندین نوع از اوراق وکالت را گزارش کرده‌اند؛ به‌طور مثال، بانک توسعه اسلامی در سال ۲۰۱۰، ۵۰۰ میلیون دلار اوراق وکالت منتشر کرده است.

بشیر و امین (۲۰۱۲) در کتاب صکوک جهانی و بازار تبدیل داریی‌ها به اوراق بهادار اسلامی در بخشی از کتاب به مدل‌های جهانی عملیاتی انواع صکوک از جمله صکوک وکالت اشاره کرده‌اند.

تحقیق پیش‌رو در صدد است با رعایت موازین فقهی اوراق وکالت براساس فقه امامیه و متناسب با قوانین و مقررات بازار سرمایه ایران و نیاز صنایع پتروشیمی ایران و با استفاده از تجربه دیگر کشورهای اسلامی به طراحی مدل عملیاتی اوراق وکالت اقدام کند.

## ویژگی تأمین مالی صنعت پتروشیمی

از نظر تأمین مالی، صنعت پتروشیمی نیازهای متنوعی دارد که مهم‌ترین آنها عبارت هستند از:

### الف) تأمین مالی طرح‌ها و پروژه‌ها

صنعت پتروشیمی با توجه به ماهیت آن صنعتی پروژه‌محور است. از این رو این صنعت برای تأمین مالی طرح‌ها و پروژه‌های میان‌مدت و بلندمدت خود مانند احداث مجتمع‌های پتروشیمی، پالایشگاهی و ... می‌تواند از برخی از انواع صکوک استفاده کند؛ به‌طور مثال، اگر بانی انتشار اوراق بهادار اسلامی (صنعت پتروشیمی) بخواهد سود ثابت به سرمایه‌گذاران پرداخت کند، می‌تواند از اوراق بهادار اسلامی پروژه‌محور با سود ثابت مانند اوراق استصناع یا جعاله استفاده کند و چنان‌که بخواهد جذابیت اوراق را افزایش داده و سرمایه‌گذاران را در تمام سود ناشی از احداث پروژه شریک کند، می‌تواند از اوراق بهادار اسلامی که سود انتظاری دارند، استفاده کند. این اوراق می‌توانند با توجه به شرایط گوناگون یکی از انواع اوراق مشارکت، اوراق سلف یا اوراق وکالت باشند.

### ب) تأمین مالی برای خرید دارایی‌های سرمایه‌ای و مصرفی

بسیاری از صنایع از جمله صنعت پتروشیمی برای خرید تجهیزات مورد نیاز خود به منابع مالی نیاز دارند. محدودیت منابع داخلی در بسیاری از موارد شرکت‌ها را مجبور به تأمین مالی از منابع بیرون از شرکت چون نظام بانکی می‌کند اما محدودیت منابع در نظام بانکی در پاره‌ای از موارد، تأمین مالی به‌منظور خرید تجهیزات برای طرح‌ها و پروژه‌های سودآور و راهبردی کشور در بخش پتروشیمی از جمله ساختن پالایشگاه‌های با اندازه‌های کوچک، متوسط و بزرگ را با مشکل روبه‌رو می‌کند. برای حل این مشکل می‌توان از ظرفیت‌های بالای بازار سرمایه برای تأمین مالی استفاده کرد؛ به‌طور مثال، فعالان بخش پتروشیمی می‌توانند برای تأمین مالی دارایی‌های سرمایه‌ای مانند مخارن بزرگ از انتشار اوراق اجاره و مرابحه استفاده کنند و برای تأمین مالی خرید دارایی‌های مصرفی خود نیز مانند نفت، گاز و ... از اوراق مرابحه یا سلف استفاده کنند.

### ج) تأمین سرمایه در گردش

تأمین مالی کوتاه‌مدت یا سرمایه در گردش معنای واحدی دارند. اگرچه هیچ تعریف واحدی برای تأمین مالی کوتاه‌مدت وجود ندارد اما مهم‌ترین تفاوت میان تأمین مالی کوتاه‌مدت و بلندمدت، زمان جریان‌های نقدی است. تصمیم‌های مالی کوتاه‌مدت به‌طور معمول شامل جریان‌های نقدی ورودی و خروجی است که در مدت یک‌سال یا کمتر از آن رخ می‌دهد (Ross & Jordan, 2002, p.428). با این توصیف، بخش‌های گوناگون اقتصادی از جمله بخش پتروشیمی برای تأمین مالی نیازهای کوتاه‌مدت خود می‌توانند از راه انتشار اوراق بهادار اسلامی مانند اوراق سلف یا اوراق وکالت استفاده کنند. اوراق وکالت و چگونگی استفاده از آن برای تأمین سرمایه در گردش در بخش‌های بعدی مقاله تبیین خواهد شد.

### مبانی فقهی اوراق وکالت

#### تعریف قرارداد وکالت

وکالت در لغت به معنای تفویض و واگذاری کاری به کسی و اعتمادکردن به وی است و در اصطلاح عقدی است که به‌سبب آن یکی از طرفین، دیگری را برای انجام امری نایب خود قرار می‌دهد (موسویان، ۱۳۸۶، ص ۱۱۷).

#### ارکان قرارداد وکالت

##### الف) ایجاب و قبول

عقد وکالت مانند عقود دیگر نیاز به اعلام اراده و رضایت طرفین به انعقاد آن دارد و طرفین با هر لفظ و زبانی که مقصود از وکالت را برساند، می‌توانند عقد را جاری سازند.

##### ب) طرفین عقد

شخصی که نایب می‌گیرد موکل و نایب را وکیل می‌گویند. وکیل و موکل باید شرایط عمومی قراردادها شامل بلوغ، عقل، قصد و اختیار را داشته باشند.

##### ج) مورد وکالت

آنچه مورد وکالت واقع می‌شود باید شرایط ذیل را داشته باشد:

۱. از اموری باشد که نیابت‌پذیر است.
۲. از امور ممنوعه برای موکل یا وکیل نباشد.
۳. معلوم و معین باشد.
۴. مملوک در تصرف موکل باشد (همان، ص ۱۱۸-۱۱۹).

## ماهیت عقد وکالت

ماهیت عقد وکالت عبارت است از:

۱. عقد وکالت از جمله عقود جایز است.
۲. با فوت یا جنون یکی از طرفین، عقد وکالت باطل می‌شود.
۳. طرفین می‌توانند در ضمن عقد لازم خارجی، شرط کنند تا زمانی که آن عقد باقی است عقد وکالت هم باقی باشد و طرفین حق فسخ آن را نداشته باشند (همان).

## اقسام وکالت

وکالت بر سه قسم است:

۱. وکالت خاص، در این نوع مورد وکالت و محدوده اختیارات وکیل معلوم است.
۲. وکالت عام، اقسامی دارد که گفته خواهد شد.
۳. وکالت مطلق، در این نوع مورد وکالت و محدوده اختیارات مطلق است.

وکالت عام سه گونه است:

۱. عام از جهت تصرف و خاص از جهت متعلق وکالت؛ به‌طور مثال، گفته شود این سرمایه معین را هر نوع که صلاح می‌دانی استفاده کن اعم از بیع و اجاره و ....
۲. عام از جهت متعلق وکالت و خاص از جهت تصرف؛ به‌طور مثال، موکل بگوید هر آنچه از اموال من را که صلاح می‌دانی بفروش.
۳. عام از جهت تصرف و متعلق وکالت؛ به‌طور مثال، موکل به هر نوع تصرفی در جمیع اموال خود وکالت دهد (همان).

## تعریف اوراق وکالت

اوراق وکالت گواهی‌هایی هستند که به‌وسیله بانی به‌منظور تأمین مالی جهت تملک یا سرمایه‌گذاری در دارایی‌ها، کالاها یا خدمات منتشر می‌شود. این اوراق بیان‌گر مالکیت مشاع دارندگان آنها در دارایی‌ها، کالاها یا خدمات پایه‌ای این اوراق است.

در مرحله بعد، این تملک‌ها یا سرمایه‌گذاری‌ها در اختیار وکیل قرار می‌گیرد تا آنها را از طرف دارندگان اوراق مدیریت کند. دارندگان اوراق ریسک این تملک‌ها و سرمایه‌گذاری‌ها را پذیرفته و در عوض، حق کسب سود ناشی از آنها را به‌دست می‌آورند.

### فقه اوراق وکالت

اوراق وکالت، سند مالی قرارداد وکالت است. هر ورق وکالت نشان می‌دهد که صاحب سرمایه (مالک) چه میزان سرمایه در اختیار وکیل خود (بانی) قرار داده و چه نسبتی از سود حاصل از فعالیت اقتصادی به‌عنوان حق‌الوکاله به وکیل پرداخت می‌شود؛ بنابراین رابطه دارنده ورق با ناشر رابطه وکالت خواهد بود و رابطه صاحبان اوراق با همدیگر رابطه صاحبان سرمایه در شراکت است. در این‌باره صاحبان سرمایه به‌صورت مشاع سرمایه مورد نیاز وکیل را تأمین می‌کنند.

در بازار ثانوی زمانی که دارنده اوراق وکالت، اوراق خود را به دیگری وامی‌گذارد، در حقیقت سهم خود از مجموعه‌ای از دارایی‌های (سرمایه) بانی را به دیگری می‌فروشد. آن‌جا که بعد از اتمام دوره پذیرهنویسی و شروع فعالیت اقتصادی به‌طور طبیعی بخشی از سرمایه نقدی به کالاها یا خدمات قابل فروش با سود تبدیل شده‌اند، ارزش پولی سرمایه افزایش یافته، در نتیجه صاحب اوراق حق دارد سهم سرمایه خود را به بیش از مبلغ اسمی بفروشد. نتیجه این‌که معامله‌های بازار اولی و ثانوی اوراق وکالت تا زمانی که مطابق ضوابط عقد وکالت عمل شود از جهت فقه اسلامی قابل قبول است.

در اوراق وکالت از ابتدای انتشار تا پایان سررسید در اوراق وکالت خاص و عام با سررسید معین یا انحلال ناشر در اوراق وکالت عام بدون سررسید، معامله‌های متعدد و گوناگونی شکل می‌گیرد که تمام آنها براساس فقه اسلامی صحیح یا قابل تصحیح است، معامله‌های اصلی اوراق وکالت و توجیه فقهی آنها به شرح ذیل است:

۱. اصل شرکت ناشر اوراق وکالت می‌تواند در قالب شرکت سهامی خاص یا عام و با مجوز سازمان بورس اوراق بهادار تشکیل شود که از جهت فقهی مانند شرکت‌های سهامی تابع عقد شرکت خواهد بود.



۲. واگذاری اوراق وکالت و گرفتن وجوه آنها از متقاضیان اوراق در قالب قرارداد وکالت خواهد بود به این معنا که متقاضیان اوراق با اعطای وجوه و گرفتن اوراق وکالت، به بانی وکالت می‌دهند وجوه آنان را همراه دیگر وجوه جمع‌آوری شده از این راه به صورت مشاع در نوع خاص یا انواعی از کالاها، خدمات در بخش خاص یا بخش‌های گوناگون اقتصادی به کار گیرند.

۳. فعالیت در بخش خاص یا بخش‌های گوناگون اقتصادی به صورت محدود یا نامحدود، انجام عملیات حسابداری و تقسیم منافع حاصله بین صاحبان اوراق وکالت متناسب با محتوای قرارداد و کارهایی از این قبیل، همه از شئون وکیل خواهد بود و بانی می‌تواند در برابر ارائه این خدمات درصدی از سود را به عنوان حق الوکاله بردارد.

۵. فروش اوراق وکالت در بازار ثانوی همان‌طور که گذشت از باب فروش سهم‌الشرکه فرد در دارایی‌ها و خدمات مشاع است که از جهت فقهی صحیح و قیمت فروش می‌تواند با توافق و رضایت طرفین تعیین شود. پس از معامله، صاحب جدید اوراق در تمام مسائل حقوقی جانشین صاحب پیشین اوراق خواهد بود.

۶. در پایان مدت اوراق یا موقع انحلال مؤسسه مجموع دارایی‌ها به فروش رسیده، همراه با مطالبه‌های وصول‌شده میان صاحبان اوراق وکالت مطابق ضوابط تقسیم می‌شود.

### کاربرد اوراق وکالت

در انتشار اوراق وکالت به‌طور معمول بانی به‌دنبال جذب سرمایه برای کسب‌وکار خود است. این امر می‌تواند به صورت حمایت از طرح‌ها یا سرمایه‌گذاری‌های جدید یا ارتقای دارایی‌های ترازنامه انجام شود. سرمایه حاصل از انتشار اوراق وکالت در طول دوره، سرمایه‌گذاری می‌شود اما می‌تواند برای توسعه دارایی، خدمات یا بهبود وضعیت کسب‌وکار (افزایش اعتبار، افزایش سهم بازار، افزایش شهرت و ...) نیز استفاده شود. افزون بر این، بانی کنترل و مدیریت وجوه این اوراق را از راه ساختار اوراق وکالت بر عهده دارد. به همین علت، اوراق وکالت مورد رجحان کسانی است که می‌خواهند سرمایه در گردش خود را افزایش داده یا ترازنامه خود را بهبود بخشند.

## ارکان و مدل عملیاتی اوراق وکالت (تجربه کشورهای دیگر)

در اوراق وکالت براساس قرارداد، دارنده اوراق در جایگاه سرمایه‌گذار و بانی در جایگاه متقاضی سرمایه است و وکیل، دارایی‌های پایه اوراق را مدیریت می‌کند. در بسیاری از موارد وکیل و بانی یکی هستند. انتشاردهنده اوراق نیز هم به‌عنوان ناشر و هم امین عمل می‌کند زیرا هم اوراق را منتشر کرده و هم دارایی‌های پایه را به امانت از طرف دارندگان اوراق نگه‌داری می‌کند. به هنگام سررسید اوراق، بانی دارایی‌ها را از ناشر اوراق می‌خرد. به این ترتیب دارندگان اوراق می‌توانند اصل سرمایه‌گذاری خود را دوباره به‌دست آورند. منظور از دارایی‌های پشتوانه اوراق در این‌جا، دارایی‌ها، سرمایه‌گذاری‌ها، کالاها یا خدمات است (نعیم و حسین، ۲۰۱۰م، ص ۲۵۲). ناشر اوراق وکالت نیز یک شرکت واسط (SPV) با مسئولیت محدود است که فقط به‌منظور خاص و با هدف مشارکت در مبادله‌ها برای انتشار نوع خاصی از صکوک تأسیس می‌شود. این شرکت، اوراق وکالت را منتشر کرده و بخشی از وجوه جمع‌آوری‌شده را به‌منظور خرید دارایی‌های سرمایه‌گذاری در اختیار بانی قرار می‌دهد و باقی‌مانده وجوه را به‌منظور تکمیل پروژه‌های سرمایه‌گذاری در اختیار مدیر سرمایه‌گذاری قرار می‌دهد. پروژه‌های سرمایه‌گذاری و دارایی‌های ساخته‌شده به‌عنوان دارایی‌های اوراق به نمایندگی از دارندگان اوراق به مالکیت ناشر درآمده و مطابق تفاهم‌نامه سرمایه‌گذاری به‌وسیله مدیر سرمایه‌گذاری مدیریت می‌شوند و مدیر سرمایه‌گذاری باید فعالیت‌های ذیل را انجام دهد:

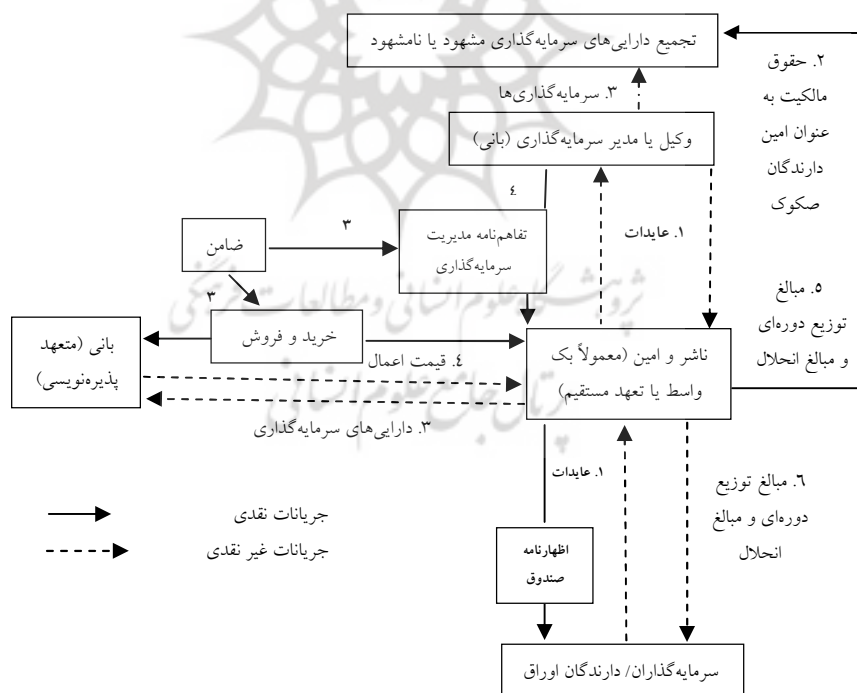
۱. تکمیل و توسعه طرح‌های سرمایه‌گذاری؛
۲. مدیریت فروش پروژه‌های سرمایه‌گذاری به طرف سوم؛
۳. سرمایه‌گذاری باقی‌مانده وجوه در اختیار بانی و در دارایی‌های شرعی.

در موعد مقرر، مدیر سرمایه‌گذاری باید از محل بازدهی حاصل از طرح‌های سرمایه‌گذاری، پرداخت‌های دوره‌ای به ناشر را انجام داده و ناشر نیز متعاقباً پرداخت‌ها را به صاحبان اوراق انجام دهد. اگر مقادیر سود پدیدآمده در طرح‌های سرمایه‌گذاری پس از کسر بیمه و مالیات بیشتر از مقادیر دوره‌ای باشد که باید به صاحبان اوراق پرداخت شود، مدیر سرمایه‌گذاری باید از طرف و به حساب ناشر، تمام مقادیر از این‌دست را

سرمایه‌گذاری کند و اگر سودها کمتر از مقادیر قابل پرداخت باشند، مدیر باید مقادیر کمبود را از محل سودهای اضافی یا دریافت یک تأمین مالی شرعی، تأمین کند. در سررسید یا بازخرید زودتر از موعد، ناشر در جایگاه امین تمام حقوق، عایدات و مالکیت دارایی‌های اوراق را در برابر دریافت قیمت از پیش مشخص‌شده‌ای به نام قیمت تحویل به بانی وامی‌گذارد. ناشر نیز در جایگاه امین از طرف دارندگان اوراق و از راه تملک و مدیریت دارایی‌های پایه مورد امانت عمل می‌کند. در صورتی که مدیر سرمایه‌گذاری از پرداخت مقادیری که باید طبق تفاهم‌نامه مدیریت سرمایه‌گذاری پرداخت کند، سرباز زند یا بانی به تعهد خرید یا فروش خود به‌طور کامل عمل نکند، ضامن طی دوره ضمانت خود باید کمبودهای پدیدآمده پیش‌گفته را جبران کند. ضامن طرفی است که به هنگام نکول یا کمبود توزیع سودهای دوره‌ای مورد توافق، آن را تعهد می‌کند. ضامن به‌طور معمول با بانی مرتبط است.

۱۱۳

### مدل عمومی عملیاتی انتشار اوراق وکالت، ارکان و روابط میان آنها



نگاره ۱

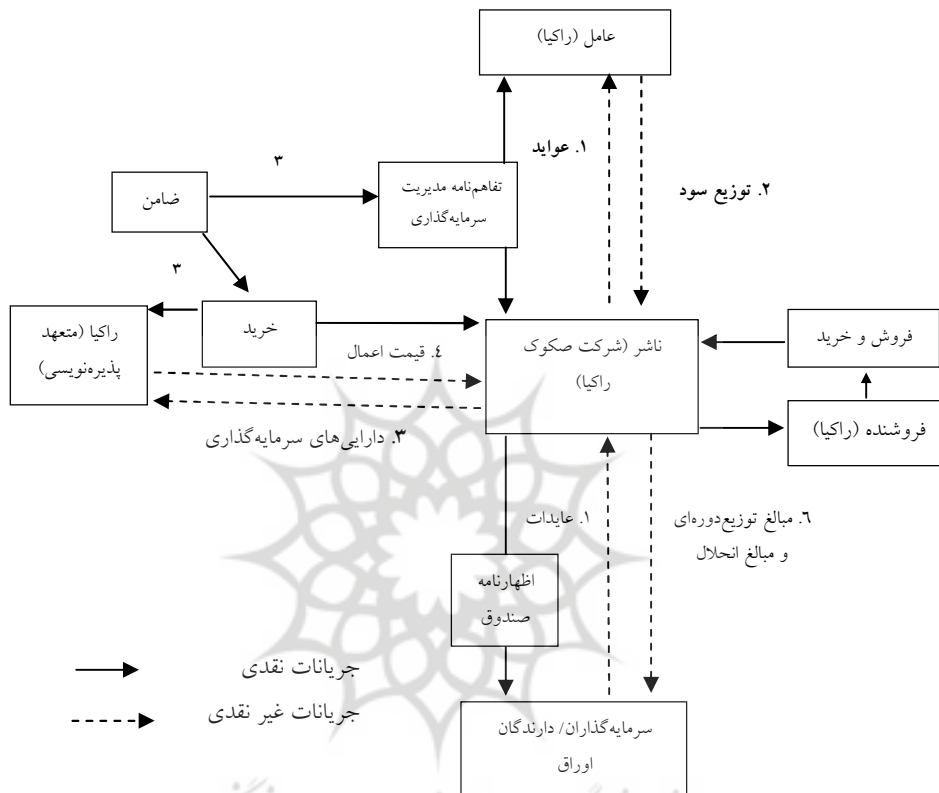
در ادامه ساختار ۲ صکوک وکالت در قالب مورد کاوی، مدل عملیاتی انتشار، ارکان و روابط میان آنها تبیین شده است.

### مورد کاوی ۱: ساختار صکوک راکیا (شرکت صکوک راکیا با مسئولیت محدود)

در این صکوک، ناشر که شرکت صکوک راکیا است، شرکت واسطی (SPV) می‌باشد که فقط با هدف مشارکت در دادوستد تشکیل شده است. این شرکت اوراق وکالت را منتشر خواهد کرد و وجوه حاصل از آن را برای خرید پروژه (جزایر لامرجان) از شرکت سرمایه‌گذاری راس‌الخیمه و نیز برای پرداخت زیرساخت‌های بناشده در زمین پروژه (شامل دارایی مسکونی و تجاری) صرف خواهد کرد. زمین پروژه و دارایی‌های ساخته‌شده بر روی آن، دارایی‌های متعلق به ناشر صکوک هستند که امین دارندگان صکوک نیز است. این دارایی‌ها به‌وسیله عامل که همان شرکت راس‌الخیمه است، مدیریت می‌شود. مطابق تفاهم‌نامه مدیریت، عامل افزون بر دیگر موارد، الف) طرح تکمیل و توسعه زمین پروژه را تهیه خواهد کرد، ب) فروش زمین پروژه به شخص ثالث را مدیریت خواهد کرد، ج) مازاد وجوه حاصل از فروش اوراق را در سرمایه‌گذاری‌های مطابق با شریعت مصرف خواهد کرد. در روز پرداخت دوره‌ای یا بلافاصله پیش از آن، عامل سودهای دوره‌ای قابل پرداخت به ناشر را پرداخت خواهد کرد. اگر بازدهی حاصل از انتشار بیشتر از مجموع مبالغ پرداخت دوره‌ای باشد، عامل این مبالغ مازاد را به نفع ناشر سرمایه‌گذاری کرده و در صورتی که مبالغ پیش‌گفته کمتر از مجموع مبالغ پرداخت دوره‌ای باشد، عامل باید این مبالغ را از سود مازاد تأمین کند یا تسهیلات تأمین مالی خاصی را برای ناشر فراهم آورد. در سررسید یا بازخرید زودتر از موعد، ناشر در جایگاه امین، حقوق خود را که شامل سودها و حقوق موجود در دارایی‌های صکوک است به متعهد پذیرهنویسی می‌فروشد و وی قیمت اعمال را به ناشر پرداخت می‌کند. در این باره قیمت اعمال ۳۲۵ میلیون دلار به اضافه مبالغ ناشی از فراهم‌ساختن تسهیلات تأمین مالی مطابق با شریعت برای ناشر به‌وسیله عامل و نیز مبالغ دوره‌ای پرداخت نشده است. اگر مبالغ قابل پرداخت شامل تعهدهای بانی

برای خرید یا فروش که براساس تفاهم‌نامه مدیریت تعیین می‌شود به‌وسیله عامل یا متعهد پذیرهنویسی به‌صورت کامل پرداخت نشود، ضامن این کمبودها را جبران می‌کند.

نگاره ۲: مدل عملیاتی اوراق وکالت راکیا



## مورد کاوی ۲: ساختار صکوک ایشمار

در این صکوک فرض بر این است ناشر که همان شرکت صکوک ایشمار (Ishmar) است. این شرکت به‌عنوان شرکت واسط (SPV) تحت قوانین جزایر کایمن و به‌منظور مشارکت در دادوستد تشکیل شده است و صکوک وکالت را منتشر خواهد کرد تا وجوه آن را برای تحصیل مجموعه‌ای از دارایی‌های پایه استفاده کند. این دارایی‌ها متشکل از سهام موجود «بانک شامل» بحرین و دامنه گسترده‌ای از دارایی‌های منطبق با شریعت است که به‌وسیله بانک ایشمار به‌عنوان مدیر سرمایه‌گذاری تشکیل می‌شود. مدت این صکوک ۵ سال است.

این دارایی‌ها به مالکیت ناشر در خواهد آمد و به‌وسیله ایشمار به‌عنوان مدیر سرمایه‌گذاری مدیریت خواهد شد. هدف انتشار صکوک این است که به ایشمار اجازه داده شود تا ترازنامه خود را بسازد. مقادیر دوره‌ای این دارایی‌ها به‌وسیله ایشمار به‌عنوان مدیر دارایی‌های پایه جمع‌آوری خواهد شد و به‌عنوان مبنایی برای مبالغ توزیع دوره‌ای شناور و قابل پرداخت به دارندگان صکوک خواهد بود. بازخرید اوراق نیز در سررسید آن انجام خواهد شد و در صورت انحلال می‌تواند پیش از سررسید نیز انجام گیرد. در سررسید یا بازخرید زودتر از موعد، ایشمار باید دارایی نگه‌داری شده به‌وسیله ناشر را به قیمت توافقی بخرد که مبنایی برای پرداخت در شرایط انحلال خواهد بود و این مبلغ برابر با اصل مبلغ صکوک منتشر شده خواهد بود. اگر پرداخت‌های ناشی از دارایی‌های تجمیع شده کمتر از ارزش کوپن در هر دوره پرداخت باشد، ایشمار باید مبالغ لازم را به‌منظور حمایت از ناشر و جبران این کمبود فراهم کند. به همین منظور نقش تأمین‌کننده نقدینگی را نیز ایفا خواهد کرد. در صورتی که ایشمار قادر به جبران کمبود پدیدآمده مابین بازده دارایی‌ها و پرداخت سود نباشد، «بانک شامل» باید به‌عنوان ضامن الف) کسری از درآمد قابل پرداخت حاصل از دارایی‌های پایه را پرداخت کند، ب) هر نوع کمبود بین پرداخت‌های به‌دست آمده از دارایی‌ها و مبالغ دوره‌ای (که کوپن‌های صکوک هستند) که قابل پرداخت به دارندگان صکوک هستند را تأمین کند، ج) اظهارنامه صندوق را معادل مبلغ انحلال (اصل مبلغ صکوک) بازخرید کند.

### مدل‌های کاربردی اوراق وکالت (پیشنهادی)

اوراق وکالت را می‌توان با توجه به انعطاف‌پذیری بالای آن با کاربردهای گوناگون طراحی و استفاده کرد. در این بخش دو نوع اوراق وکالت با تأکید بر صنعت پتروشیمی طراحی و پیشنهاد می‌شود؛ البته این مدل‌ها حالت کلی داشته و می‌توانند در دیگر بخش‌های اقتصادی نیز به‌کار گرفته شوند.

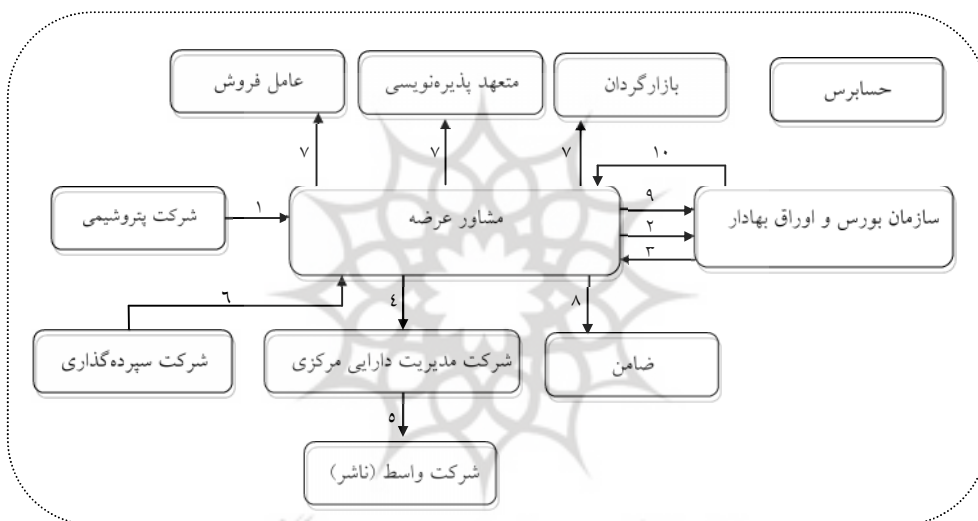
#### ۱. اوراق وکالت خاص

اگر یک شرکت پتروشیمی بخواهد پروژه خاصی را راه‌اندازی و انجام دهد اما برای تأمین مالی با مشکل روبه‌رو باشد، می‌تواند به انتشار اوراق وکالت خاص اقدام کند. در این

حالت، شرکت پتروشیمی پس از واگذاری اوراق و تجهیز سرمایه لازم، طرح یا پروژه مورد نظر را شروع، توسعه یا به اتمام می‌رساند. در پایان نیز سود حاصله از فعالیت خود را پس از کسر سهم وکیل و دیگر کارمزدهای ارکان انتشار اوراق، میان صاحبان اوراق تقسیم می‌کند. در این نوع از اوراق محدوده فعالیت وکیل به‌طور دقیق و مشخص تعیین شده و فقط می‌تواند در آن محدوده سرمایه‌گذاری کند.

### مدل عملیاتی اوراق وکالت خاص؛ نوع نخست

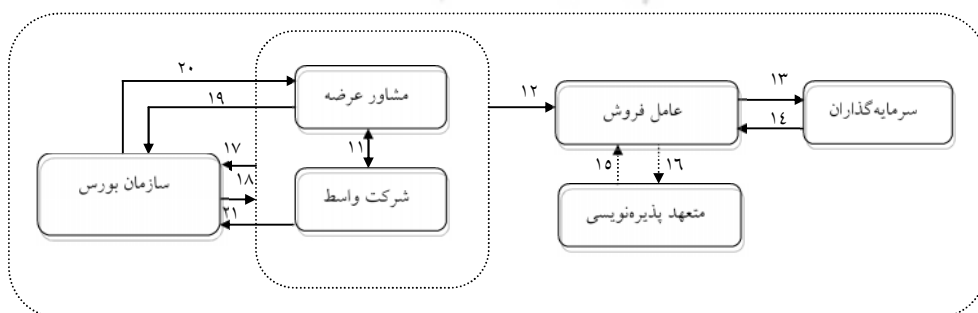
#### مرحله اول: دریافت مجوز



۱. بانی (شرکت پتروشیمی) جهت مشخص کردن شیوه تأمین مالی به یکی از نهادهای دارای مجوز مشاوره مراجعه می‌کند.
۲. مشاور به نمایندگی از بانی (شرکت پتروشیمی) جهت دریافت موافقت اصولی تأمین مالی غیرمستقیم از راه انتشار اوراق وکالت به سازمان مراجعه می‌کند.
۳. سازمان درخواست شده را رسیدگی و در صورت کامل بودن مستندات از حیث شکلی و محتوایی ظرف مدت ۳۰ روز به درخواست پاسخ می‌دهد.
۴. مشاور پس از دریافت موافقت اصولی جهت تعیین ناشر و انجام امور لازم به شرکت مدیریت دارایی مرکزی مراجعه می‌کند.

۵. معرفی ناشر به وسیله شرکت مدیریت دارایی مرکزی براساس نامه موافقت اصولی.
۶. پس از امضای قراردادهای موضوع بند پیشین و تأیید قبولی سمت عامل پرداخت مبالغ مرتبط با اوراق وکالت به وسیله شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه، مشاور امور بند ۷ را انجام می‌دهد.
۷. مشاور، قراردادهای ذیل را مطابق فرم‌های سازمان تهیه و به امضای طرفین می‌رساند:
- الف) قرارداد عاملیت فروش اوراق وکالت؛
- ب) قرارداد تعهد پذیرهنویسی اوراق وکالت؛
- ج) قرارداد بازارگردانی اوراق وکالت.
۸. با انجام مراحل ۶ و ۷ مشاور باید قرارداد ضمانت پرداخت مبالغ سود علی‌الحساب را تهیه و به امضای طرفین برساند.
۹. مشاور پس از تکمیل امضای قراردادهای لازم به نمایندگی از طرف ناشر جهت دریافت مجوز اوراق وکالت به سازمان مراجعه می‌کند و مستندهای ذیل جهت دریافت مجوز انتشار اوراق وکالت به سازمان ارائه می‌کند:
- الف) بیانیه ثبت اوراق وکالت؛
- ب) فرم تقاضای ثبت اوراق وکالت؛
- ج) یک نسخه از قراردادهای منعقد شده میان ارکان؛
- د) فرم تأییدیه بانک درباره اختصاص حساب بانکی برای جمع‌آوری وجوه ناشی از فروش اوراق وکالت.
۱۰. در صورت مطابقت مستندهای ارائه شده با موافقت اصولی صادره و فرم‌های تعیین شده، سازمان به صدور مجوز انتشار اوراق وکالت اقدام می‌کند.

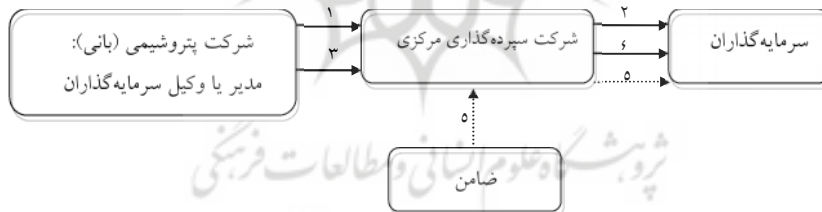
#### مرحله دوم: انتشار اوراق





۱۱. پس از دریافت مجوز انتشار اوراق وکالت، ناشر با همکاری مشاور در مهلت مقرر در مجوز انتشار با رعایت مقررات نسبت به انتشار اوراق وکالت اقدام می‌کند.
- ۱۲، ۱۳ و ۱۴. عرضه اوراق وکالت به وسیله عامل فروش انجام می‌شود.
- ۱۵ و ۱۶. در صورت عدم فروش کامل اوراق در نظر گرفته شده در مهلت مقرر و دوره تمدید احتمالی، متعهد پذیرهنویسی ظرف مهلت (مطابق قرارداد تعهد پذیرهنویسی) روز باید به واریز وجوه لازم و خرید اوراق باقی مانده اقدام کند.
۱۷. نتیجه‌های عرضه و فروش اوراق وکالت باید حداکثر ظرف مدت ۱۵ روز همراه با اسامی خریداران به سازمان اعلام شود.
۱۸. سازمان فرایند عرضه را بررسی کرده و در صورت صحت، تأییدیه تکمیل فرایند را صادر می‌کند. پس از صدور تأییدیه تکمیل فرایند به وسیله سازمان، مشاور باید اقدامات ذیل را انجام دهد:
۱۹. مشاور باید گزارشی از چگونگی مصرف وجوه جمع‌آوری شده به سازمان ارایه دهد.
۲۰. سازمان گزارش را بررسی کرده و نتیجه را به مشاور اعلام می‌کند.

#### مرحله سوم: سرمایه‌گذاری



۱. بانی یا مدیر سرمایه‌گذاری وجوه حاصل از فروش اوراق وکالت را در طرح‌ها یا پروژه‌های مورد نظر به کار می‌گیرد و طبق قرارداد به صورت ماهانه یا فصلانه سود علی‌الحسابی را به شرکت سپرده‌گذاری مرکزی پرداخت می‌کند.
۲. شرکت سپرده‌گذاری مرکزی سود علی‌الحساب را به سرمایه‌گذاران می‌پردازد.
۳. در سررسید اوراق، بانی سود تحقق‌یافته را محاسبه و پس از کسر حق‌الوکاله، اصل و سود سرمایه‌گذاران را در اختیار شرکت سپرده‌گذاری مرکزی قرار می‌دهد.
۴. شرکت سپرده‌گذاری مرکزی سود علی‌الحساب را به سرمایه‌گذاران می‌پردازد.

۵. در صورت عدم تحقق سود مورد انتظار برای سرمایه‌گذاران، ضامن مؤظف به پرداخت اصل سرمایه و سود سرمایه‌گذاران است.

## ۲. اوراق وکالت عام با سررسید

در این نوع، شرکت پتروشیمی فقط محدود به فعالیت در فعالیتی خاص نیست بلکه منابع سرمایه‌گذاران را به صورت تخصصی در زمینه‌های گوناگون به کار می‌برد؛ البته فعالیت‌های وی محدود به زمان مشخصی است. این شرکت پتروشیمی برای تأمین مالی پروژه، سرمایه در گردش و ... در جایگاه بانی اوراق وکالت عام با سررسید معین (به طور مثال یک ساله، دوساله یا پنج ساله) با دوره‌های پرداخت سود معین (فصلی) منتشر و در اختیار متقاضیان قرار می‌دهد سپس با سرمایه حاصل از واگذاری به فعالیت اقتصادی می‌پردازد و در پایان هر دوره مالی سود حاصل را پس از کسر سهم وکیل و دیگر هزینه‌های مربوط به ارکان انتشار اوراق، میان صاحبان اوراق توزیع می‌کند. در پایان سررسید نیز افزون بر سود آخرین دوره مالی، اصل سرمایه صاحبان اوراق را بر می‌گرداند یا تبدیل به اوراق وکالت عام با سررسید جدیدی می‌کند.

## گردش مالی و روابط حقوقی اوراق وکالت عام با سررسید

گردش مالی و روابط حقوقی این اوراق شبیه اوراق پیشین است با این تفاوت که در این اوراق شرکت پتروشیمی وجوه سرمایه‌گذاران را در فعالیت‌های گوناگون به کار می‌گیرد سپس در جریان انجام عملیات در سررسیدهای معین شده سودهای مشخص به سرمایه‌گذاران می‌پردازد. در سررسید نهایی اوراق نیز با کسر حق بانی، اصل و سود حاصل از سرمایه‌گذاری‌ها را جهت توزیع میان سرمایه‌گذاران در اختیار شرکت سپرده‌گذاری قرار می‌دهد.

## ۳. اوراق وکالت عام بدون سررسید

در این نوع، یک شرکت پتروشیمی به وسیله مشاور عرضه‌ای که انتخاب می‌کند اوراق وکالت عام بدون سررسید با دوره‌های پرداخت سود معین (سه ماهه، شش ماهه یا سالانه) منتشر می‌کند و وجوه حاصل از آن را در بخش‌های گوناگون به کار می‌گیرد. در پایان هر دوره مالی نیز سود حاصل از فعالیت را پس از کسر سهم وکیل و دیگر ارکان، میان صاحبان اوراق توزیع می‌کند. این وضعیت تا زمان پایان دوره سرمایه‌گذاری ادامه می‌یابد و

در صورت انحلال، دارایی شرکت طبق مقررات میان صاحبان اوراق تقسیم می‌شود. در این نوع اوراق، بانی می‌تواند به جای تصدی مستقیم، نقش نهاد تجهیز سرمایه را ایفا کند و وجوه حاصل از واگذاری اوراق وکالت را براساس قراردادهای وکالت در اختیار مدیر سرمایه‌گذاری قرار دهد و در سود فعالیت با آنها شریک شود. همان‌طور که می‌تواند ترکیبی از آن‌دو را انتخاب کرده و با بخشی از سرمایه خود سرمایه‌گذاری کند و بخشی دیگر را در اختیار مدیران سرمایه‌گذاری دیگر بگذارد. تفاوت اوراق وکالت بدون سررسید با سهام در آن است که دارندگان سهام دارای حق رأی بوده و می‌توانند در مدیریت شرکت اعمال‌نظر کنند در صورتی که در اوراق وکالت این امتیاز وجود ندارد.

### **گردش مالی و روابط حقوقی اوراق وکالت عام بدون سررسید**

گردش مالی و روابط حقوقی این اوراق شبیه اوراق پیشین است با این تفاوت که در این اوراق سررسید نیست.

### **مزیت‌ها و محدودیت‌های اوراق وکالت**

ویژگی اصلی اوراق وکالت این است که بانی کنترل بیشتری بر ناشر و وکیل سرمایه‌گذاری دارد؛ بنابراین بانی زمانی را برای دریافت موافقت از ناشر به‌منظور گرفتن تصمیم‌های مدیریتی یا به‌کارگیری وجوه از دست نمی‌دهد. این امر ممکن است که کارایی و اثربخشی جنبه‌های عملیاتی ناشر و وکیل سرمایه‌گذاری را افزایش دهد. محدودیت‌های چندی برای ناشر و وکیل سرمایه‌گذاری وجود دارد؛ به‌طور مثال، ناشر نمی‌تواند نقش امین را در حد یک شرکت امین تخصصی که در دیگر انواع ساختارهای بازار سرمایه اسلامی وجود دارد، ایفا کند. یک امین متخصص باید تخصص لازم را برای گرفتن تصمیم‌های صلاحیتی یا اعمال برخی از تصمیم‌ها داشته باشد. در این حالت شفافیت بیشتری در معامله اوراق وجود خواهد داشت و امین متخصص اطمینان بیشتری را به دارندگان اوراق خواهد داد. در اوراق وکالت از آن‌جایی که بانی و مدیر سرمایه‌گذاری یکی هستند، نیازی به شفافیت بین آنها وجود ندارد؛ در نتیجه سرمایه‌گذاران باید به نمایندگی بانی و مدیر سرمایه‌گذاری اکتفا کنند. نقطه‌قوت این ساختار می‌تواند مبتنی بر موقعیت مالی و درجه بانی و مدیر سرمایه‌گذاری باشد و به‌طور معمول ارزیابی دارایی‌ها یا طرح‌ها در اولویت‌های بعدی قرار

دارد؛ بنابراین این ساختار به‌طور معمول فقط برای سازمان‌های دولتی و شرکت‌های بزرگ جالب توجه است. همواره این ریسک که ارزش دارایی‌ها مبتنی بر ارزش محاسب‌شده به‌وسیله مدیر سرمایه‌گذاری باشد؛ در نتیجه یک ارزش واقعی نباشد، وجود دارد مگر این‌که ارزیابی به‌وسیله یک ارزیاب مستقل (که در برخی از نظام‌های حقوقی خاص مورد نیاز است) انجام شود. افزون بر این، ابزارهای در دسترس دارندگان اوراق فقط شامل حساب‌های ذخایر، دارایی‌های اوراق معین، بانی و مدیر سرمایه‌گذاری که شرکت‌های مرتبطی هستند، می‌باشند. درباره اوراق تعهد عمومی، سرمایه‌گذاران ابزاری در اختیار نداشته و با آنها مانند بستانکاران تضمین‌نشده به هنگام بروز نکول طرفین قرارداد رفتار می‌شود. این اوراق فقط در صورت ثبت‌شدن قابل معامله در بازارهای ثانوی هستند؛ البته عدم وجود یک بازار ثانوی خوب ممکن است برخی از سرمایه‌گذاران بالقوه را بی‌انگیزه کند.

### بازار ثانوی اوراق وکالت

تمام انواع اوراق وکالت قابلیت خرید و فروش در بازار ثانوی را دارند، به این بیان که بعد از تبدیل وجوه حاصل از واگذاری اوراق وکالت به کالاهای سرمایه‌ای و مصرفی بادوام یا مصرف آنها در ساخت یا تکمیل پروژه‌های پتروشیمی، صاحبان اوراق وکالت به‌صورت مشاع مالک آن کالاها و پروژه‌ها و به‌تبع آن مالک سود و منافع حاصل از آنها هستند؛ در نتیجه هر زمان که بخواهند می‌توانند سهم خودشان از آن مالکیت مشاع را به هر کس که بخواهند منتقل کنند و بعد از انتقال، صاحب جدید اوراق مالک سهم همان مشاع از دارایی‌ها خواهد بود و رابطه وکالتی شرکت پتروشیمی با صاحب پیشین اوراق قطع شده و با صاحب جدید برقرار می‌شود و تمام منافع حاصل از اوراق از این تاریخ به بعد به صاحب جدید تعلق خواهد گرفت.

قیمت اوراق وکالت تحت تأثیر عوامل گوناگون به‌ویژه نرخ بازدهی صنعت پتروشیمی، نرخ بازدهی اوراق، نرخ بازدهی اوراق مشابه، نرخ تورم تغییر می‌کند و ممکن است قیمت معاملاتی اوراق پایین‌تر یا بالاتر از قیمت اسمی اولیه آنها باشد؛ در نتیجه بازدهی اوراق برای صاحبان اوراق عبارت از بازدهی اوراق از سودهای انتظاری علی‌الحساب پرداختی به اضافه مابه‌التفاوت قیمت خرید با قیمت فروش خواهد بود.

## ظرفیت‌سنجی بازار ثانوی اوراق وکالت

عدم وجود یک بازار ثانوی فعال باعث شده است که سرمایه‌گذاران بالقوه از سرمایه‌گذاری در اوراق بهره‌مند نشوند. بازار ثانوی به فعالیت مبادلاتی بیشتر انجامیده و باعث جذب سرمایه‌گذارانی مانند شرکت‌های خارجی نیز می‌شود که به دنبال تأمین مالی در دیگر بازارها هستند. اعتمادی وجود ندارد که بازار ثانوی اوراق وکالت پدید بیاید یا حتی در صورت وجود، این پرسش به‌طور جدی مطرح است که آیا نقدینگی کافی را برای دارندگان اوراق هنگامی که بخواهند اوراق خود را زودتر از موعد بفروشند، پدید خواهد آورد. DIFX بیشترین حجم اوراق با پشتوانه دارایی ثبت‌شده را دارد اما معامله ثانوی واقعی انجام نمی‌گیرد. به غیر از مالزی دیگر نظام‌های حقوقی گام‌های اساسی به‌منظور فعال کردن بازار ثانوی این اوراق برنداشته‌اند. در سطح بین‌المللی از زمانی که مراکز کلیدی مانند بحرین، دبی و دوحه زیرساخت‌های خود را بهبود داده‌اند و بازارهای لندن و سنگاپور برخط (on line) شده‌اند، بازار ثانوی فعال نیز واقعی‌تر شده است. این امر می‌تواند به‌عنوان نشانه‌ای خوب برای انتشار این اوراق در کشور ایران باشد. همان‌طور که تجربه انتشار بیش از ده نوبت اوراق اجاره و مرابحه چشم‌انداز خوبی از آینده بازار ثانوی این اوراق در بازار سرمایه ایران دارد.

## مدیریت ریسک در اوراق وکالت

انتشار اوراق وکالت در حالت کلی در سطح بین‌الملل و در داخل کشور با ریسک‌های جدی روبه‌رو است، این ریسک‌ها را می‌توان به‌طور کلی به دو دسته ریسک‌های عمومی و خاص طبقه‌بندی کرد:

### ریسک‌های خاص اوراق وکالت

۱. ریسک ساختار: ساختار و اسناد مرتبط با اوراق وکالت ممکن است به‌علت عدم وجود شفافیت ساختار برای برخی از سرمایه‌گذاران جذاب نباشد، مدل پیشنهادشده در این مقاله، عدم شفافیت ساختار را برای اوراق وکالت در ایران پوشش خواهد داد.
۲. ریسک ابزار محدود: به هنگام وجود دعوای حقوقی، دارندگان گواهی اوراق، دسترسی به دارایی‌های امین، ناشر، بانی یا وکیل برای جبران کمبود سود مورد انتظار خود

ندارند. این امر می‌تواند از جذابیت اوراق برای سرمایه‌گذاران بکاهد به‌ویژه آنهایی که ریسک‌پذیری کمتری دارند. گرفتن تضمین‌های حقوقی و گنجاندن شرط ضمن عقد برای کاهش این ریسک پیشنهاد می‌شود. نیز با وجود ضامن در ساختار پیشنهادی اوراق این ریسک تا حد فراوانی پوشش داده می‌شود.

۳. **ریسک اعمال و اجرای قانون:** پس از انحلال کسب‌وکار از آنجایی که اوراق وکالت برخلاف دیگر اوراق فقط مبتنی بر دارایی‌های نامشهود (دارایی‌های کاغذی) است، ابزار قانونی لازم در دسترس سرمایه‌گذاران نیست. وجود رکن ضامن در ساختار اوراق وکالت این ریسک را پوشش می‌دهد.

۴. **ریسک راهبری شرکتی و مسئولیت‌پذیری:** ضامن و بانی باید به سرمایه‌گذاران نشان دهند که آنها در راهبری شرکتی از استانداردهای بین‌المللی تبعیت می‌کنند تا بتوانند اعتماد را افزایش داده و ریسک بالقوه معامله‌های اوراق را کاهش دهند. وجود سازمان‌های نظارتی مانند سازمان بورس و اوراق بهادار باعث می‌شود تا این مسائل پیش از انتشار اوراق بررسی شود و در صورت وجود مشکل از انتشار اوراق جلوگیری خواهد شد؛ بنابراین این نوع از ریسک نیز پوشش داده خواهد شد.

۵. **ریسک فسخ مصونیت:** وقتی که بانی یا ضامن یک شرکت خارجی یا دولتی باشد، به‌طور معمول به هنگام نکول مصونیت خارجی خود را از دست می‌دهد. هر چند که اطمینان کاملی وجود ندارد که این فسخ مصونیت معتبر باشد و تحت قوانین اوراق الزام‌آور باشد.

۶. **ریسک نمایندگی:** در ادبیات مالی متعارف یکی از بحث‌های مهم میان سرمایه‌گذاران و عامل (بانی)، مشکلات نمایندگی است. نخستین مشکل مربوط به نمایندگی، وجود تعارض منافع میان سرمایه‌گذاران و عامل است. درباره اوراق وکالت، سرمایه‌گذاران به دنبال رسیدن به بالاترین بازدهی حاصل از سرمایه‌گذاری خود هستند و بانی نیز به دنبال افزایش ثروت خود است؛ بنابراین ممکن است بانی در جهت منافع سرمایه‌گذاران عمل نکند. دومین مشکل نمایندگی مربوط به ناتوانی سرمایه‌گذاران در ملاحظه اقدام و عملیات بانی است. سرمایه‌گذاران نمی‌توانند اقدامات بانی را به‌طور روزانه دنبال کنند تا مطمئن شوند که آیا تصمیم‌گیری‌های بانی، منطبق با منافع

سرمایه‌گذاران است یا خیر؟؛ بنابراین سرمایه‌گذار فاقد اطلاعات لازم درباره عملیات بانی است. این حالت را در ادبیات مالی، مسئله عدم تقارن اطلاعاتی می‌گویند. در این صورت اگر از سرمایه‌گذاران روشی جهت کنترل عملیات بانی نداشته باشند، فقط بانی می‌داند که آیا در جهت منافع سرمایه‌گذاران گام برداشته است یا خیر؟ سومین مشکل نمایندگی، به اصطلاح اثرات انتخاب بد است. این مورد زمانی اتفاق می‌افتد که اشخاص تمایل دارند با داشتن اطلاعات خصوصی درباره چیزی که نفع آنها را فراهم می‌سازد، با طرف مقابل، قرارداد منعقد کنند. این مشکل در چارچوب رابطه میان بانی و سرمایه‌گذاران نیز ممکن است پدید آید و بانی طوری رفتار کند تا اطلاعات نادرست یا غیرکامل به سرمایه‌گذاران منتقل کند. چهارمین مشکل نمایندگی در اصطلاح خطر اخلاقی نام گرفته است. این مشکل وقتی پدید می‌آید که بانی طبق نفع شخصی خود، انگیزه پیدا می‌کند تا از شرایط قرارداد منعقدشده خارج شود زیرا سرمایه‌گذاران اطلاعات لازم را درباره اجرای قرارداد و انجام عملیات لازم به‌وسیله بانی ندارند. پنجمین مشکل مربوط به نمایندگی، این است که قرارداد میان بانی و سرمایه‌گذاران در شرایط عدم اطمینان نسبت به حالات طبیعت آینده منعقد می‌شود یعنی قرارداد به‌طور معمول در زمان ۱ جهت اجرای عملیاتی تنظیم می‌شود اما نتیجه نهایی که ممکن است محصول یا سود باشد، دست‌کم نیاز به گذشت یک دوره مالی دارد. طی زمان ۱ و ۲ ممکن است اتفاق‌های فراوانی رخ دهد که روی محصول نهایی یا سود اثر می‌گذارند. این رویدادها به دو گروه عوامل قابل کنترل و عامل غیرقابل کنترل طبقه‌بندی می‌شوند؛ بنابراین دسترسی به محصول یا سود نهایی همیشه براساس احتمالات است و در حقیقت مبنای قرارداد ارزش مورد انتظار است نه سود مطلق. به‌علت این‌که بانی ریسک‌گریز است، به‌طور طبیعی تمایل دارد دست‌کم بخشی از ریسک مربوط به عوامل غیرقابل کنترل را به سرمایه‌گذاران انتقال دهد یعنی همراهی در ریسک نیز باید پدید آید. به عبارت دیگر ریسک‌های عملیاتی بانی، عوامل علی- معلولی هستند که روی درآمدها و عایدات خالص اوراق بهادار اثر می‌گذارد. این دسته از ریسک‌ها به‌طور عمده ناشی از محیط، مقررات، سیاست‌ها و رویه‌ها یا عواملی مانند منابع انسانی، گردش

کارکنان و انگیزه‌های عملکردی هستند (ینر، ۲۰۱۰م، ص ۵۱۰). با توجه به موارد پیشین سرمایه‌گذاران و بانی باید درباره دو مورد ذیل اقدام کنند:

الف) قرارداد انگیزشی مناسبی تنظیم شود که میزان حقوق و مزایا، تسهیم در ریسک و ... را برای بانی و سهم سرمایه‌گذاران از سود مشخص سازد.

ب) نظام حسابداری و حسابرسی مناسبی به‌طور مشترک انتخاب شود که داده‌های لازم را جهت مبنای قرارداد فراهم سازد. اطلاعات این نظام به‌طور معمول باید برای هر دو طرف قابل ملاحظه و ارزیابی باشد.

### راه کارهای کنترل بانی

به‌منظور کاهش اثرات عدم تقارن اطلاعات، انطباق با هدف‌ها و جلوگیری از منافع شخصی بانی، باید روش‌های کنترل مناسبی پدید آید. سه نوع راه‌کار مهم جهت کنترل بانی وجود دارد:

۱. **راه کارهای مالی:** یکی از مهم‌ترین این روش‌ها، بودجه‌بندی مشارکتی است که در آن سرمایه‌گذاران یا نماینده قانونی آنها یعنی امین یا واسطه داوطلبانه در فرایند تهیه و تنظیم بودجه مشارکت می‌کند و از اطلاعات داخلی و گاهی محرمانه بانی در جهت تنظیم بودجه و استانداردها مطلع می‌شود.

۲. **راه کارهای نظارتی:** سرمایه‌گذاران می‌توانند راه‌کاری را به‌کار گیرند تا از منافع شخصی بانی تا حد فراوانی جلوگیری کند. حسابرسی به‌وسیله اشخاص مستقل، به‌عنوان یکی از راه کارهای مهمی است که در جهت انطباق هدف‌های سرمایه‌گذاران و بانی می‌تواند به‌کار برده شود. در این جهت برای اوراق وکالت می‌توان در طرح توجیهی از بانی خواست تا موارد مورد نظر خود برای سرمایه‌گذاری را مشخص کند؛ به‌طور مثال، اگر بانی بخواهد ۱ میلیارد تومان اوراق وکالت منتشر کرده باید مشخص کند که چند درصد آن را برای خرید تجهیزات بادوام، چند درصد را برای خرید مواد مصرفی، چند درصد را برای اجرای طرح‌های توسعه و چند درصد را برای تأمین سرمایه در گردش نیاز دارد. در مرحله بعد می‌توان برای هر یک از این موارد یک واسطه مستقل قرار داد تا بتوان نرخ بازدهی هر یک از این بخش‌ها را مشخص کرد تا



سرانجام بتوان نرخ بازدهی اوراق را در سررسید آن مشخص کرد. این راه کار گرچه از انعطاف پذیری اوراق وکالت می‌کاهد اما برای بخش‌هایی مانند صنعت پتروشیمی که نیازهای مالی گوناگونی دارند مفید است زیرا هزینه‌های معاملاتی و اجرایی انتشار یک نوع اوراق بر انتشار چند نوع اوراق برای نیازهای گوناگون کمتر است و همین مسئله انتشار این نوع اوراق را جذاب می‌کند.

۳. قراردادهای انگیزشی: در قراردادهای بدون انگیزش، بانی فقط کارمزد یا حق الوکاله دریافت می‌کند. در این حالت ممکن است وی جهت افزایش منافع سرمایه‌گذاران عمل نکند زیرا انگیزش لازم برای این کار وجود ندارد. قراردادهای انگیزشی سومین راه کنترل در جهت انطباق اهداف شمرده می‌شوند. در این گونه قراردادها، حق الوکاله یا کارمزد بانی بستگی به عملکرد وی دارد. هر چه حق الوکاله بیشتر وابسته به معیارهای اندازه‌گیری عملیات بانی باشد، انگیزه وی برای دسترسی به معیارهای از پیش تعیین شده ارزیابی عملیات بیشتر است؛ در نتیجه احتمال رسیدن به انطباق اهداف نیز بیشتر می‌شود. در این جهت می‌توان از طراحی نرخ حق الوکاله شناور برای بانی استفاده کرد؛ به طور مثال، اگر نرخ بازدهی تا ۲۰ درصد از محل سرمایه‌گذاری‌های اوراق حاصل شود، حق الوکاله بانی ۲ درصد باشد و به ازای هر درصد بیشتر نرخ بازدهی، میزان اضافی به طور مساوی میان بانی و سرمایه‌گذاران تقسیم شود؛ به طور مثال، در صورت تحقق بازدهی ۳۰ درصدی، نرخ بازدهی سرمایه‌گذاران ۱۸ به همراه ۵ درصد و حق الوکاله بانی ۲ به همراه ۵ درصد خواهد شد البته می‌توان تسهیم نرخ بازدهی بیشتر را به صورت‌های دیگر نیز طراحی کرد. در این حالت می‌توان در صورت بالارفتن نرخ بازدهی به صورت پلکانی سهم حق الوکاله بانی را نسبت به سرمایه‌گذاران افزایش داد. در حالت دیگر می‌توان در صورت کسب نرخ بازدهی بالاتر به وسیله بانی، مقدار مازاد را به طور کلی به بانی هبه کرد. این حالت ریسک مخاطرات اخلاقی بانی را تا حد فراوانی کاهش می‌دهد زیرا انگیزه‌ای برای عدم شفافیت به وسیله بانی وجود ندارد. اتخاذ چنین رویکردی، امکان ثابت کردن نرخ بازدهی اوراق وکالت را تا حد فراوانی فراهم می‌کند.

### ریسک‌های مشترک اوراق وکالت

دیگر ریسک‌هایی که در انواع دیگر صکوک وجود دارند، عبارت هستند از: ریسک عدم رتبه‌بندی، ریسک شریعت، ریسک نرخ ارز جاری، ریسک اوضاع سیاسی و اقتصادی، ریسک بازارپذیری (جمع‌آوری وجوه به میزان کافی)، ریسک ورشکستگی بانی، ریسک بازار، ریسک از بین رفتن کلی یا جزئی دارایی (ریسک وقایع پیش‌بینی نشده).

### جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

یکی از انواع گوناگون اوراق بهادار اسلامی، اوراق وکالت است. این اوراق می‌تواند در کنار دیگر انواع اوراق بهادار اسلامی مانند اوراق اجاره، اوراق مرابحه، اوراق استصناع و ... تنوعی از ابرازهای مالی اسلامی را در بازار سرمایه اسلامی برای سرمایه‌گذاران و نیز ناشران اوراق فراهم آورد. اوراق وکالت به‌علت این‌که براساس قرارداد وکالت منتشر می‌شود انعطاف‌پذیری بالایی داشته و بانی (شرکت‌های پتروشیمی) می‌تواند به‌عنوان وکیل سرمایه‌گذاران منابع حاصل از آن را در بخش‌های گوناگون کسب‌وکار خود مانند تأمین مالی طرح‌ها، تأمین مالی خرید دارایی‌های بادوام و مصرفی، تأمین نقدینگی و تأمین سرمایه در گردش به‌کار گیرند. مزیت این روش نسبت به انتشار اوراق دیگر آن است که بانی می‌تواند در قالب یک انتشار تمام نیازهای متنوع خود را برآورده ساخته و مانند دیگر انواع اوراق نیست که کارویژه‌ای خاص داشته باشد مانند اوراق مرابحه که بیشتر برای تأمین مالی خرید اقلام مصرفی کاربرد دارد. نیز می‌تواند هزینه‌های انتشار چندین نوع اوراق را کاهش دهد و بانی با انتشار یک نوع اوراق نیازهای خود را برطرف سازد البته این انعطاف‌پذیری بالا ریسک نمایندگی را برای بانی به‌دنبال دارد که برای پوشش آن راه‌کارهایی در مقاله پیشنهاد شده است. در راه‌کارهای پیشنهادی، پیشنهادی ارائه شده است که با استفاده از آن می‌توان نرخ بازدهی انتظاری اوراق را نیز تدبیر کرد و آن را به نرخ ثابت نزدیک کرد. در مجموع به‌نظر می‌رسد انتشار این نوع اوراق برای برخی بخش‌ها مانند صنعت پتروشیمی که فرصت‌های سرمایه‌گذاری متنوع و ترکیبی و با نرخ بازدهی دارند هم برای پتروشیمی‌ها

به‌عنوان بانی و هم برای سرمایه‌گذاران می‌تواند بسیار مناسب باشد. این نیاز با توجه به وضعیت تحریم و عدم دسترسی به منابع بین‌المللی جهت سرمایه‌گذاری در بخش پتروشیمی برای این صنعت دوچندان است و این صنعت می‌تواند با توجه به ظرفیت بالای بازار سرمایه در کشور از توان موجود در این بخش استفاده کند.

## منابع و مأخذ

۱. حقیقت‌پژوه، حمیدرضا و رضا حسینی؛ صنعت پتروشیمی در ایران؛ تهران: چتر، ۱۳۹۰.
۲. سروش، ابوذر؛ «اوراق مشارکت رهنی؛ ابزاری نوین در تأمین مالی بانک‌ها»؛ فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، س ۸، ش ۲۹، ۱۳۸۷.
۳. موسویان، سیدعباس؛ فرهنگ فقهی و حقوقی معاملات؛ تهران: پژوهشکده پولی و بانکی، ۱۳۸۶.

4. Adam, Nathif j & Thomas, Abdulkader; **Islamic Bonds: Your Guide to issuing, structuring and investing in Sukuk**; Euromoney Books, 2004.
5. Al-bashir, Muhammad & Muhammad Al-Amine; **Global Sukuk and Islamic Securitization Market**; Boston: BRIL, 2012.
6. Alvi, Ijlal Ahmed ,Ahmed Rufai Mohammed & Usman Mohammad Naseer; A comprehensive study of sukuk Market-sukuk Report 2th edition; Internatinal Islamic Financial Market, May 2011.
7. Arsalan Tariq, Ali; 2004, **managing financial risks of Sukuk structures**; a dissertation of Master of Science Loughborough University UK, 2004.
8. \_\_\_\_\_ & Dar, Humayon; 2007, “Risks of Sukuk structures: Implications for resource mobilization?”; **Thunderbird International Business Review**, Vol 49 (2), 203-223, March-April, 2007.

9. Dubai International Financial Center; **Sukuk Guidbook**; Dubai: Dubai International Financial Center (DIFC), 2009.
10. **IMF sukuk insurance Database**, Jan 2001-Dec 2010.
11. Seyed Ali, salman; “Islamic Capital Market Products: Developments and Challenges”; Islamic Development Bank Group, **Occasional Paper**, No.9, 2005.

