



سازمان بورس و اوراق بهادار
Securities & Exchange Organization

مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

انتشار اوراق به شیوه ارزی: ضرورت‌ها و مدل‌ها

میثم حامدی
مجید پیره



سازمان بورس و اوراق بهادار

مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

گروه بازارها و ابزارهای مالی

عنوان: انتشار اوراق به شیوه ارزی: ضرورتها و مدلها

تهیه کنندگان: میثم حامدی، مجید پیره

کد گزارش: ۲۰۱۷-۱۸-۹۶

تاریخ گزارش: دی ۱۳۹۶

این گزارش در گروه بازارها و ابزارهای مالی مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار تهیه گردیده و مباحث و نظرات ارائه شده در آن صرفاً نظرات و بررسیهای صورت گرفته توسط کارشناسان و پژوهشگران این گروه می باشد نه نظرات رسمی سازمان بورس و اوراق بهادار.

انتشار اوراق به شیه ارزی: ضرورت مدل

میثم حامدی^۱ و مجید پیره^۲

چکیده

انتشار ارزی اوراق از دیرباز در بازار سرمایه کشور، به جهت جذب سرمایه‌گذار خارجی یا پوشش ریسک، مطرح بوده و هست. اما تاکنون، اینکه از چه مدل‌هایی می‌توان برای انتشار ارزی اوراق بهره‌جست مورد بحث و بررسی قرار نگرفته است. این گزارش به شیوه‌های انتشار ارزی انواع اوراق، به صورت شماتیک پرداخته و اوراق سلف ارز برای مدیریت سیاست‌های ارزی را معرفی نموده است.

کلمات کلیدی: صکوک، انتشار ارزی اوراق، تسویه ارزی، تسویه ریالی، اوراق سلف ارز

^۱ مدیر گروه بازارها و ابزارهای مالی مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

^۲ کارشناس مسئول گروه بازارها و ابزارهای مالی مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

مقدمه

بازارهای مالی برای پوشش ریسک نوسانات نرخ ارز و تأمین مالی ارزی، راهکارهای مختلفی را فراروی سرمایه‌گذاران و سرمایه‌پذیران قرار می‌دهند. استفاده از قراردادهای مشتقه ارزی (مانند آتی نرخ ارز یا سوآپ ارزی) از راهکارهای متداول در حوزه مدیریت ریسک نوسانات نرخ ارز محسوب می‌شود. اما از آنجایی که در بازار سرمایه کشور، هنوز این قراردادهای مشتقه عملیاتی نشده‌اند، یافتن راهکار دیگری برای پوشش ریسک نوسانات نرخ ارز حائز اهمیت بالایی است.

برای نیل به این منظور، تلاش شد تا از ظرفیت موجود در حوزه انتشار انواع اوراق بهادار جهت پوشش ریسک نوسانات نرخ ارز و همچنین تأمین مالی ارزی بهره‌برداری شود. بدین منظور، کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار، به پیشنهاد مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی، انتشار اوراق ارزی به ۳ شیوه را در دستور کار قرار داد و به تصویب رساند (مصوبه پیوست).

روش‌های انتشار اوراق ارزی

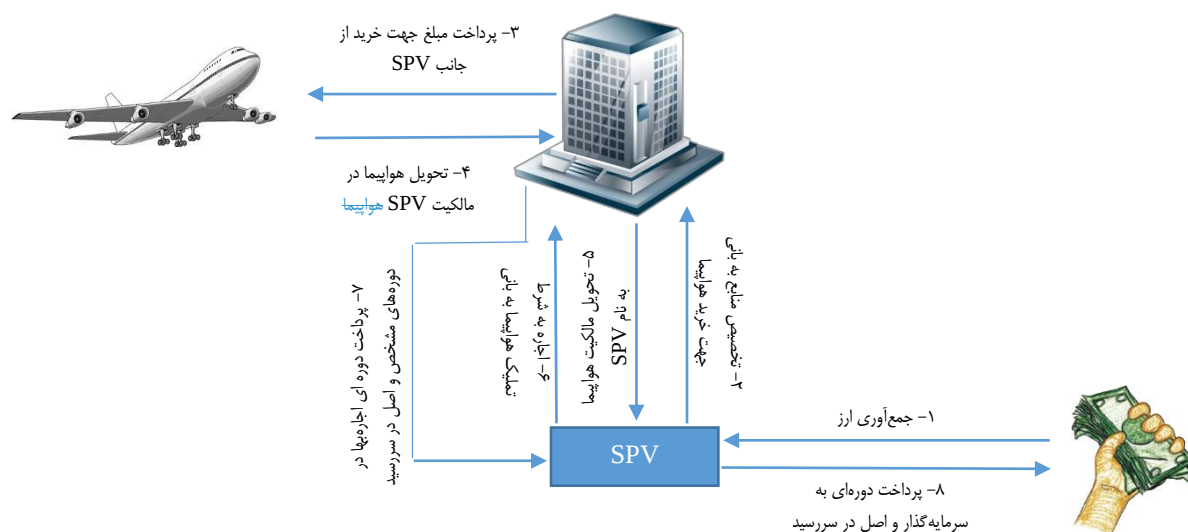
اوراق ارزی را به سه مدل مختلف، براساس شرایط متنوعی که بانی انتشار با آن رو به رو است، می‌توان منتشر کرد:

- ۱- گردآوری منابع صرفاً ارزی، پرداخت سودهای دوره‌ای ارزی و تسویه ارزی؛
- ۲- انتشار ارزی اوراق و گردآوری منابع به صورت ریالی، محاسبه ارزی سود اوراق و پرداخت آن به ریال، محاسبه سود و زیان نهایی اوراق به صورت ارزی اما با تسویه ریالی (اوراق ارز پیوند)؛
- ۳- اختیار بر پرداخت و تسویه ریالی یا ارزی.

هر سه مدل ذکر شده، متفاوت از یکدیگرند به طوری که صرفاً مدل اول را می‌توان انتشار ارزی نامید؛ در حالی که مدل دوم، مدل ارز پیوند و مدل سوم، مدل ترکیبی است. در ذیل به نحوه انتشار هر یک از سه مدل در اوراق مختلف پرداخته، انتشار اوراق سلف ارز را نیز به عنوان ابزار جدید مطرح نموده‌ایم.

انتشار اوراق صرفاً به شیوه ارزی

در این روش انتشار اوراق، پرداخت سودهای دوره‌ای و همچنین تسویه به شیوه ارزی صورت می‌گیرد. در این روش معمولاً سرمایه‌گذاران خارجی یا سرمایه‌گذارانی که ارز در اختیار دارند، هدف هستند. به عنوان مثال در انتشار ۱ میلیون یورویی اوراق اجاره برای خرید هواپیما، مدل زیر استفاده می‌شود. در چنین شرایطی، بانی یورو از سرمایه‌گذاران تحویل می‌گیرد، سودهای حاصل را به یورو پرداخت می‌کند و تسویه نیز یورویی است.



همانطور که ملاحظه می‌شود، مدل انتشار اوراق به شیوه ارزی، با مدل ریالی تفاوتی ندارد و صرفاً وجه پرداختی از سوی سرمایه‌گذاران در سررسیدهای معین، در آن تفاوت می‌کند. لذا دیگر موارد انتشار اوراق نیز تفاوتی ماهوی با انتشار ارزی نخواهند داشت.

انتشار اوراق ارزی می‌تواند در مورد انواع الگوهای انتشار اوراق بهادار اسلامی صدق کند که شامل اوراق مشارکت، اوراق اجاره، اوراق مرابحه و مانند آنها می‌شود. وجه مشترک در میان انواع اوراق ارزی تجهیز منابع به صورت ارزی و تخصیص آن با همان ارز مرجع است. در این شرایط، در صورتی که انجام هزینه‌ها در طول دوره و قبل از سررسید اوراق بر مبنای ارزی متفاوت از ارز مرجع صورت گیرد، تبدیل ارزها رخ می‌دهد و محاسبه بر مبنای نرخ روز بازاری همان ارز مرجع انجام می‌شود.

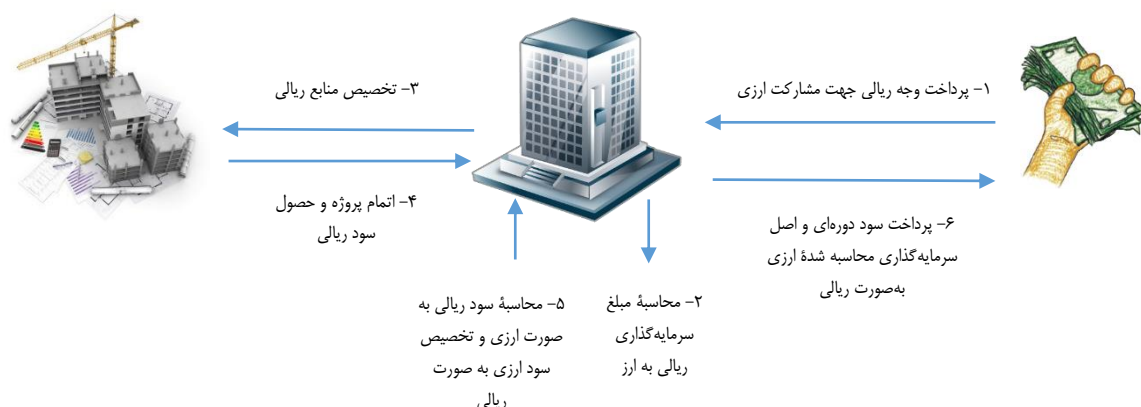
انتشار اوراق ارز پیوند

گرچه این مورد را نمی‌توان جزو انتشار ارزی اوراق محسوب نمود اما از آنجایی که ارزش انتشار این اوراق، سود اوراق و ارزش تسویه آن به ارز محاسبه می‌شود، می‌توان آن را ارز پیوند یا انتشار ارزی نامید. غالباً از این اوراق به عنوان پوشش‌دهنده ریسک نوسانات نرخ ارز یاد می‌شود. در این شیوه، سرمایه‌گذاران به ریال سرمایه‌گذاری می‌کنند اما ریال آنها به نرخي که نحوه محاسبه آن در امیدنامه یا بیانیه ثبت اوراق مشخص می‌شود، به ارز مشخص (مانند یورو) تبدیل می‌شود و در انتهای دوره نیز بجای تسویه ارزی، با نرخي که نحوه محاسبه آن پیش از این مورد استفاده قرار گرفته بود، ارز به ریال تبدیل شده و پرداخت می‌شود.

در حقیقت در این اوراق، درآمدها یا هزینه‌های مربوط به اوراق به صورت ارزی می‌باشد و این امکان برای بانی و سرمایه‌گذاران فراهم می‌آید تا بتوانند به صورت ریالی پرداخت وجوه خود را انجام دهند. به عبارت دیگر، سرمایه‌گذاران معادل رقم ارز مشخصی به صورت ریالی به بانی می‌پردازند. بانی هم با نهاد واسط (به عنوان وکیل سرمایه‌گذاران) قرارداد ارزی معینی (مانند مشارکت، اجاره، مرابحه و مانند آنها) را منعقد می‌کنند. در حقیقت در این اوراق، مبنای توافق طرفین در خصوص واحد پرداخت و دریافت ها ریال است اما این ریالی که دریافت و پرداخت می‌شود معادل ریالی ارز مشخصی است که در ابتدا بین بانی و سرمایه‌گذاران توافق شده است.

اوراق مشارکتی را فرض کنید که به سرمایه‌گذاران مشارکت در پروژه‌ای را پیشنهاد می‌دهد که بخش عمده هزینه‌ها یا درآمدهای آن ارزی است. به منظور جذاب نمودن اوراق، بانی تصمیم دارد تا اوراقی ارز پیوند را منتشر نماید. براساس ارزیابی‌های صورت گرفته، انجام

پروژه نیازمند X میلیارد ریال است که براساس نرخ بانک مرکزی، معادل ۱ میلیون یورو می‌شود. براساس برآوردهای صورت گرفته این پروژه سودی برابر با ۲۰ درصد خواهد داشت که علی‌الحساب بانی سودی ۱۸ درصدی را بر روی اوراق حداقل اعلام می‌نماید اما از آنجایی که اوراق ارز پیوند است، سود علی‌الحساب معادل ۶ درصد ارزی بر روی انتشار اوراق اعلام می‌شود. مدل انتشار در شکل زیر نشان داده شده است.



دیگر اوراق نیز، تصویری این چنینی خواهند داشت. صرفاً در یک مورد می‌توان اذعان داشت که انتشار اوراق به شیوه جدید صورت می‌گیرد و آن انتشار اوراق سلف ارز است. انتشار اوراق سلف ارز دیگر نه انتشار ارز پیوند است و نه انتشار ارزی. در ادامه به مدل این اوراق نیز اشاره شده است.

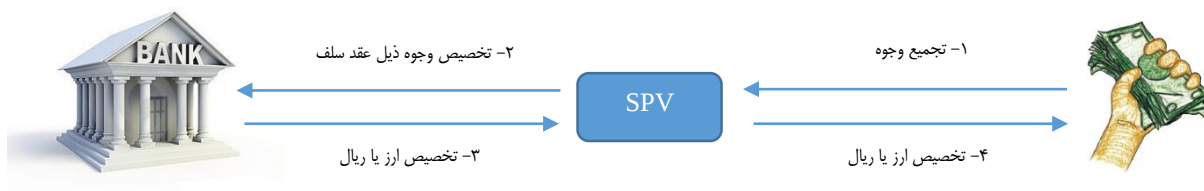
انتشار اوراق ارزی با اختیار تسویه ریالی یا ارزی

در هر دو مدل بالا این امکان وجود دارد که بانی این اختیار را برای سرمایه‌گذار قرار دهد تا یا ریالی یا ارزی سرمایه‌گذاری کند و در انتهای دوره سرمایه‌گذاری نیز یا ریالی یا ارزی تسویه نماید. در هر دو مدل بالا فرض کنید که سرمایه‌گذار می‌تواند یا به صورت ارزی یا به صورت ریالی سرمایه‌گذاری نماید (یعنی مختار به انتخاب است). همچنین می‌تواند براساس نوع انتخاب خوب، نحوه تسویه را نیز انتخاب نماید. در این حالت ابزاری ترکیبی در اختیار بانی است که هم می‌تواند از سرمایه‌های ارزی و هم از سرمایه‌های ریالی استفاده کند. نکته مهم این است که ذیل انتخاب، بانی صرفاً تمام محاسبات را به یک ارز مشخص (ریال یا ارز دیگر) انجام خواهد داد. لذا، مدل انتشار همچون دو مدل قبلی است و صرفاً حق انتخاب برای سرمایه‌گذار وجود دارد که به ریال یا به ارز سرمایه‌گذاری کند و همچنین در انتهای دوره سرمایه‌گذاری تسویه ریالی یا ارزی داشته باشد.

اوراق سلف ارز

از آنجایی که از نظر فقهی، ارز به صورت کالا مطرح است، قابلیت پیش‌فروش آن از طریق قرارداد سلف امکانپذیر است. از این ابزار می‌توان برای سیاست‌های ارزی دولت استفاده نمود یا اینکه شرکت‌هایی که درآمدهای ارزی دارند که در آینده حاصل خواهد شد اما در حال حاضر نیاز به نقدینگی دارند می‌توانند استفاده کنند. شرکتی را فرض کنید که طی سال جاری درآمدی ۱ میلیون دلاری خواهد داشت اما هم اکنون نیازمند نقدینگی ریالی است. در این حالت شرکت می‌تواند با انتشار اوراق سلف ارز، نقدینگی لازم را جذب نماید. این جذب نقدینگی به صورت ریالی می‌تواند از سه مدل قبلی بهره گیرد.

در خصوص اوراق سلف ارز، سرمایه گذاران از محل مابه التفاوت رقم پرداختی در ابتدای دوره و ارزش کالای خود در سررسید سود کسب می کنند. این موضوع به این دلیل است که مشابه سایر اوراق سلف، سرمایه گذاران از محل تنزیل ارزش آتی کالای خود، مقدار ارزش فعلی آن را حساب می نمایند و سود دریافتی آنها از محل این مابه التفاوت حاصل می شود. علاوه بر این، فرض کنید بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران قصد مدیریت نرخ ارز و جلوگیری از هجوم سرمایه گذاران خرد به بازار ارز به دلیل تقاضاهای سفته بازانه را دارد. در این حالت می تواند با استفاده از اوراق سلف ارز، از امکانات این ابزار استفاده نماید. در زیر به مدل انتشار این اوراق برای بانک مرکزی پرداخته شده است.



اوراق سلف ارز این امکان را برای نهادهای متولی سیاست گذاری ارزی در کشور قرار می دهد تا بتوانند مقدار تقاضای ارز معینی برای تحویل در تاریخ سررسید مشخصی را برآورد نمایند. این تقاضا چه از محل نیاز واقعی باشد (مثل وقتی که یک شرکت واردکننده نیازمند ارز مشخصی است) و یا در حالتی که یک سرمایه گذار به قصد کسب سود وارد سرمایه گذاری در این اوراق شده باشد این امکان را برای نهادهای متولی سیاست گذاری ارزی فراهم می سازد تا بتوانند مقدار احتمالی عرضه ارزی را کنترل کنند.