



گروه بازارها و ابزارهای مالی

WORKING CAPITAL

Strategy

Business

PROFIT

money

start up

PLANNING

IDEA

Create

Network

50%

45%

90%

10%

20%

30%

40%

50%

60%

70%

80%

90%

100%

110%

120%

130%

140%

150%

160%

170%

180%

190%

200%

210%

220%

230%

240%

250%

260%

270%

280%

290%

300%

310%

320%

330%

340%

350%

360%

370%

380%

390%

400%

410%

420%

430%

440%

450%

460%

470%

480%

490%

500%

510%

520%

530%

540%

550%

560%

570%

580%

590%

600%

610%

620%

630%

640%

650%

660%

670%

680%

690%

700%

710%

720%

730%

740%

750%

760%

770%

780%

790%

800%

810%

820%

830%

840%

850%

860%

870%

880%

890%

900%

910%

920%

930%

940%

950%

960%

970%

980%

990%

1000%

1010%

1020%

1030%

1040%

1050%

1060%

1070%

1080%

1090%

1100%

1110%

1120%

1130%

1140%

1150%

1160%

1170%

1180%

1190%

1200%

1210%

1220%

1230%

1240%

1250%

1260%

1270%

1280%

1290%

1300%

1310%

1320%

1330%

1340%

1350%

1360%

1370%

1380%

1390%

1400%

1410%

1420%

1430%

1440%

1450%

1460%

1470%

1480%

1490%

1500%

1510%

1520%

1530%

1540%

1550%

1560%

1570%

1580%

1590%

1600%

1610%

1620%

1630%

1640%

1650%

1660%

1670%

1680%

1690%

1700%

1710%

1720%

1730%

1740%

1750%

1760%

1770%

1780%

1790%

1800%

1810%

1820%

1830%

1840%

1850%

1860%

1870%

1880%

1890%

1900%

1910%

1920%

1930%

1940%

1950%

1960%

1970%

1980%

1990%

2000%

2010%

2020%

2030%

2040%

2050%

2060%

2070%

2080%

2090%

2100%

2110%

2120%

2130%

2140%

2150%

2160%

2170%

2180%

2190%

2200%

2210%

2220%

2230%

2240%

2250%

2260%

2270%

2280%

2290%

2300%

2310%

2320%

2330%

2340%

2350%

2360%

2370%

2380%

2390%

2400%

2410%

2420%

2430%

2440%

2450%

2460%

2470%

2480%

2490%

2500%

2510%

2520%

2530%

2540%

2550%

2560%

2570%

2580%

2590%

2600%

2610%

2620%

2630%

2640%

2650%

2660%

2670%

2680%

2690%

2700%

2710%

2720%

2730%

2740%

2750%

2760%

2770%

2780%

2790%

2800%

2810%

2820%

2830%

2840%

2850%

2860%

2870%

2880%

2890%

2900%

2910%

2920%

2930%

2940%

2950%

2960%

2970%

2980%

2990%

3000%

3010%

3020%

3030%

3040%

3050%

3060%

3070%

3080%

3090%

3100%

3110%

3120%

3130%

3140%

3150%

3160%

3170%

3180%

3190%

3200%

3210%

3220%

3230%

3240%

3250%

3260%

3270%

3280%

3290%

3300%

3310%

3320%

3330%

3340%

3350%

3360%

3370%

3380%

3390%

3400%

3410%

3420%

3430%

3440%

3450%

3460%

3470%

3480%

3490%

3500%

3510%

3520%

3530%

3540%

3550%

3560%

3570%

3580%

3590%

3600%

3610%

3620%

3630%

3640%

3650%

3660%

3670%

3680%

3690%

3700%

3710%

3720%

3730%

3740%

3750%

3760%

3770%

3780%

3790%

3800%

3810%

3820%

3830%

3840%

3850%

3860%

3870%

3880%

3890%

3900%

3910%

3920%

3930%

3940%

3950%

3960%

3970%

3980%

3990%

تیر ۱۴۰۰



سازمان بورس و اوراق بهادار

مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

گروه بازارها و ابزارهای مالی

عنوان: بررسی انتشار انواع صکوک به قصد تأمین سرمایه در گردش

تهیه‌کنندگان: دکتر رضا میرزاخانی، دکتر مجتبی کاوند

کد گزارش: ۱۴۰۰-۰۷-۲۰۲۱

تاریخ گزارش: تیر ۱۴۰۰

این گزارش در گروه بازارها و ابزارهای مالی مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی انجام شده و مباحث و نظرات ارائه شده در آن صرفاً نظرات و بررسی‌های صورت گرفته توسط کارشناسان و پژوهشگران این مرکز است نه نظرات رسمی سازمان بورس و اوراق بهادار. استفاده از این متن صرفاً با ذکر منبع بلامانع است.

فهرست مطالب

۱.....	چکیده
۲.....	مقدمه
۳.....	۱ - مفهوم سرمایه در گردش
۳.....	۲ - مدیریت سرمایه در گردش
۴.....	۳ - مفهوم سیاست (راهبرد) سرمایه در گردش
۵.....	۴- طبقه‌بندی دارایی‌های مختلف شرکت‌ها بر اساس ترازنامه
۶.....	۵- طبقه‌بندی دارایی‌ها جهت انتشار اوراق
۷.....	۶ - راه کارهای تأمین مالی سرمایه در گردش
۸.....	۶ - ۱ - اوراق مبتنی بر عقود مشارکتی
۸.....	۶ - ۱ - ۱ - اوراق وکالت
۹.....	۶ - ۱ - ۲ - اوراق مشارکت
۱۱.....	۶ - ۱ - ۳ - اوراق مضاربه
۱۳.....	۶-۱-۳-۱- تحلیل مضاربه بر مبنای شرکت
۱۳.....	۶-۲- اوراق مبتنی بر عقود مبادله‌ای
۱۳.....	۶-۲-۱- اوراق رهنی و اوراق خرید دین
۱۴.....	۶-۱-۲-۱- تعریف حساب‌های دریافتی
۱۵.....	۶-۲-۱-۲- ریسک‌های مهم صکوک دین جهت تأمین سرمایه در گردش
۱۶.....	۶-۲-۲- اوراق تجاری
۱۷.....	۶-۲-۳- اوراق اجاره
۱۸.....	اوراق اجاره به منظور تامین نقدینگی
۱۸.....	۶-۲-۴- اوراق منفعت
۱۹.....	۶-۲-۵- اوراق سلف موازی استاندارد
۱۹.....	نتیجه‌گیری

بررسی انتشار انواع صکوک به قصد تأمین سرمایه در گردش

دکتر رضا میرزاخانی - دکتر مجتبی کاوند

چکیده

مدیریت تأمین مالی و سرمایه در گردش نقش بسیار مهمی در فعالیت بنگاه‌های اقتصادی ایفا می‌کند. در اقتصاد ایران که سیستم مالی متکی به بانک است و عمده منابع مالی بنگاه‌های تولیدی از طریق سیستم بانکی تأمین مالی می‌شود، تأمین مالی غیربانکی از اهمیت مضاعفی برخوردار است. مدیریت سرمایه در گردش عبارت است از تعیین حجم و ترکیب منابع و مصارف سرمایه در گردش به نحوی که ثروت سهامداران افزایش یابد. یکی از روش‌هایی که برای بهبود وضعیت سرمایه در گردش می‌تواند مورد استفاده قرار گیرد، بهره‌گیری از ابزارها و منابع بازار سرمایه و انتشار انواع اوراق بهادار است. در این گزارش برخی از اوراق مبتنی بر عقود مشارکتی و اوراق مبتنی بر عقود مبادله‌ای، با هدف تأمین مالی جهت سرمایه در گردش مورد بررسی و واکاوی قرار گرفته است. در این راستا با توجه به ضوابط و قواعد حاکم بر هر یک از آنها، اوراقی همچون اوراق وکالت، اوراق رهنی، اوراق تجاری، اوراق منفعت، اوراق اجاره و اوراق سلف موازی استاندارد جهت تأمین سرمایه در گردش بنگاه‌های اقتصادی مورد ارزیابی قرار گرفت. در نهایت به نظر می‌رسد که با توجه به احکام و قواعد حاکم بر عقد وکالت، اوراق وکالت نسبت به دیگر اوراق بهادار اسلامی از ظرفیت بهتری جهت تأمین سرمایه در گردش برای انواع شرکت‌ها برخوردار است. شرکت‌ها می‌توانند در قبال انتشار این اوراق، به عنوان نماینده و وکیل خریداران این صکوک، در طرح‌های شرکت از جمله طرح‌های کارآفرینی سرمایه‌گذاری کند و با توجه به سازوکار تعیین شده، سود را بر اساس عقود تبعی متناسب با هر یک از فعالیت‌های کارآفرینی تقسیم نماید.

براساس بررسی صورت گرفته، انتشار اوراق وکالت را می‌توان با محوریت ناشر، با سررسیدهای کوتاه مدت و بدون نهاد واسطه (یا استفاده از ظرفیت یک نهاد واسطه خاص برای انواع اوراق وکالت) منتشر نمود تا شرکت‌ها از مزیت تأمین مالی کوتاه مدت نیز در بازار سرمایه برخوردار شوند. جهت ضمانت این محصول نیز، می‌توان از قالب وثیقه سهام شرکت یا قابلیت تبدیل یا تعویض با سهام اوراق وکالت بهره جست.

کلمات کلیدی: اوراق بهادار، تأمین مالی، صکوک، اوراق وکالت

مقدمه

یکی از نسبت‌های مالی مهم در بررسی و ارزیابی شرکت‌ها «دوره گردش موجودی» کالا است که نشان‌دهنده دوره تهیه مواد اولیه، تولید و فروش محصول از سوی شرکت‌ها است. این دوره عدد ثابتی نداشته و مقدار آن در طول زمان با توجه به وضعیت شرکت و اقتصاد کلان تغییر می‌کند. اما این نسبت، عمده نیاز شرکت‌های بازار سرمایه برای نقدینگی را تفسیر می‌نماید؛ زیرا شرکت‌ها، پرداخت‌های دوره‌ای را برای خرید مواد اولیه مورد نیاز خود در نظر می‌گیرند، حال آنکه زمان دریافت مبالغ فروش محصولات الزاماً با سررسید بدهی شرکت‌ها یکسان نیست. لذا شرکت‌ها در طول سال با مشکل تأمین «سرمایه در گردش» برای تولید و فروش محصولات خود مواجه هستند که ایشان را ناگزیر به دریافت تسهیلات مالی کوتاه مدت از بانک‌ها می‌نماید.

اصلی‌ترین روش برای تأمین «سرمایه در گردش» در سایر اقتصادها و کشورها، انتشار اوراق قرضه در بازار پول با سررسید کمتر از یکسال است. شرکت‌ها می‌توانند بر مبنای نرخ‌های عرف بازار پول و حتی با توجه به نرخ‌های بازار سرمایه اقدام به انتشار اوراق بهادار تأمین مالی نمایند. با توجه به مشخص بودن تقریبی «دوره گردش موجودی کالا» از سوی شرکت‌ها، با احتمال بالایی مبالغ دریافت شده از سوی شرکت به عنوان بانی تأمین مالی، موضوع تولید و فروش ایشان را که با مشکل کمبود وجه نقد مواجه هستند را جبران نموده و تولید آن‌ها را هموار می‌نماید.

مدیریت تأمین مالی و سرمایه در گردش از مهمترین بخش‌های مدیریت در سازمان‌های تولیدی است که نقش بسیار مهمی در آینده بنگاه‌های اقتصادی ایفا می‌کند. توانایی واحدهای تولیدی در مشخص کردن منابع مالی بالقوه اعم از داخلی یا خارجی برای تهیه سرمایه به منظور سرمایه‌گذاری و تهیه برنامه‌های مالی مناسب از عوامل اصلی بقاء و توسعه بنگاه‌های تولیدی محسوب می‌شود. با این حال در اقتصاد ایران که سیستم مالی متکی به بانک است و عمده منابع مالی بنگاه‌های تولیدی از طریق سیستم بانکی تأمین مالی می‌شود، تأمین مالی غیربانکی از اهمیت مضاعفی برخوردار است.

پایین بودن موقت یا دائمی سطح سرمایه در گردش^۱ از ساختار سرمایه و تأمین مالی این بنگاه‌ها ناشی می‌شود و بخشی دیگر به فقدان نهادهای کارآمد برای تأمین نیازهای سرمایه در گردش در زمان وقوع شوک‌های منفی به بنگاه مربوط است. مسئله تأمین مالی بنگاه‌ها در دوره تورم رکودی اهمیت ویژه‌ای دارد. در دوره رکود از سرعت گردش دارایی‌های بنگاه‌ها کاسته شده، زمان مورد انتظار برای فروش کالا بالا رفته و احتمالاً وصول حساب‌های دریافتنی پایین می‌آید. همچنین در بازارهایی که رقابت کامل حاکم نیست و بنگاه‌ها حاشیه سود روی هزینه نهایی دارند، به دلیل افت تقاضا از حاشیه سود بنگاه کاسته شده و جریان نقدی داخلی تضعیف می‌شود.

در دوره بحران و رکود، بنگاه‌ها کمتر از ظرفیت‌های موجود فعالیت می‌کنند. در نتیجه انگیزه سرمایه‌گذاری بلندمدت و تأمین مالی از مسیر بازار سرمایه کاهش یافته و در مقابل تقاضا برای تأمین مالی، کوتاه‌مدت می‌شود. شواهد تجربی از کشورهای دیگر هم نشان می‌دهد در دوره‌های رکود، سهم تأمین مالی کوتاه‌مدت در سبد وام‌گیری بنگاه‌ها افزایش یافته و بعد از خروج از رکود، کاهش می‌یابد. در مقابل در دوره‌های رکود که تقاضا برای هر دو نوع سرمایه وجود دارد و در شرایطی که محدودیت‌های نقدی پیش‌روی بنگاه باشد، سرمایه‌گذاری بلندمدت و سرمایه در گردش بنگاه با یکدیگر در رقابتند.

¹ Working Capital

۱ - مفهوم سرمایه در گردش

برای سرمایه در گردش دو تعریف کارکردی می‌توان ارائه کرد (عبده، ۱۳۹۳). تعریف اول، از دید ترازنامه‌ای به مسئله نگاه می‌کند و سرمایه در گردش را به عنوان تفاضل بین دارایی‌های جاری بنگاه‌ها (شامل حساب‌های دریافتی، موجودی کالای اولیه و ساخته‌شده و پول نقد) و بدهی‌های جاری (شامل حساب‌های پرداختی و بدهی کوتاه‌مدت) تعریف می‌کند. سرمایه در گردش به نوعی منبع «نقدینگی» بنگاه است و نشان می‌دهد که بنگاه با چه سرعتی می‌تواند تعهدات کوتاه‌مدت خود (مثل پرداخت به تأمین‌کنندگان و پیمانکاران) را انجام دهد. با این تعریف و از زاویه دید سرمایه کل شرکت، سرمایه در گردش، هم به عنوان منبع و هم محل مصرف منابع مالی در شرکت‌ها مطرح است. اگر بنگاه از طریق مدیریت درست حساب‌های دریافتی و پرداختی بتواند مازادی در بخش سرمایه در گردش خلق کند (به‌عنوان مثال با افزایش دوره پرداخت و کاهش دوره دریافت مطالبات)، سرمایه در گردش منبعی برای تزریق جریان نقدی در پروژه‌های بلندمدت شرکت خواهد بود. در مقابل اگر وصول مطالبات طولانی‌تر از دوره پرداخت‌ها باشد، بنگاه با سرمایه در گردش منفی مواجه است. با این تعریف سرمایه در گردش نقش ضربه‌گیر برای جذب شوک‌های ناشی از کاهش عرضه منابع مالی را نیز دارد.

دیدگاه دوم، دیدگاه فرآیند تولید است و به سرمایه مسدود شده در طول زنجیره تولید (از خرید مواد اولیه تا دریافت قیمت فروش محصول نهایی) اشاره می‌کند. وجود سرمایه در گردش کافی به بنگاه امکان می‌دهد تا سطح متغیرهای تولید (به‌عنوان مثال سطح موجودی مواد اولیه و موجودی کالای نهایی) را در حد بهینه تنظیم کند. عدم دسترسی به سرمایه در گردش کافی باعث می‌شود عملیات جاری بنگاه متوقف شود یا بنگاه سطحی غیربهینه از فرآیند تولید را انتخاب کند. (قدوسی، ۱۳۹۴، ص ۳۷)

به عبارت دیگر، سرمایه در گردش یک واحد انتفاعی مجموع مبالغی است که در دارایی‌های جاری سرمایه‌گذاری می‌شود. تفاوت بدهی‌های جاری از دارایی‌های جاری به عنوان خالص سرمایه در گردش تعریف می‌شود. (نیکومرام و همکاران، ۱۳۸۹، ج ۲، ص ۲۱۱)

۲ - مدیریت سرمایه در گردش

در حالی که عملکرد سطوح مختلف واحدهای تجاری به طور سنتی به فاکتورهای مدیریتی عمومی مانند تولید، بازاریابی و عملیات نسبت داده می‌شود، مدیریت سرمایه در گردش به عنوان یک پیامد تأثیر گذار بر رشد و تداوم فعالیت شرکت‌ها محسوب می‌شود. مدیریت سرمایه در گردش عبارت است از تعیین حجم و ترکیب منابع و مصارف سرمایه در گردش به نحوی که ثروت سهامداران افزایش یابد. در واقع، مدیریت سرمایه در گردش تصمیمات مربوط به تأمین مالی بلند مدت لازم، برای پشتیبانی مالی از دارایی‌های جاری واحد انتفاعی را در بر می‌گیرد.

هدف اصلی از مدیریت سرمایه در گردش این است که از توانایی شرکت برای ادامه فعالیت و نقدینگی کافی برای پرداخت دیون کوتاه مدت و هزینه‌های عملیاتی اطمینان حاصل شود. تصمیمات مدیریت سرمایه در گردش شامل تصمیمات دشوار در جنبه‌های مختلف مانند مدیریت حساب‌های دریافتی و حساب‌های پرداختی و حفظ سطح بهینه‌ای از موجودی‌ها است. با توجه به این مسائل، مدیریت سرمایه در گردش به عنوان یکی از مهمترین موضوعات هر سازمانی مطرح است. (Lamberson, 1995)

بنابراین مدیریت سرمایه در گردش عبارت است از تعیین حجم و ترکیب منابع و مصارف سرمایه در گردش بنحوی که ثروت سهامداران افزایش یابد. (نیکومرام و همکاران، ۱۳۸۹، ج ۲، ص ۲۱۴)

یک شرکت زمانی که به فعالیت‌های عملیاتی می‌پردازد باید تعادل بین نقدینگی و سوددهی را حفظ کند. نقدینگی پیش شرطی است که تضمین می‌کند شرکت قادر به برآورده کردن الزامات می‌باشد و در واقع از یک جریان دائمی در زمینه ادامه فعالیت شرکت خبر می‌دهد. نقدینگی و سودآوری دو موضوع مهم مورد توجه خاص اندیشمندان و مجریان مدیریت مالی شرکت‌ها است. از نظر بسیاری از فعالان دانشگاهی، دو بخش اصلی که می‌تواند منجر به سوددهی شرکت‌ها شود یکی ساختار سرمایه و دیگری مدیریت سرمایه در گردش است که این دو مورد در بسیاری از موارد به منظور دستیابی به سود، دستخوش تغییرات قرار گرفته است. مدیریت سرمایه در گردش به خاطر تأثیر بر ریسک و سوددهی و در نتیجه ارزش شرکت، از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. از اجزای اصلی آن می‌توان به مدیریت موجودی کالا، مدیریت حساب‌های دریافتی و مدیریت حساب‌های پرداختی که بیانگر چرخه وجه نقد است، اشاره کرد. (ایزدی‌نیا و همکاران، ۱۳۸۹ش، ص ۹۲)

۳ - مفهوم سیاست (راهبرد) سرمایه در گردش

اهمیت روزافزون سرمایه در گردش در تداوم فعالیت بنگاه‌های اقتصادی موجب شده است که راهبردهای مختلفی برای مدیریت سرمایه در گردش مدنظر قرار گیرد. این راهبردهای گوناگون که میزان نقدینگی شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهند، میزان ریسک و بازدهی آن‌ها را مشخص می‌کند. به طور کلی، مدیران در اداره بنگاه‌های اقتصادی یا خطر پذیرند و یا این که خطرگریزند؛ مدیران در سرمایه در گردش نیز از این مقوله مستثنی نبوده (رهنمای رودپشتی و همکاران، ۱۳۸۷ش، ص ۶۴) و سرمایه در گردش را با توجه به میزان خطرپذیری خود، مدیریت می‌نمایند.

به بیان دیگر، اتخاذ سیاست (استراتژی) سرمایه در گردش به میزان پذیرش ریسک و بازده بستگی دارد. بسیاری از نویسندگان و محققان به سه نوع سیاست سرمایه در گردش محافظه‌کارانه، جسورانه و متعادل اشاره کرده‌اند. تفاوت اساسی این سیاست‌ها در میزان سرمایه در گردش خالص است که برابر با تفاضل دارایی‌های جاری و بدهی‌های جاری است. (مالکی‌نیا و همکاران، ۱۳۹۰ش، ص ۱۵۱)

یک سیاست محافظه‌کارانه سرمایه در گردش باعث خواهد شد که قدرت نقدینگی بیش از حد افزایش یابد و ریسک ناشی از ناتوانی بازپرداخت بدهی‌های سررسید شده به پایین‌ترین حد خود برسد. در این حالت، مدیر می‌کوشد تا مقدار زیادی دارایی جاری (که نرخ بازده‌شان پایین است) نگهداری کند. به همین دلیل، شرکت‌هایی با این سیاست، به اصطلاح دارای ریسک نقدینگی و بازده کم خواهند بود. در مقابل، اتخاذ یک سیاست جسورانه باعث می‌شود تا مدیر با داشتن کمترین میزان دارایی جاری، از بدهی‌های جاری بیشترین استفاده را ببرد. در واقع، شرکت‌هایی که چنین سیاستی را در پیش می‌گیرند، ریسک زیادی را در ازای نرخ بازدهی بالای دارایی‌های جاری می‌پذیرند. (پی‌نو، ۱۳۸۶ش، ص ۳۱۲) با این اوصاف می‌توان استدلال کرد، سیاست‌های محافظه‌کارانه و جسورانه در دو سر یک طیف قرار دارند و در نتیجه، سیاست متعادل سرمایه در گردش در حد وسط این طیف قرار گرفته و دارای ریسک و بازدهی متوسطی است.

با توجه به مطالب مزبور می‌توان اظهار داشت، مقدار سرمایه در گردش مثبت بیانگر اتخاذ یک سیاست سرمایه در گردش محافظه‌کارانه است که شرکت‌ها را قادر می‌سازد تا برای کسب سرمایه بیشتر به تأمین مالی داخلی از طریق جریان‌های نقد آزاد و یا تأمین مالی برون‌سازمانی از طریق اوراق بهادار و یا اعتبارات تجاری روی آورند. در مقابل، میزان سرمایه در گردش منفی نشان‌دهنده یک سیاست جسورانه بوده که قادر است برای شرکت‌ها، شرایط تأمین مالی را به منظور کسب دارایی‌های بلندمدت فراهم آورد. (Hill, 2010)

۴- طبقه‌بندی دارایی‌های مختلف شرکت‌ها بر اساس ترازنامه

از میان صنایع و شرکت‌های مختلف بررسی به صورت نمونه، صنایع و شرکت‌های مختلف زیر انتخاب و دارایی‌های مختلف آنان از ترازنامه شرکت استخراج شده است:

ردیف	صنعت نمونه	شرکت نمونه	انواع دارایی‌ها:
۱	اطلاعات و ارتباطات	داده‌گستر عصر نوین های وب (های وب)	دارایی‌های غیر جاری (دارایی‌های ثابت مشهود: سرمایه‌گذاری در املاک، سرقفلی) (دارایی‌های نامشهود: سرمایه‌گذاری در شرکت‌های وابسته: سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت: دریافتی‌های بلندمدت) دارایی‌های جاری (سفارشات و پیش‌پرداخت‌ها؛ موجودی مواد و کالا؛ دریافتی‌های تجاری و سایر دریافتی‌ها؛ سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت؛ موجودی نقد؛ دارایی‌های نگهداری شده برای فروش)
۲	رایانه و فعالیت‌های وابسته به آن	به پرداخت ملت (پرداخت)	دارایی‌های غیر جاری (دارایی‌های ثابت مشهود: سرمایه‌گذاری در املاک) (دارایی‌های نامشهود: سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت: دریافتی‌های بلندمدت: سایر دارایی‌ها). دارایی‌های جاری (سفارشات و پیش‌پرداخت‌ها؛ موجودی مواد و کالا؛ دریافتی‌های تجاری و سایر دریافتی‌ها؛ سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت موجودی نقد؛ دارایی‌های نگهداری شده برای فروش).
۳	فعالیت‌های کمکی به نهادهای مالی واسط	تأمین سرمایه امید (امید)	دارایی‌های جاری (موجودی نقد؛ سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت؛ دریافتی‌های تجاری؛ دریافتی‌های غیر تجاری؛ موجودی مواد و کالا؛ پیش‌پرداخت‌ها و سفارشات؛ دارایی‌های نگهداری شده برای فروش) دارایی‌های غیر جاری (دریافتی‌های بلندمدت؛ سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت؛ سرمایه‌گذاری در املاک؛ دارایی‌های نامشهود؛ دارایی‌های ثابت مشهود؛ سایر دارایی‌ها).
۴	بیمه و صندوق‌های بازنشتی بجز تأمین اجتماعی	بیمه ملت (ملت)	موجودی نقد؛ سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت؛ مطالبات از بیمه‌گذاران و نمایندگان؛ مطالبات از بیمه‌گران و بیمه‌گران اتکایی؛ سایر حساب‌ها و اسناد دریافتی؛ سهم بیمه‌گران اتکایی از ذخایر فنی؛ دارایی‌های غیر جاری نگهداری شده برای فروش؛ مطالبات بلندمدت؛ سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت؛ دارایی‌های ثابت مشهود؛ دارایی‌های نامشهود؛ سایر دارایی‌ها
۵	سایر واسطه‌گرهای مالی	لیزینگ رایان سایپا (ولسایپا)	موجودی نقد؛ سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت؛ طلب از شرکت‌های گروه و شرکت‌های وابسته؛ حصة جاری حساب‌ها و اسناد دریافتی تجاری؛ سایر حساب‌ها و اسناد دریافتی؛ موجودی مواد و کالا؛ پیش‌پرداخت‌ها؛ سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت؛ دارایی‌های ثابت پس از کسر استهلاک؛ دارایی‌های نامشهود؛ حساب‌ها و اسناد دریافتی تجاری (بلندمدت)؛ پیش‌پرداخت‌های سرمایه‌ای؛ سایر دارایی‌ها
۶	بانک‌ها و مؤسسات مالی	بانک ملت (وبملت)	موجودی نقد؛ سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت؛ دریافتی‌های تجاری؛ دریافتی‌های غیر تجاری؛ پیش‌پرداخت‌ها و سفارشات؛ دارایی‌های نگهداری شده برای فروش؛ دریافتی‌های بلندمدت؛ سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت؛ سرمایه‌گذاری در املاک؛ دارایی‌های نامشهود؛ دارایی‌های ثابت مشهود؛ سایر دارایی‌ها.
۷	سرمایه‌گذاری‌ها	سرمایه‌گذاری سبحان (وسبحان)	موجودی نقد؛ سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت؛ دریافتی‌های تجاری؛ دریافتی‌های غیر تجاری؛ پیش‌پرداخت‌ها و سفارشات؛ دارایی‌های نگهداری شده برای فروش؛ دریافتی‌های بلندمدت؛ سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت؛ سرمایه‌گذاری در املاک؛ دارایی‌های نامشهود؛ دارایی‌های ثابت مشهود؛ سایر دارایی‌ها.
۸	هتل و رستوران	گروه سرمایه‌گذاری میراث فرهنگی (سمگا)	دارایی‌های جاری (موجودی نقد؛ سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت؛ دریافتی‌های تجاری؛ دریافتی‌های غیر تجاری؛ پیش‌پرداخت‌ها و سفارشات، دارایی‌های نگهداری شده برای فروش). دارایی‌های غیر جاری (دریافتی‌های بلندمدت؛ سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت؛ سرمایه‌گذاری در املاک؛ دارایی‌های نامشهود؛ دارایی‌های ثابت مشهود؛ سایر دارایی‌ها).

۹	خرده‌فروشی، باستانای وسایل نقلیه موتوری	فروشگاه‌های زنجیره‌ای افق کوروش (افق)	دارایی‌های غیر جاری (دارایی‌های ثابت مشهود؛ سرمایه‌گذاری در املاک؛ سرقفلی؛ دارایی‌های نامشهود؛ سرمایه‌گذاری در شرکت‌های وابسته؛ سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت؛ دریافتی‌های بلندمدت؛ سایر دارایی‌ها). دارایی‌های جاری (سفارشات و پیش‌پرداخت‌ها؛ موجودی مواد و کالا؛ دریافتی‌های تجاری و سایر دریافتی‌ها؛ سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت موجودی نقد؛ دارایی‌های نگهداری شده برای فروش).
---	--	---	--

۵- طبقه‌بندی دارایی‌ها جهت انتشار اوراق

بر اساس تقسیم‌بندی انواع دارایی‌ها در شرکت‌ها و صنایع منتخب بورسی می‌توان طبقه‌بندی زیر را برای دارایی‌ها در این شرکت‌ها ارائه داد:

الف. دارایی‌های جاری: عبارت است از وجه نقد و یا دارایی‌های دیگری که به طور معقول انتظار می‌رود در طی چرخه عادی عملیاتی واحد تجاری و یا دوره مالی، هر کدام که طولانی‌تر باشد، به وجه نقد تبدیل شده و یا مصرف شود و یا آن که فروخته شود.

ب. دارایی‌های غیر جاری: به اقلامی از دارایی گفته می‌شود که مؤسسه قصد نگهداری و استفاده از آن‌ها برای سال‌های متمادی دارد مانند زمین، ساختمان و ماشین‌آلات. دارائی‌های بلندمدت را دارائی‌های ثابت نیز می‌گویند. سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت و دارایی‌های نامشهود و دارایی‌های ثابت مشهود و سایر دارایی‌ها در این طبقه‌بندی قرار می‌گیرند.

سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت: سرمایه‌گذاری به طور کل به این مفهوم است که میزان مشخصی پول در بخشی به کار گرفته شود که هم اصل سرمایه حفظ شود و هم سود بدست آید. معمولاً این فعالیت جهت کسب بیشترین سود انجام می‌شود؛ لذا به این نوع سرمایه‌گذاری‌ها، بلندمدت گفته می‌شود. این گونه سرمایه‌گذاری‌ها با توجه به ماهیت و هدف آن که فراتر از یک دوره و یا سال مالی است از سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت تفکیک شده و شامل سرمایه‌گذاری در سهام سایر شرکت‌ها و سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت بانکی می‌شود.

دارایی‌های نامشهود: دارایی‌های بلندمدتی هستند که موجودیت عینی ندارند؛ یعنی وجود فیزیکی نداشته و قابل رویت نیستند، اما با توجه به حقوق و مزایایی که از مالکیت آن‌ها برای شرکت حاصل می‌شود، دارای منافع اقتصادی بوده و ارزشمند می‌باشند، که این دارایی‌ها نامشهود نامیده می‌شوند. این دارایی‌ها از سه طریق زیر به دست می‌آیند:

- الف- از طریق کسب مجوزهای دولتی مانند حق امتیاز، حق اختراع، حق تألیف (کپی رایت)، علائم تجاری ثبت شده؛
- ب- از طریق تحصیل از سایر واحدهای تجاری که به آن سرقفلی می‌گویند (سرقفلی یک نوع حق معنوی است که یک واحد بخاطر تقدم در اجاره، موقعیت یا جذب مشتری پیدا می‌کند که در واقع شامل برند شرکت و مشتریان وفادار زیاد و روابط خوب با مشتریان و کارکنان است که دارای ارزش پولی است)؛
- ج- حقوق انحصاری خصوصی است که از قراردادهای پیمانی ناشی می‌شود؛ مانند حق استفاده از نام تجاری و فرانسیز^۱ و بازاریابی مشترک استفاده کنند.

^۱ فرانسیز یک شبکه ارتباطی بین کسب‌وکارهای مستقل کوچک می‌باشد که به هر یک از این کسب‌وکارهای کوچک اجازه می‌دهد که تحت یک نام تجاری مشترک و یک هویت فعالیت کنند و همگی از یک روش موفق که قبلاً آزمایش شده است.

۶ - راه کارهای تأمین مالی سرمایه در گردش

دسترسی به منابع مالی به عنوان مهمترین چالش فرآیندهای کسب و کار در ایران توان بنگاههای اقتصادی را کاهش می دهد. در بازار پول و سیستم بانکی، از روش هایی جهت تأمین سرمایه در گردش شرکت ها و بنگاههای اقتصادی استفاده می شود که در جدول زیر به آن اشاره شده است:

شکل های موجود تأمین سرمایه در گردش (منبع: وبسایت بانک های اصلی کشور)		
توضیح	حوزه های فعالیت متقاضیان	شکل قرارداد
محدود به بخش کشاورزی، رایج نبودن در عمل	بخش کشاورزی	مساقات / مزارعه
رایج در بخش مالیه اسلامی در تمام دنیا	بخش های مختلف اقتصادی و خانوارها (خصوصاً برای مسکن)	فروش اقساطی (معادل مرابحه در اصطلاح جهانی بانکداری اسلامی)
انعطاف پذیرترین و محبوب ترین شکل قرارداد	بخش صنعت	مشارکت مدنی
در عمل عمدتاً برای واردات	عمدتاً برای تجارت بین الملل	اعتبار اسنادی و سرمایه در گردش ارزی
محدود بودن دامنه اجرا پس از انقلاب، معرفی مجدد در سال های اخیر	عمدتاً شرکت های صادراتی	تنزیل اسناد دریافتنی و بروات و اسناد صادراتی (خرید دین)
	بخش بازرگانی	مضاربه
اجرا در شکل بسیار محدود، محدود به محصولات همگن (کومودیتی) ^{۳۰}	عمدتاً شرکت های فروشنده مواد خام	پیش خرید محصولات (سلف)
	شرکت های پروژه محور	استمناع
قراردادی رایج در حوزه مالیه اسلامی در دنیا	شرکت های نیازمند تجهیزات	اجاره
	صنعت و معدن، کشاورزی، مسکن، بازرگانی و خدمات	جعله
ارائه توسط بانک صنعت و معدن و بانک ملی	شرکت های صنعتی و معدنی	وام سرمایه در گردش

جهت بهبود فرآیندهای کسب و کار علاوه بر بازنگری در رویه ها و استفاده بهینه از ظرفیت بازار پول، از پتانسیل بالقوه بازار سرمایه در تسهیل فرآیند دستیابی به منابع مالی و فعال نمودن ظرفیت وجوه اقشار جامعه و هدایت آن به سمت تولید باید استفاده نمود. در همین راستا، یکی از الزامات بهبود فضای کسب و کار، کارآمدی در تأمین سرمایه در گردش بنگاههای اقتصادی از طریق توسعه روش های دستیابی به منابع مالی کوتاه مدت از بازار سرمایه است.

امروزه یکی از روش هایی که برای بهبود وضعیت سرمایه در گردش می تواند مورد استفاده قرار گیرد، بهره گیری از ابزارها و منابع بازار سرمایه و انتشار انواع اوراق بهادار است. در این راستا می توان جهت تأمین مالی سرمایه در گردش بنگاه ها و شرکت های اقتصادی، از طریق طراحی و انتشار برخی از اوراق بهادار اسلامی (صکوک) اقدام نمود که در ذیل به برخی از آنها اشاره شده است. بانک ها تخصیص منابع خود را در قالب عقود اسلامی که خود به دو دسته عقود مشارکتی (مضاربه، مزارعه، مساقات، مشارکت مدنی و مشارکت حقوقی) و عقود مبادله ای (سلف، فروش اقساطی، خرید دین، جعالة، اجاره به شرط تملیک) تقسیم می گردند، به انجام می رسانند. در این جا نیز اوراق مبتنی بر عقود مشارکتی و عقود مبادله ای جهت تأمین سرمایه در گردش بررسی می گردد.

۶-۱- اوراق مبتنی بر عقود مشارکتی

۶-۱-۱- اوراق وکالت

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 است.

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 به طور معمول شامل جریان‌های نقدی ورودی و خروجی است که در مدت یکسال یا کمتر از آن رخ می‌دهد.

در انتشار اوراق وکالت به طور معمول بانی به دنبال جذب سرمایه برای کسب و کار 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 کسب و کار (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.

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 به عنوان ناشر و هم به عنوان 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 به دست آورند. منظور از دارایی‌های پشتوانه اوراق در اینجا، دارایی‌ها، سرمایه‌گذاری‌ها، کالاها یا خدمات است.

اوراق وکالت به دو صورت اوراق وکالت خاص و اوراق وکالت عام، قابلیت انتشار دارد؛ چنانچه یک شرکتی بخواهد پروژه خاصی را راه‌اندازی نموده و اجرا کند اما برای تأمین مالی با مشکل روبه‌رو است، می‌تواند اقدام به انتشار اوراق وکالت خاص نماید. در این راستا شرکت مورد نظر پس از واگذاری اوراق و تجهیز سرمایه لازم، طرح یا پروژه مورد نظر را شروع، توسعه یا به اتمام می‌رساند. در این نوع از اوراق محدود فعالیت وکیل به طور دقیق و مشخص تعیین شده و فقط می‌تواند در آن محدوده سرمایه‌گذاری کند.

اما در نوع اوراق وکالت عام، شرکت فقط محدود به فعالیت در زمینه خاص نیست بلکه منابع سرمایه‌گذاران را به صورت تخصصی در زمینه‌های گوناگون به کار می‌برد؛ البته فعالیت‌های وی محدود به زمان مشخصی است و برای تأمین مالی پروژه، سرمایه در گردش و ... در جایگاه بانی اوراق وکالت عام با سررسید معین و یا بدون سررسید، منتشر و در اختیار متقاضیان قرار می‌دهد و سپس با سرمایه حاصل از واگذاری به فعالیت اقتصادی می‌پردازد.

شرکت‌های دانش‌بنیان و کارآفرینی با توجه به این‌که در آغاز راه رشد هستند و دارایی و سرمایه مشخص و قابل بیانی برای سرمایه‌گذاری ندارند، تأمین سرمایه در گردش برای آنان به مراتب دشوارتر خواهد بود.

با توجه به احکام و قواعد حاکم بر عقد وکالت، می‌توان از این عقد برای طراحی اوراق بهادار اسلامی تأمین سرمایه در گردش همه انواع شرکت‌ها از جمله شرکت‌ها و مؤسسه‌های کارآفرینی و دانش‌بنیان استفاده نمود. استفاده از این اوراق به طور خلاصه به این صورت است که ابتدا شرکت‌ها مانند یک مؤسسه کارآفرینی و دانش‌بنیان، فرصت‌های سرمایه‌گذاری پربازده متناسب با کارآفرینی را

شناسایی می‌کند. سپس شرکت‌ها از جمله مؤسسه مذکور متناسب با طرح‌های دانش بنیان، اوراق بهادار وکالت را برای تأمین مالی سرمایه در گردش خود در این طرح‌ها منتشر می‌نمایند. شرکت‌ها از قبیل مؤسسه دانش بنیان می‌توانند در قبال انتشار این اوراق، به عنوان نماینده و وکیل خریداران این صکوک، در طرح‌های شرکت از جمله طرح‌های کارآفرینی سرمایه‌گذاری کند و با توجه به سازوکار تعیین شده، سود را بر اساس عقود تبعی متناسب با هر یک از فعالیت‌های کارآفرینی تقسیم کند (به عنوان مثال قراردادهای خرید دین، سلف و اجاره به شرط تملیک از نوع خرید و اجاره به فروشنده برای تأمین نقدینگی و سرمایه در گردش قابل استفاده است). همچنین مطابق قوانین نظارتی حاکم بر خود، شرکت‌ها می‌توانند با تشکیل پرتفوی‌ای پر تعداد از طرح‌های خود مانند طرح‌های دانش بنیان پربازده، ریسک غیرنظام‌مند پرتفوی را کاهش داده و در پایان دوره سرمایه‌گذاری، پس از کسر حق الوکاله خود، سود باقی مانده را به صاحبان اوراق وکالت بپردازند.

نکته مهم و اصلی در اینجا آن است که مبتنی بر اوراق وکالت عام، ناشر می‌تواند نسبت به سهام کردن سرمایه‌گذاران در فعالیت جاری شرکت اقدام کند و حتی پول مربوطه از محل فروش اوراق وکالت را صرف تأمین نیازهای اولیه (مواد خام) یا حتی پرداخت حقوق و دستمزد کند. با تغییر در دستورالعمل انتشار اوراق وکالت می‌توان این اوراق را با کارکرد اوراق تجاری متعارف بدون نهاد واسط و در دوره‌های کمتر از ۱ سال صرفاً برای شرکت‌های بورسی و فرابورسی منتشر کرد و قبل از تخصیص سود به سهامداران، به دارندگان اوراق سود پرداخت کرد. در این صورت موانع قانون تجارت برای پرداخت سود به سهامداران هم قابل برطرف کردن است. همچنین می‌توان به عنوان پیشنهاد جایگزین ضمانت، این اوراق را به صورت قابل تبدیل به سهام یا قابل تعویض با سهام منتشر کرد بدین صورت که ناشر، یا سهام خود یا سهام یک ناشر دیگر را که در آن سرمایه‌گذاری کرده با تأیید سازمان برای مدت قرارداد نزد شرکت سپرده‌گذاری مرکزی وثیقه می‌کند و در سررسید یا مواعد پرداخت سود، اگر نتوانست سود علی‌الحساب و سود واقعی را پرداخت کند، باید اوراق سرمایه‌گذاران را با سهام تبدیل یا تعویض کند.

۶-۱-۲ - اوراق مشارکت

اوراق مشارکت بر مبنای عقد شرکت و مطابق با قواعد فقهی و حقوقی حاکم بر عقد شرکت طراحی شده است. از این روی می‌بایست ضوابط عقد شرکت در آن رعایت گردد.

عقد شرکت که در فقه از آن سخن به میان آمده است و با نام‌های شرکت‌العنان و شرکت‌الاموال نیز شناخته می‌شود، همان قرارداد مشارکت مدنی است که مطابق ماده ۵۷۱ ق.م عبارت است از «اجتماع حقوق مالکین متعدد در شی‌ای واحد به صورت اشاعه».

به عبارت دیگر در آمیختن سهم‌الشرکه نقدی یا غیرنقدی شریک اول با سهم‌الشرکه نقدی یا غیرنقدی شریک دوم به صورت مشاع برای انجام کاری معین درباره فعالیت‌های تولیدی، بازرگانی و خدماتی به مدت محدود به قصد انتفاع بر حسب قرارداد را مشارکت مدنی گویند.

عقد شرکت (مشارکت مدنی) از جمله عقود جایز بوده و طرفین هرگاه بخواهند می‌توانند آن را فسخ کنند. همچنین به موت، سفاهت و جنون هر یک از طرفین منحل خواهد شد. در این عقد تمام شرایط صحت عقد، مانند عقل، بلوغ، اختیار و نبود حجر به واسطه سفه و ورشکستگی لازم است.

یکی از مهمترین ضوابط این عقد این است که هر یک از شریکان باید مالی را به عنوان آورده خود در این اجتماع بگذارد و این مال طبق نظر جمیع فقیهان و قانون مدنی باید عین خارجی باشد؛ یعنی موضوع شرکت باید حق مالکیت باشد نه آنکه دین، خدمات یا اعتبار باشد.

بنا بر نظر برخی، با توجه به این که قرارداد مشارکت مدنی برای احداث، توسعه، فعالیت اقتصادی و تأمین سرمایه در گردش کاربرد دارد، واژه طرح در قرارداد مشارکت مدنی بانکها، برخی از مصداقهای مشارکت مانند تأمین سرمایه در گردش را شامل نمی‌شود؛ بنابراین به نظر می‌رسد که علاوه بر راه کارهای اصلی و بنیادی، می‌توان از نظر شکلی نیز، واژه «جهت» را جایگزین واژه طرح نمود تا قرارداد مشارکت در تأمین «موضوع مشارکت» جامعیت بیشتری پیدا کرده و سرمایه در گردش را نیز شامل شود.

مشارکت مدنی یکی از عقود مشارکتی شرعی است که در بانکداری بدون ربا ایران به عنوان یک ابزار سیاستی برای پرداخت تسهیلات مورد استفاده قرار می‌گیرد. مشارکت مدنی برای تأمین سرمایه در گردش کلیه فعالیت‌های اقتصادی اعم از بازرگانی، تولیدی و خدماتی و همچنین برای تأمین منابع مالی بلندمدت فعالیت‌های مختلف اقتصادی مورد استفاده قرار می‌گیرد. بدین ترتیب بانک با استفاده از قرارداد مشارکت مدنی می‌تواند به کلیه بخش‌های تولیدی یعنی بخش‌های صنعت، معدن و کشاورزی تسهیلات اعطا نماید. همچنین این ابزار سیاستی برای پرداخت تسهیلات به بخش‌های خدماتی و بازرگانی مورد استفاده قرار می‌گیرد. بنابراین از نظر حوزه کاربردی عقد مشارکت مدنی دارای حوزه وسیع‌تری بوده و این ابزار، اعطای تسهیلات بانکی را تسهیل می‌کند. (توتونچیان، ۱۳۷۹ش، ج ۱، ص ۷۸)

برخی نیز با نظر فوق مخالف بوده و بر این عقیده‌اند که نمی‌توان از عقد شرکت و به تبع آن از اوراق مشارکت جهت تأمین سرمایه در گردش استفاده نمود.

در عقود مشارکتی ماهیت تعامل، مشارکت است. بدین معنی که طرفین در کاری مشخص با آورده معلوم به فعالیت پرداخته در پایان در سود و زیان آن به توافق شریک خواهند بود. در این نوع عقود علی‌القاعده سود یا زیان باید در پایان دوره مالی محاسبه گردد نه ابتدای آن. در عقود مبادله‌ای به نوعی تبادل کالا/خدمات صورت می‌گیرد و تعیین سود از ابتدا معلوم می‌گردد. بانک‌ها به دلیل سود بیشتر عقود مشارکتی (۲۰٪) نسبت به عقود مبادله‌ای (۱۵٪) برخی عقود خود را از حالت مبادله‌ای خارج و به مشارکتی تغییر داده‌اند. به عنوان مثال قبلاً بانک در خصوص خرید مواد اولیه و ماشین‌آلات شرکت‌های تولیدی با آن‌ها وارد عقد فروش اقساطی مواد اولیه و یا فروش اقساطی ماشین‌آلات می‌گشت اما اکنون تسهیلات را در قالب عقد نامشخص "مشارکت در سرمایه در گردش" (مشارکت در اموال سرمایه‌ای) به آن‌ها می‌پردازد تا سود عقود مشارکتی را از آنان اخذ نماید. (مشارکت در سرمایه در گردش یک شرکت خود حاصل عوامل و فاکتورهای مجزا و متعدد و غیرقابل تمیز در محاسبه سود مشارکت است و برابر با دارایی‌های جاری منهای بدهی‌های جاری است در یک سال).^۱

^۱ - در این نوع عقد موضوع مشارکت مشخص نبوده و به عبارتی همان عقود مبادله‌ای بر آن صدق می‌کند نه مشارکت. پر واضح است که مشارکت در سرمایه در گردش یک شرکت معنی‌دار نخواهد بود. به عنوان مثال بانک خرید مواد اولیه یک کارخانه را انجام دهد. سوال مطرح شده اینجا این خواهد بود که پس از اینکه این مواد در تولید محصولات کارخانه بکار گرفته شد در پایان سال مالی بانک باید در چه چیزی با آن کارخانه شریک شود؟ اگر در سود و زیان حاصل از تولید و فروش محصولات شریک شود که می‌بایست در سرمایه پایه (نه سرمایه در گردش) آن کارخانه شراکت می‌کرد این موضوع در قالب عقد مشارکت حقوقی (یکی از عقود اسلامی است) گنجانده می‌شود بدین صورت که بانک با خرید سهام یک شرکت شریک در سرمایه آن شده در پایان هر دوره مالی با محاسبه صورت سود و زیان آن شرکت به توافق سهام در سود و زیان آن شرکت خواهد بود (قبلاً بانک در خصوص خرید مواد اولیه و ماشین‌آلات شرکت‌های تولیدی با آن‌ها وارد عقد فروش اقساطی مواد اولیه و یا فروش اقساطی ماشین‌آلات می‌گشت)

با توجه به اینکه مشارکت در یک موضوع می‌بایست به صورت مشخص و واضح همراه با مشارکت واقعی در سود و زیان صورت پذیرد و سرمایه در گردش تابع عوامل متعددی چون منابع انسانی، ماشین‌آلات و تجهیزات، مواد اولیه، موجودی انبار و... می‌باشد این عقد از لحاظ شرعی محل اشکال بوده و دور زدن قانون توسط بانک‌ها جهت کسب منفعت بیشتر در این شیوه کاملاً مشهود است. استفاده از ساختار اوراق مشارکت برای تأمین مالی سرمایه در گردش بنگاه‌ها با توجه به ماهیت عقد مشارکت که سود آن انتظاری است و نیز زمان‌بر بودن پروژه که معمولاً در بیشتر از یک سال به بهره‌برداری می‌رسد، مناسب به نظر نمی‌رسد.

۶-۱-۳ - اوراق مضاربه

اوراق مضاربه، اوراق بهاداری است که براساس عقد مضاربه طراحی می‌شود. ناشر اوراق مضاربه با واگذاری اوراق، وجوه متقاضیان اوراق را جمع‌آوری کرده، به عنوان مضاربه در اختیار بانی قرار می‌دهد و بانی در فعالیت اقتصادی سودآور (بازرگانی) به کار می‌گیرد. بانی در پایان هر معامله یا پایان هر دوره مالی سود حاصل را براساس نسبت‌های تعیین شده، میان خود و صاحبان اوراق تقسیم می‌کند. دارندگان اوراق نقش مالک و بانی نقش عامل قرارداد مضاربه را دارند.

در استاندارد سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی^۱، اوراق مضاربه بدین صورت تعریف می‌شود: «اوراق مضاربه، عبارتست از گواهی‌هایی که نشان‌دهندهٔ پروژه‌ها یا فعالیت‌هایی هستند که طبق قرارداد مضاربه مدیریت می‌شوند و طبق سازوکار مشخص، یکی از طرفین به عنوان مضارب جهت مدیریت عملیات، معرفی می‌گردد».

نکته مهمی که در عقد مضاربه و به تبع آن در اوراق مضاربه باید مد نظر قرار گیرد این می‌باشد که نوع کاری که باید عامل با سرمایه انجام دهد، تجارت است و اگر عامل از راه‌های دیگری مثل تولید یا زراعت و غیره، از سرمایه سود به‌دست آورد عنوان مضاربه به آن صدق نمی‌کند.

به عبارت دقیق‌تر یکی از ارکان مضاربه، کار عامل است. یعنی بعد از آنکه مالک سرمایه را در اختیار عامل قرار داد، وی باید با آن به تجارت بپردازد تا چنانکه سودی حاصل گردد با مالک در آن شریک شوند. به موجب ماده ۵۴۶ قانون مدنی، عامل باید سرمایه را در امر تجارت بکار گیرد.

سؤالی که در این مقام اهمیت دارد این است که با توجه به رکن مذکور در این نوع عقد، آیا می‌توان جهت تأمین مالی سرمایه در گردش شرکت‌های سهامی موجود در بازار سرمایه از اوراق مضاربه استفاده نمود یا خیر؟ برای پاسخ به این سوال باید نوع فعالیت و کار شرکت‌های سهامی موجود در بازار سرمایه را در قالب مفهوم رکن کار در عقد مضاربه بررسی و تحلیل نمود.

از جمله شرکت‌هایی که در ماده ۲۰ قانون تجارت به آن اشاره شده است، شرکت سهامی است. شرکت سهامی شرکتی است که سرمایه آن به سهام تقسیم شده و مسئولیت صاحبان سهام محدود به مبلغ اسمی سهام آن‌ها است.

همان‌طور که بیان شد، عامل باید با سرمایه مضاربه، به تجارت بپردازد. از نظر حقوقی برای شناسایی اعمال تجارتي باید به قانون تجارت رجوع کرد و مفاد ماده ۲ قانون تجارت را در نظر داشت. بنابراین به نظر می‌رسد که اگر مالی به دیگری بدهد تا او آن را در یکی از معاملات تجاری مذکور در ماده ۲ قانون تجارت بکار گیرد تا در سود حاصل با هم شریک باشند، می‌توان چنین توافق و عقدی را مضاربه تلقی کرد و مشمول احکام و مقررات قانونی راجع به عقد مضاربه قرار داد.

^۱ - AAOIFA: Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions

از طرف دیگر با توجه به اینکه طبق بند اول ماده ۲ قانون تجارت که "خرید یا تحصیل هر نوع مال منقول" را تجاری محسوب می‌دارد و همچنین ماده ۴ قانون تجارت که صراحتاً اعلام می‌دارد "معاملات غیر منقول به هیچ وجه تجاری محسوب نمی‌شود" شرکت‌ها به طور کلی نمی‌توانند موضوع فعالیت خود را معاملات غیر منقول قرار دهند، ولی با توجه به ملاحظات فوق و به منظور توسعه عمران و آبادی، لایحه اصلاحی در ماده ۲ در قسمت شرکت‌های سهامی مقرر داشته است: "شرکت سهامی، شرکت بازرگانی محسوب می‌شود، ولو اینکه موضوع عملیات آن امور بازرگانی نباشد".

بنابراین شرکت‌های سهامی اگر موضوع فعالیت خود را عملیاتی قرار دهند که تجاری نباشد مثل اینکه موضوع عملیات آن‌ها معاملات اموال غیر منقول باشد از قبیل خانه سازی، سد سازی، احداث اتوبان، مع ذلک این شرکت‌ها بازرگانی محسوب می‌شوند. این خصوصیت منحصر به شرکت‌های سهامی است و سایر شرکت‌ها از این امتیاز برخوردار نیستند.

لذا در صورتی که موضوع فعالیت یک شرکت سهامی عمل غیر تجاری باشد آن شرکت به موجب ماده ۲ ل.ا.ق.ت به حکم قانون - نه در واقع و نفس الامر - تجاری است.

چنانچه برای شناخت مفهوم تجارت، ماده ۲ ق.ت را معیار قرار دهیم، بنابراین هرگاه شخصی به منظور تأسیس و به کار انداختن کارخانه‌ای به دیگری سرمایه دهد (بند ۴ ماده ۲ ق.ت) و قرار بگذارند که در برابر خدمات مربوط به اداره کارخانه، سود حاصل را بین خود تقسیم کنند، این پیمان تابع قواعد مضاربه است.

البته دکتر کاتوزیان پس از ذکر مثال «تأسیس و به کار انداختن کارخانه» اظهار می‌دارند که: در عرف زمان تدوین ماده ۵۴۶ ق.م این گونه کارها را تجاری نمی‌دانستند و مقصود از تجارت، داد و ستد (بند ۱ ماده قانون تجارت) یا خرید و فروش کالا به منظور سودجویی بوده است. (کاتوزیان، ۱۳۷۳ش، ص ۱۱۶)

به نظر می‌رسد این سخن و نگاه حقوقی، در مقابل کلام فقیهان، طرح جدیدی است که بر اساس آن، عملیات تجاری را از خرید و فروش به عملیات تجاری ماده ۲ قانون تجارت تسری داده است.

در نگاه مشهور فقهی، نمی‌توان صرفاً بنا به ماده ۲ قانون تجارت خیلی از امور را در دایره تجارت آورده و آن را در قرارداد مضاربه صحیح بدانیم چراکه ابعاد و احکام عقد مضاربه در فضای فقهی قابل بحث و نتیجه‌گیری است و معیار باید منابع فقهی و فتوای مشهور باشد نه صرف قانون تجارت و فضای حقوقی حقوقدانان.

بنابراین به دست آوردن سود باید از طریق تجارت باشد. و فقیهان در فرضی که تحصیل سود از طریق غیر تجارت باشد مثلاً از طریق زراعت باشد و سود را نیز بین خودشان تقسیم کنند اشکال کرده‌اند، چرا که آن چه از ادله مضاربه بدست می‌آید عنوان تجارت است. ظاهر عنوان تجارت در کلمات این گروه از فقیهان، خرید و فروش با مال المضاربه است. اما برخی حقوق دانان پا را فراتر گذاشته و بر این عقیده‌اند که هرگاه شخصی به منظور تأسیس و به کار انداختن کارخانه‌ای به دیگری سرمایه داده (بند ۴ ماده ۲ ق.ت) و قرار بگذارند که در برابر خدمات مربوط به اداره کارخانه، سود حاصل را بین خود تقسیم کنند، این پیمان تابع قواعد مضاربه است.

چیزی که در نگاه اول از این کلام به دست می‌آید مسامحه واضحی است که در آن وجود دارد، چراکه اگر بخواهیم قائل به تعمیم تجارت بشویم اولاً - هیچ دلیلی بر تعمیم آن به این چند مورد وجود ندارد؛ ثانیاً - عنوانی که در ماده ۵۴۶ ق.م. بکار رفته است ناظر به پیشینه تاریخی بحث در کتاب‌های فقهی است، نه ناظر به ماده ۲ قانون تجارت؛ چرا که قانون تجارت بعد از قانون مدنی تصویب شده است. ثالثاً - اگر بخواهیم دلیل تعمیم تجارت را ماده ۲ قانون تجارت بگیریم برخی موارد را که بر اساس مبانی قطعاً می‌تواند موضوع مضاربه قرار گیرد باید از تحت شمول آن خارج بدانیم.

به عنوان مثال، یکی از این موارد، معاملات شخصی است که تجارت شغل معمولی او نیست و بر اساس ماده یک قانون تجارت نمی‌توان او را تاجر دانست. حال آن که چنین معاملاتی از سوی این اشخاص می‌تواند موضوع عقد مضاربه قرار گیرد لذا طبق این نظر مضاربه آن هم نباید درست باشد و حال آن که تمامی فقیهان این گونه اعمال را مشمول قواعد مضاربه می‌دانند. مورد دیگر خرید و تحصیل اموال غیر منقول است که مشمول قانون تجارت نیست و عملیات تجاری محسوب نمی‌شود اما در عنوان مضاربه داخل است.

شایان ذکر است که در روایت‌های باب مضاربه، عنوان تجارت به صورت مطلق به کار رفته است و لذا سخن کسانی که می‌گویند برای شناسایی اعمال تجاری باید به حقوق تجارت رجوع کرد و مفاد ماده ۲ قانون تجارت (مصوب ۱۳۱۱ ش) را در نظر داشت، درست به نظر نمی‌رسد؛ زیرا چیزی که واضح است این است که قانون مدنی ناظر به این پیشینه فقهی است و فقه هم مستند به این گونه روایات صحیح است و به هنگام صدور روایات هم خبری از قانون تجارت نبوده است. به علاوه، این مبنا اشکالاتی هم دارد؛ مثلاً خرید و فروش کسبه جزء، مسلماً داخل در اطلاق روایات قرار می‌گیرد حال آن که بر اساس قانون تجارت، عملیات تجاری محسوب نمی‌شود.

بنابراین مراد از تجارت در عقد مضاربه و اوراق مضاربه، داد و ستد و خرید و فروش و امور بازرگانی است و شرکت‌های سهامی در صورتی که موضع فعالیت و عملیات آن‌ها، تجاری و بازرگانی نباشد، هر چند به موجب قانون تجارت، شرکت بازرگانی محسوب خواهد شد، ولی در نگاه دقیق فقهی، شرکت بازرگانی نبوده و لذا نمی‌تواند موضوع انتشار اوراق مضاربه قرار بگیرد.

۶-۱-۳-۱- تحلیل مضاربه بر مبنای شرکت

عقد مضاربه، عقدی است جایز که بر اثر آن، شرکتی مدنی بین مالک سرمایه و عامل ایجاد می‌شود و برخلاف شرکت‌های تجاری، شخصیت حقوقی ندارد. به همین جهت است که برخی فقیهان در بیان مضاربه آن را نوعی شرکت می‌دانند. در برخی از موارد نیز از آن به «شرکت المضاربه» تعبیر شده است.

یکی از ویژگی‌های مهم عقد شرکت این است که موضوع آن تابع اراده و خواست مشترک طرفین است؛ بر این اساس باید طرفین بتوانند چیزی غیر از تجارت را موضوع عقد شرکت قرار دهند و از این حیث اشکالی در آن نیست و این مطلب خصوصاً بر طبق نظر فقیهانی که شرکت وجوه و اعمال را صحیح می‌دانند واضح به نظر می‌رسد.

۶-۲- اوراق مبتنی بر عقود مبادله‌ای

۶-۲-۱- اوراق رهنی و اوراق خرید دین

در این اوراق مطالبات مدت‌دار اشخاص حقوقی از اشخاص حقیقی و حقوقی ناشی از عقود مبادله‌ای از قبیل فروش اقساطی، اجاره به شرط تملیک و جعاله (به استثنای سلف) در مقابل دریافت وجوه نقد به نهاد واسطه واگذار می‌شود.

امروزه «تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌های مالی بنگاه» یعنی تبدیل دارایی‌های مالی (مطالبات) به اوراق بهادار قابل معامله در بازار، به عنوان یکی از روش‌های نوین تأمین مالی بنگاه‌ها مورد استقبال قرار گرفته است. در این روش‌ها مطالبات شرکت با نرخ مشخصی تنزیل و به نهاد واسطه مالی فروخته می‌شود و وجوه حاصل از انتشار اوراق در اختیار شرکت قرار می‌گیرد. به این ترتیب شرکت‌ها با تبدیل یک دارایی بلندمدت (مطالبات و حساب‌های دریافتنی) به وجه نقد (دارایی جاری) سرمایه در گردش خود را بهبود می‌بخشند.

برای استفاده از این اوراق، مطالبات شرکت باید بر اساس قراردادهایی به وجود آمده باشد که این قراردادها هیچ‌گونه محدودیت یا منع قانونی، قراردادی یا قضایی برای انتقال به نهاد واسط نداشته باشند.

اوراق بهادارسازی حساب‌های دریافتی یکی از روش‌های مهم و پرکاربرد در تزریق سرمایه جدید به بنگاه‌های صنعتی است. به طور خلاصه در روش اوراق بهادارسازی، در بخش دارایی‌های جاری، حساب‌های دریافتی از ترازنامه بنگاه خارج شده و به خریدارانی که علاقه‌مند به سرمایه‌گذاری روی این دارایی‌ها هستند فروخته می‌شود.

۶-۲-۱-۱- تعریف حساب‌های دریافتی

در جریان فعالیت‌های عادی ممکن است واحدهای اقتصادی در قبال ارائه خدمت یا فروش دارایی به طور نسبی، از دیگران طلبکار شوند و معمولاً این قبیل دارایی‌ها تحت عنوان حساب‌های دریافتی نامیده می‌شود.

در مباحث مربوط به تبدیل به اوراق بهادار نمودن، معمولاً حساب دریافتی عبارت است از مطالبات تجاری که دارای سررسید کمتر از ۹۰ روز یا حداکثر کمتر از ۱۲۰ روز می‌باشد.

به طور معمول استفاده از تأمین مالی از طریق تبدیل حساب‌های دریافتی به اوراق بهادار (فاکتورینگ) زمانی مقبول است که بازده حاصل از عواید سرمایه‌گذاری شده در تولید بیش از هزینه‌های مربوط به تنزیل اسناد دریافتی باشد.

در این روش، تأمین نقدینگی سریع شرکت از طریق فروش تنزیلی مطالبات آن صورت می‌پذیرد. فرآیند استفاده از تبدیل حساب‌های دریافتی با هم جمع می‌شوند و سپس به صورت اوراق بهادار به سرمایه‌گذاران فروخته می‌شوند.

فبوزی، فرآیند تبدیل حساب‌های دریافتی به اوراق بهادار را روشی می‌داند که بر اساس آن، فروشنده از طریق فروش مقادیر معینی از حساب‌های دریافتی به نهاد واسط اقدام به تأمین مالی می‌نماید. بر پایه این روش ابتدا نهاد واسط به پشتوانه حساب‌های دریافتی از طریق انتشار اوراق اقدام به تأمین مالی و سپس اعطای آن به فروشنده می‌نماید. در نتیجه فروشنده به نقدینگی بیشتر با صرف هزینه تأمین مالی کمتر دست پیدا می‌کند. (Fabozzi, 2008)

جایگاه حساب‌های دریافتی در ترازنامه شرکت‌ها، ذیل دارایی‌های جاری است که بیشترین قدرت نقدشوندگی را دارد. به عبارت دیگر می‌توان آن‌ها را در جریان عادی عملیات شرکت طی یک سال به پول نقد تبدیل کرد. همین ویژگی سبب شده تا محققان تمرکز مطالعات خود را بر این تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار، روی دارایی‌های جاری بگذارند. (مناجاتی، ۱۳۹۰، ص ۱۶۴)

شایان ذکر است که ساده‌ترین شکل اجرایی تنزیل بروات و خرید دین^۱، تشکیل شرکت‌هایی هستند که خدمات تنزیل بروات و خرید دین را به شرکت‌های کوچک و متوسط ارائه کنند و عملکردشان بسیار شبیه به فرآیند اوراق بهادارسازی حساب‌هایی دریافتی است. این شرکت‌ها اسناد حساب‌های دریافتی را از شرکت‌ها تحویل گرفته و ارزش انتظاری نقد آن را به شرکت تحویل می‌دهند. برای شرکت‌های کوچک مکانیسم تنزیل اسناد، شیوه جایگزینی برای اوراق بهادارسازی مستقیم خواهد بود. این شیوه خصوصاً در کشورهای با قانون ورشکستگی ضعیف و ناکارآمد، محبوب است.

در فقدان یک قانون ورشکستگی کارآمد، مؤسسات مالی دشواری زیادی برای نقد کردن حساب‌های دریافتی که به عنوان وثیقه به ودیعه گذاشته‌اند، خواهند داشت. ولی در روش فاکتورینگ (بر خلاف روش وام مبتنی بر دارایی) حساب‌های دریافتی از ترازنامه شرکت وام‌گیرنده خارج شده و به شرکت تأمین مالی منتقل می‌شود.

¹ Factoring

به عبارت دیگر در روش تأمین مالی مبتنی بر دارایی، دارایی‌های موجود صرفاً نقش وثیقه برای وام دریافتی را دارند، در حالی که در روش فاکتورینگ، اسناد دریافتی عملاً منبع اصلی و مستقیم بازپرداخت بدهی‌ها خواهند بود. ادبیات توسعه مالی، شیوه فاکتورینگ را به عنوان یکی از استراتژی‌های بهبود دسترسی شرکت‌های کوچک و متوسط به سرمایه در گردش می‌داند. (قدوسی، ۱۳۹۴ش، ص ۳۹)

مبتنی بر الگوی تبدیل حساب‌های دریافتی به اوراق بهادار و بر گرفته از تجارب صکوک منتشره در کشور، می‌توان الگوی عملیاتی صکوک دین، منطبق با رویه‌های اجرایی جاری در کشور را پیشنهاد نمود.

شایان ذکر است در ادبیات مالی متعارف، شرکت‌هایی از قبیل بانک‌ها، شرکت‌های لیزینگ و... که دارایی مالی مانند وام‌های پرداختی رهنی یا غیررهنی در ترازنامه خود در سمت دارایی‌ها دارند به دو طریق از این دارایی‌ها تأمین مالی می‌کنند: نخست؛ انتقال عنوان این دارایی‌ها یعنی وام‌ها به نهاد واسط و خارج کردن آن از ترازنامه. در این روش نهاد مالی دارایی مالی خود یعنی وام‌های پرداختی را به نهاد واسط منتقل و در مقابل وجوه جمع‌آوری شده از سوی نهاد واسط از طریق انتشار اوراق در اختیار نهاد مالی قرار می‌گیرد. در روش دوم که مشابه روش اول است عنوان دارایی از ترازنامه نهاد مالی خارج نمی‌شود بلکه جریان نقدی آتی حاصل از وام‌های پرداختی نهاد مالی به نهاد واسط منتقل و در مقابل آن وجوه حاصل از انتشار اوراق که توسط نهاد واسط منتشر شده در اختیار نهاد مالی قرار می‌گیرد. نهاد مالی موظف است جریان‌های نقدی حاصل از وصول وام‌های پرداختی را وصول و به نهاد واسط پرداخت نماید.

۶-۲-۱-۲- ریسک‌های مهم صکوک دین جهت تأمین سرمایه در گردش

به این دلیل که الگوی صکوک دین بر پایه حساب‌های دریافتی شکل گرفته، لذا ریسک‌هایی که بر این حساب مترتب است را به ارث می‌برد. اگرچه سعی بر این است که مدل‌های بهینه‌تری برای مدیریت ریسک این الگو را طراحی کنیم، اما در یک نگاه کلان، مهمترین عوامل مؤثر در مدل‌سازی ریسک این الگو را می‌توان به شرح ذیل احصاء کرد:

۱- ریسک اعتباری مربوط به خریداران؛ احتمال نکول مشتریان بانی در بازپرداخت اقساط حساب‌های پرداختی خود در مواعد معین سبب زیان خریداران اوراق خواهد شد.

۲- ریسک صوری بودن معاملات؛ یکی از مشکلات کنونی، صوری بودن برخی معاملات و عدم تطابق متن قرارداد با آن چیزی است که در عمل اجرا می‌شود.

۳- ریسک نقدشوندگی؛ دشواری تبدیل صکوک دین به وجه نقد را ریسک نقدشوندگی می‌نامند. این مخاطره سرمایه‌گذاری از طریق بازارگردانی در طول دوره معاملاتی پوشش داده می‌شود.

صکوک دین با توجه به این که می‌تواند محملی برای کارایی سرمایه در گردش شرکت‌ها باشد و دارای بازار ثانوی شفاف و کارا است و در عین حال عملیات خرید و فروش در آن ریسک‌های موجود در بازار سنتی را ندارد، می‌تواند مورد استقبال سطح وسیعی از سرمایه‌گذاران و ابزار برای جذب نقدینگی آنان باشد. با این مبنا با توجه به این که نقدینگی به دلیل شرایط اقتصادی به سمت بازارهای غیر مولد و موازی رفته است، این ابزار می‌تواند با انتظام بخش از آن حجم از نقدینگی، مقدمات تبدیل آن را به سرمایه مولد فراهم آورد. (احمدی و همکاران، ۱۳۹۵ش، ص ۱۶۶)

۶-۲-۲- اوراق تجاری

یکی از مهمترین ابزارهای بازار پول، اوراق تجاری^۱ است. اوراق تجاری، ابزار بدهی تضمین شده کوتاه مدتی است که توسط شرکت، معمولاً برای تأمین مالی و برآوردن تعهدات کوتاه مدت منتشر می شود (Fabozzi, 2012) و سررسید آنها غالباً کمتر از ۲۷۰ روز است. این اوراق معمولاً توسط هیچ وثیقه ای پشتیبانی نمی شوند. شرکت های با رتبه اعتباری بالا می توانند بدون این که نرخ های بهره بالایی را پیشنهاد بدهند، برای اوراق خریدار پیدا کنند. (Hahn, 1993)

اوراق تجاری غالباً فاقد کوپن بوده و به مبلغی کمتر از ارزش اسمی آن به سرمایه گذاران فروخته می شود. این اختلاف قیمت بیانگر سودی است که در دوره زمانی باقیمانده تا سررسید اوراق به سرمایه گذار تعلق می گیرد. تمامی اوراق تجاری قابل انتقال بوده و می توانند پیش از موعد سررسید در بازار ثانوی معامله شوند؛ هرچند که اغلب این اوراق تا زمان سررسید آن نزد سرمایه گذاران باقی می ماند. (Choudhry, 2006)

اوراق تجاری اغلب برای تأمین مالی نیازهای سرمایه در گردش منتشر شده و یکی از بزرگترین ابزارهای بازار پول محسوب می شود؛ به نحوی که میزان اوراق تجاری منتشر شده در سال ۲۰۰۷ میلادی بالغ بر ۲ میلیارد دلار بوده است. یکی از دلایلی که در خصوص انتشار حجم بالای اوراق تجاری می توان بیان کرد، این است که شرکت های با رتبه اعتباری بالا اغلب می توانند وجوه مورد نیاز خود را به جای استقراض مستقیم از بانک ها، با نرخ بهره کمتر و از راه انتشار اوراق تجاری تأمین کنند.

شرکت ها در جهت تأمین مالی خود برای موارد زیر از انواع اوراق تجاری استفاده می کنند:

- تأمین مالی برای نیازهای مالی کوتاه مدت و فصلی
- تأمین مالی سرمایه در گردش مورد نیاز دائمی
- زمانی که شرکت نیاز به منابع مالی بلندمدت دارد ولی به دلیل شرایط بازار سرمایه تهیه این منابع با نرخ مورد نظر شرکت میسر نباشد، شرکت به طور موقت، نیاز مالی خود را از طریق انتشار اوراق تجاری تأمین می کند و بعد از بهبود شرایط در بازار سرمایه، به انتشار سهام با اوراق قرضه بلندمدت اقدام می کند.
- به جای استفاده از وام های بانکی، شرکت ها ترجیح می دهند از طریق انتشار این اوراق (برای دوره های کوتاه مدت) تأمین مالی کنند. (Fabozzi, 2012)

ویژگی های مهم اوراق تجاری به شرح زیر است:

- سررسید کوتاه مدت (با امکان تمدید)؛ سررسید اوراق تجاری منتشر شده از ۵ روز شروع شده و به ندرت به یک سال می رسد.
- تأمین مالی کوتاه مدت با امکان تجدید برای دوره های آتی؛ اوراق تجاری یک ابزار تأمین مالی کوتاه مدت است که جهت رفع نیازهای مالی کوتاه مدت است که جهت رفع نیازهای مالی کوتاه مدت و کمبود نقدینگی جاری و تأمین سرمایه در گردش مورد نیاز، منتشر می شود. بنابراین معمولاً برای نیازهای فصلی و دوره ای طراحی می گردد.

^۱- Commercial Papers

- بازدهی ثابت و معین؛ اوراق تجاری جزء اوراق با درآمد ثابت طبقه‌بندی می‌شود، یعنی سرمایه‌گذارانی که اوراق را با نرخ سود معین و یا با تنزیل خریداری کرده‌اند با فرض نگهداری اوراق تا سررسید، بازدهی ثابتی را که از ابتدا معین بوده است، دریافت می‌کنند و ریسک مشارکت در کسب و کار را نمی‌پذیرند.
- قابلیت بازار ثانوی؛ هرچند اوراق تجاری، کوتاه‌کدت است و معمولاً تا سررسید توسط سرمایه‌گذاران نگهداری می‌شود، اما قابلیت نقد شوندگی قبل از سررسید و معامله در بازار ثانوی را دارد.

اوراق تجاری متعارف، از مبلغی قرض حاکی است که به وسیله ناشر استقراض می‌شود و سندی که حاوی اصل و بهره قرض است، به قرض‌دهنده ارائه می‌شود. بنابراین، ماهیت آن قرض با بهره خواهد بود که از نظر شریعت اسلامی باطل است. به عبارت دیگر، این اوراق، اسناد بدهی واقعی نیستند و فروش اولیه آن‌ها هرچند به عنوان تنزیل نامیده می‌شود، ولی از باب بیع دین نخواهد بود و حقیقت آن چیزی جز قرض با بهره نیست. لذا عملیات تنزیل اوراق تجاری، در واقع اعطای قرضی از جانب دارنده اوراق خواهد بود که همراه با ربا می‌باشد. ربای قرضی به این معنا است که فردی جنس یا پولی را به فرد دیگری قرض بدهد و شرط کند که به هنگام بازگرداندن، چیزی اضافه بدهد، خواه چیز اضافی از همان جنس باشد یا جنس دیگر یا حتی خدمتی از خدمات باشد. شایان ذکر است که اکثر آیات و روایات ربا، ناظر به ربا در مورد وام‌ها و ربای قرضی هستند، همانطور که فلسفه‌های پنج‌گانه حرمت ربا (اکل مال به باطل، ظلم، تعطیلی کارهای خیر و نیکوکاری، تعطیلی کارهای سودمند تجاری، منافات داشتن با فلسفه تشکیل پول و تبدیل به کالا شدن پول) نیز عمدتاً ناظر به ربای قرضی است؛ به همین جهت تحریم این نوع از ربا از اهمیت خاصی برخوردار است.

شایان ذکر است که در شکل متعارف اوراق تجاری، چون فروش اوراق به شکل تنزیل، ناشی از دین و بدهی واقعی نمی‌باشد، با ربا مواجه خواهیم بود بنابراین در صورتی که فروش این اوراق برای پرداخت بدهی‌های واقعی باشد، مشکل ربوی بودن نداشته و مطابق با ادله تنزیل دین صحیح خواهد بود.

با توجه به این که اوراق تجاری متعارف مبتنی بر قرض و دارای شرایط ربوی می‌باشند، باید قالب و روش انتشار آن را مطابق عمومات و کلیات ادله عقود اسلامی طراحی و اجرایی نمود. برای این مهم، می‌توان اوراق تجاری را در قالب اوراق اسلامی دیگر همچون اوراق اجاره، اوراق مرابحه، اوراق سلف و اوراق جعاله نیز مورد بررسی و تطبیق قرار داد.

شایان ذکر است که اوراق مرابحه و اوراق سلف که به عنوان تأمین مالی کوتاه مدت و با سررسید کوتاه مدت مطرح است، بیش از اوراق دیگر قابلیت تطبیق با اوراق تجاری را دارد. بنابراین برای تأمین نقدینگی شرکت‌های بازرگانی، می‌توان اوراق تجاری را مبتنی بر عقود اجاره، سلف و جعاله طراحی و منتشر کرد و برای تأمین موجودی کالای تجاری شرکت‌ها نیز اوراق تجاری مبتنی بر عقد مرابحه را طراحی نمود. در اوراق سلف فروش به کسر مطابق مدت زمان دوره اوراق امکانپذیر است و در اوراق مرابحه نیز فروش به کسر اوراق ممکن است و از هر دو این ساختارها برای انتشار اوراق تجاری شرکت‌ها می‌توان استفاده نمود حتی در این ساختار مرابحه می‌توان برای تسریع در انتشار اوراق و چابکی، نهاد واسطه را حذف نمود.

۶-۲-۳- اوراق اجاره

انتشار اوراق اجاره به منظور تأمین نقدینگی برای فراهم کردن وجوه نقد و به کارگیری آن به عنوان سرمایه در گردش ابزار مناسبی است. در این اوراق دارایی‌های قابل اجاره شرکت متقاضی تأمین مالی مبنای انتشار اوراق قرار می‌گیرد و بدون اینکه دارایی مبنای

انتشار اوراق از دفاتر شرکت خارج شود، پس از انتشار اوراق، وجوه نقد به اندازه ارزش روز دارایی‌های مبنای انتشار به شرکت تزریق می‌شود.

اوراق اجاره، اوراق بهادار انتفاعی و با بازدهی معین است که بر اساس قرارداد اجاره طراحی شده است و براساس بند یک ماده یک ضوابط انتشار اوراق اجاره، این اوراق نشان‌دهنده مالکیت مشاع دارندگان آن، در دارایی مبنای انتشار اوراق است که اجاره داده می‌شود. یکی از انواع اوراق اجاره بنا به کاربرد آن، اوراق اجاره تأمین نقدینگی و سرمایه در گردش می‌باشد.

اوراق اجاره به منظور تأمین نقدینگی

گاهی بانی احتیاج به نقدینگی و سرمایه در گردش دارد. در این شیوه بانی با مراجعه به مشاور و تعیین نهاد واسطه، آمادگی خود برای فروش یکی از دارایی‌هایش را به واسطه و سپس انعقاد قرارداد اجاره همان دارایی از واسطه اعلام می‌کند. واسطه بعد از مطالعات اولیه و گرفتن مجوزهای لازم، اقدام به انتشار اوراق اجاره می‌کند، سپس با جمع‌آوری وجوه، به وکالت از طرف صاحبان اوراق اجاره، کالای سرمایه‌ای را از بانی خریداری و به قرارداد اجاره به خود بانی واگذار می‌کند و در سررسیدهای مقرر اجاره‌بهاها و حسب مورد سود ناشی از سرمایه‌گذاری مجدد بخشی از اجاره‌بها و وجوه ناشی از فروش دارایی را در سررسیدهای معین به سرمایه‌گذاران پرداخت می‌نماید. در این نوع از اوراق اجاره، نهاد واسطه، دارایی را از خود بانی به صورت نقد خریداری می‌کند، سپس همان دارایی را به قرارداد اجاره به شرط تملیک یا اجاره با اختیار فروش دارایی در سررسید اجاره با قیمت معین به خود بانی واگذار می‌کند. امکان استفاده از دارایی‌های غیرجاری شرکت‌ها برای انتشار اوراق اجاره برای سررسیدهای کمتر از یک سال نیز وجود دارد.

۶-۲-۴- اوراق منفعت

یکی دیگر از ابزارهای مفید برای تأمین سرمایه در گردش اوراق منفعت است. اوراق منفعت، اوراق بهاداری است که بر اساس آن منافع آتی حاصل از به‌کارگیری دارایی‌ها یا ارائه خدمات معین و هرگونه حقوق معین قابل نقل و انتقال برای یک دوره زمانی مشخص مبنای انتشار اوراق و تأمین مالی قرار می‌گیرد.

مثلاً درآمد حاصل از حق بهره‌برداری معادن، درآمد حاصل از خدمات هتل‌داری، درآمد حاصل از اجاره بیلبوردها، آگهی‌های تبلیغاتی، سود سهام تقسیمی، منافع ناشی از صندلی‌های هواپیما و قطار و یا منافع ناشی از یک قرارداد که برای شرکت درآمد ایجاد می‌کند مبنای انتشار اوراق قرار می‌گیرد. به این ترتیب درآمدهای آتی با نرخ مشخصی تنزیل می‌شود، به نهاد واسطه مالی واگذار می‌شود و وجوه حاصل از انتشار اوراق، در اختیار بنگاه قرار می‌گیرد.

توضیح بیشتر این‌که صاحبان دارایی‌های بادوام گاهی احتیاج به نقدینگی دارند و حاضرند برای تأمین آن، بخشی از منافع و درآمد آتی حاصل از دارایی‌های بادوام خود را پیشاپیش واگذار کنند. برای این منظور می‌توانند از اوراق منفعت استفاده کنند؛ به این بیان که صاحبان دارایی برای بخشی از منافع دارایی، اوراق منفعت استاندارد شده منتشر می‌کنند (اوراقی با ارزش اسمی یکسان که هر یک از آن‌ها حق استفاده از دارایی را برای مدت زمان معینی مشخص می‌کند)، سپس آن‌ها را در مقابل مبلغ معینی به متقاضیان واگذار می‌کنند. دارندگان اوراق می‌توانند صبر کنند و در زمان معین از آن منافع استفاده کنند، یا این‌که قبل از فرا رسیدن سررسید، به دیگران واگذار کنند.

همچنین شرکت‌ها و مؤسسه‌های خدماتی نیز همانند صاحبان دارایی بادوام گاهی برای تأمین سرمایه در گردش یا توسعه فعالیت‌های اقتصادی، نیازمند پول می‌شوند و حاضرند بخشی از خدمات آینده خود را از پیش واگذار کنند. از این روی می‌تواند از طریق انتشار اوراق منفعت خدمات آینده خود را واگذار کرده و نقدینگی مورد نیاز خود را تأمین نمایند.

۶-۲-۵- اوراق سلف موازی استاندارد

اوراق سلف موازی استاندارد نیز یکی از ابزارهای تأمین سرمایه در گردش است. این اوراق ابزار تأمین مالی کوتاه‌مدتی است که بر مبنای قرارداد سلف منتشر می‌شود و بر اساس آن عرضه‌کننده مقدار معینی از دارایی پایه را مطابق مشخصات قرارداد سلف استاندارد در ازای بهای نقد به فروش می‌رساند تا در دوره تحویل به خریدار تسلیم کند. در این مورد، دارنده اوراق می‌تواند معادل دارایی پایه خریداری شده را طی قرارداد سلف موازی استاندارد به فروش رساند، یا در سررسید با شرایط از پیش تعیین شده تسویه نقدی کند و یا در دوره تحویل اقدام به دریافت فیزیکی دارایی کند. شرکت‌های تولیدی که سرمایه در گردش لازم برای انجام فعالیت‌های تولیدی را در اختیار ندارند، می‌توانند با انتشار اوراق سلف موازی استاندارد از طریق پیش‌فروش محصولات که در مدت‌زمان معینی در آینده تولید می‌کنند، سرمایه در گردش مورد نیاز خود را تأمین کنند.

نتیجه‌گیری

با توجه به این که مدیریت تأمین مالی و سرمایه در گردش از مهمترین بخش‌های مدیریت در سازمان‌های تولیدی است که نقش بسیار مهمی در آینده بنگاه‌های اقتصادی ایفا می‌کند، تأمین مالی جهت این امر از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. بدون شک یکی از روش‌هایی که برای بهبود وضعیت سرمایه در گردش می‌تواند مورد استفاده قرار گیرد، بهره‌گیری از ابزارها و منابع بازار سرمایه و انتشار انواع اوراق بهادار است. برای تحقق این مهم، می‌توان جهت تأمین مالی سرمایه در گردش بنگاه‌ها و شرکت‌های اقتصادی، از طریق طراحی و انتشار برخی از اوراق بهادار اسلامی (صکوک) اقدام نمود.

در میان اوراق مبتنی بر عقود مشارکتی، می‌توان از اوراق وکالت، با توجه به احکام و ضوابط آن، جهت تأمین مالی سرمایه در گردش در صنایع گوناگون بهره برد. اوراق وکالت ظرفیت بسیار خوبی در جهت تأمین سرمایه در گردش دارد و می‌توان این اوراق را به صورت قابل تبدیل به سهام یا قابل تعویض با سهام نیز منتشر کرد. اما به نظر می‌رسد که استفاده از اوراق مشارکت و اوراق مضاربه به دلیل ماهیت، احکام و قواعد حاکم بر عقود آنان و موضوع مشخص این اوراق، امکان‌پذیر نباشد.

در میان اوراق مبتنی بر عقود مبادله‌ای، صکوک دین (اوراق رهنی و اوراق خرید دین) می‌تواند مورد استقبال سطح وسیعی از سرمایه‌گذاران و ابزار برای جذب نقدینگی آنان باشد. همچنین برای تأمین نقدینگی شرکت‌های بازرگانی، می‌توان اوراق تجاری را مبتنی بر عقود اجاره، سلف و جعاله طراحی و منتشر کرد و برای تأمین موجودی کالای تجاری شرکت‌ها نیز اوراق تجاری مبتنی بر عقد مرابحه را طراحی نمود.

از دیگر اوراق مبتنی بر عقود مبادله‌ای که جهت تأمین مالی سرمایه در گردش می‌توان از آن‌ها بهره برد، اوراق اجاره به منظور تأمین نقدینگی، اوراق منفعت است. شایان ذکر است که شرکت‌های تولیدی که سرمایه در گردش لازم برای انجام فعالیت‌های تولیدی را در اختیار ندارند، می‌توانند با انتشار اوراق سلف موازی استاندارد از طریق پیش‌فروش محصولات که در مدت‌زمان معینی در آینده تولید می‌کنند، سرمایه در گردش مورد نیاز خود را تأمین کنند.

منابع:

۱. ایزدی‌نیا، ناصر و عبدالله تاکی (۱۳۸۹)، «بررسی تأثیر سرمایه در گردش بر قابلیت سوددهی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، حسابداری مالی، شماره ۵
۲. پی‌نو، ریموند، (۱۳۸۶)، مدیریت مالی، علی پارسائیان و علی جهانخانی، تهران: انتشارات سمت.
۳. توتونچیان، ایرج (۱۳۷۹)، پول و بانکداری اسلامی و مقایسه آن با نظام سرمایه داری، تهران: انتشارات توانگران، چ ۱.
۴. حامد قدوسی، «سیاست‌هایی برای بهبود نظام تأمین سرمایه در گردش»، فصلنامه تازه‌های اقتصاد، زمستان ۹۳- بهار ۹۴، شماره ۱۴۴
۵. رهنمای رودپشتی، فریدون و کیانی، علی، (۱۳۸۷)، بررسی و تبیین استراتژی‌های مدیریت سرمایه در گردش در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دانش و پژوهش حسابداری، ۴ (۱۳)،
۶. سعید احمدی، محمد مهدی دژدار، «اوراق خرید دین ابزاری مؤثر در تأمین سرمایه در گردش شرکت‌ها»، فصلنامه تحقیقات مالی اسلامی، سال پنجم، شماره دوم، ۱۳۹۵،
۷. کاتوزیان، ناصر، حقوق مدنی، مشارکت‌ها-صلح؛ تهران: کتابخانه گنج دانش، ۱۳۷۳ش،
۸. مالکی‌نیا، ناهید، عسگری آلوج، حسین، و قزلباش، اعظم، (۱۳۹۰)، رابطه بین استراتژی سرمایه در گردش و معیارهای سودآوری شرکت‌های خودرو، داروسازی و کانی بورس اوراق بهادار تهران، دو فصلنامه اقتصاد پولی مالی، ش ۱۸
۹. مناجاتی، رضا، (۱۳۹۰)، آموزش گام به گام مدیریت مالی، تهران: انتشارات نگاه دانش،
۱۰. نیکومرام، هاشم. رهنمای رودپشتی، فریدون و هییتی، فرشاد. (۱۳۸۹) مبانی مدیریت مالی: جلد دوم، انتشارات ترمه، تهران.
11. Choudhry, Moorad (2006), Corporate Bound Markets, Instruments and Applications, Johan Wiley and sons, Singapore
12. Fabozzi, Frank J & Mann Steven (2012), The handbook of fixed income securities, McGraw-Hill, eighth edition
13. Fabozzi, Frank J. (2008), Handbook of Finance, New Jersey: John Wiley & Sons.
14. Hahn, K (1993), "Thomas", Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly, No.2.
15. Hill, M. D., Kelly, G. W., & Highfield, M. J. (2010). Net operating working capital behavior: a first look. Financial Management, 39(2), 783-805.
16. Lamberson M. (1995). Changes in working capital of small firms in relation to changes in economic activity, Mid-American Journal of Business, 10 (2) , 45-50