اوراق خرید دین کالایی، ابزاری برای تامین سرمایه در گردش زنجیره تولید مسکن

سید محمد رضا حبیب زاده

مدیر تامین مالی شرکت تامین سرمایه بانک مسکن

em.habibzadeh@gmail.com

جواد امینی (نویسنده مسئول)

دانشجوی دکتری مدیریت مالی دانشگاه علامه طباطبایی

ja_amini@atu.ac.ir

چکیده

امروزه لازمه تداوم فعالیت های اقتصادی دسترسی به منابع مالی به هنگام و کافی جهت تامین سرمایه در گردش بنگاه های اقتصادی است و هرگونه تصمیمی در این بخش اثرات قابل توجهی بر بازده عملیاتی واحدهای تولیدی و تجاری می گذارد.

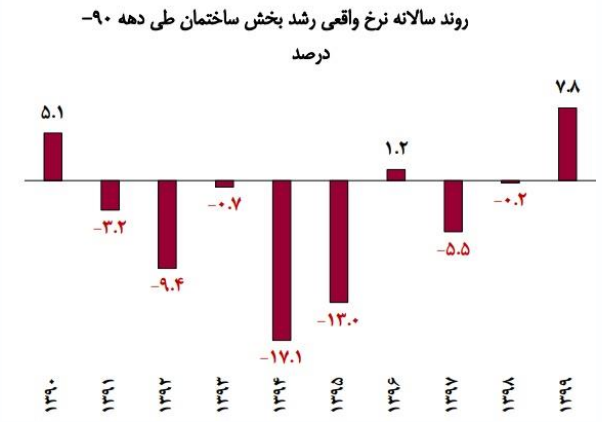
در شرایط کنونی با توجه به لزوم تولید و عرضه انبوه مسکن برای پاسخ به تقاضای انباشته خانوارها و از طرف دیگر فقدان ظرفیت و توان کافی در پاسخگویی به تقاضای روز افزون تسهیلات بانکی، روند دسترسی به منابع مالی برای تولیدکنندگان زنجیره تامین صنعت ساختمان دشوارتر و منجر به ایجاد وضعیت نامطلوب و مدیریت نامناسب سرمایه در گردش شده است. از این رو یکی از الزامات بهبود فضای تولید و عرضه مسکن، کارآمدی در تامین سرمایه درگردش شرکت های تولیدی مصالح ساختمانی از طریق توسعه روش های دستیابی به منابع مالی کوتاه مدت از بازار سرمایه است.

این پژوهش با استفاده از مطالعات کتابخانه ای و با روش توصیفی-تحلیلی به دنبال این فرضیه است که طبق معیارهای مالی و اقتصادی، اوراق خرید دین کالایی می تواند به عنوان ابزار مناسب در جهت تامین سرمایه در گردش زنجیره تامین صنعت ساختمان بکار گرفته شود. اوراق خرید دین کالا نوعی از اوراق بهادار با نام برمبنای بیع دین است که به منظور خرید مطالبات ناشی از قراردادهای نسیه، در بورس کالای ایران منتشر می شود. در این روش تأمین مالی، تولیدکننده زنجیره تامین ساختمان می تواند محصولات خود را به صورت نسیه در بستر معاملاتی شفاف بورس کالای ایران به فروش برساند و سپس برای نقد کردن این مطالبات مدت دار با سررسید کمتر از یکسال، اقدام به انتشار اوراق مذکور نماید. با توجه به تحقیقات صورت گرفته در حوزه اوراق بهادار، صکوک دین کالایی مبتنی بر حساب های دریافتنی به عنوان الگویی نوین جهت کارآمدی سرمایه در گردش شرکت های زنجیره تامین ساختمان در بازار مالی ایران پیشنهاد می شود.

واژگان کلیدی: اوراق خرید دین کالایی ، سرمایه در گردش، زنجیره تولید، مسکن ،صکوک

۱-مقدمه

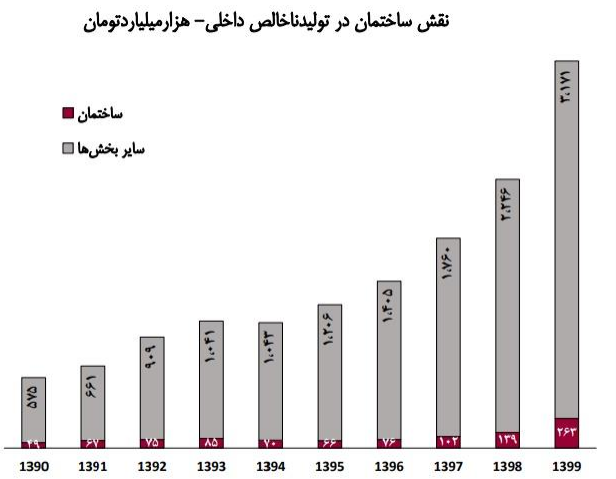
طی سالهای اخیر توسعه بازار مسکن در کشور و وجود نوسان های شدید در میزان عرضه و تقاضای این کالا که اغلب ناشی از تغییرات صورت گرفته در قیمت های ساخت و خرید و فروش این کالا می باشد، تمرکز اقتصاددانان و سیاست گذاران را به خود جلب کرده است . بخش مسکن از دو لحاظ حائز اهمیت است، چراکه از یک سو تأمین کننده یکی از اساسی ترین نیازهای اجتماعی انسان یعنی سرپناه است. از سوی دیگر، مسکن به عنوان کالایی است که با سایر بازارها و بخشهای اقتصادی حلقه های ارتباطی پسین و پیشین قوی دارد و همچنین به عنوان دارایی مهم عامل ذخیره ثروت و منبع درآمد نیز خواهد بود . امروز شاید به جرأت بتوان گفت که در هر اقتصادی، بخش مسکن ضمن برخورداری از ویژگی پیشرانی، یکی از مؤثرترین بخش های اقتصادی هر جامعه است، به نحوی که با بهبود و رونق اقتصادی بخش مذکور، سایر بخش های اقتصادی هم این قابلیت را پیدا می کنند که در مسیر رونق و شکوفایی به حرکت در آیند. به عبارت بهتر، بخش مسکن همچون موتور محرکه رشد و توسعه اقتصادی عمل می نماید. ارتباط پیشین و پسین متعدد و متنوع با دیگر بخش ها و زیربخش های اقتصادی، اثر گذاری سرمایه گذاری بخش مسکن بر اشتغال، تولید و مصرف سبب شده است که بخش مسکن از طریق تأثیر بر مخارج مصرفی و سرمایه گذاری، رشد اقتصادی و تولید ناخالص داخلی را تحت تأثیر قرار دهد. به همین علت توجه به بخش مسکن و فراهم آوری شرایط ایجاد رونق در بخش مذکور، به ویژه در دوران رکود و بروز پدیده هایی همچون تورم و بیکاری در اقتصاد، حائز اهمیت است. مسکن در ایران سهم عمده ای از تولید ناخالص داخلی، سرمایه گذاری و اشتغال را در بر داشته و برای بسیاری از فعالیت های اقتصادی نقش تسهیل گر و محرک را ایفا می نماید. سهم مسکن در تشکیل سرمایه ثابت ناخالص در حدود ۳۰ درصد بوده و از این منظر بخش کاملا اثر گذاری در اقتصاد محسوب می گردد.لازم به توضیح است که به دلیل گستردگی مواد اولیه مورد نیاز و نوع فرایند تولید، مسکن دارای ارتباط های پیشین و پسین متعددی با دیگر بخش های صنعت و خدمات داشته، به طوری که تعداد ۷۸ رابطه پیشین و در حدود ۵۹ رابطه پسین برای بخش مسکن با دیگر بخش های اقتصادی در کشور برآورد شده است. (بت شکن، ملک ، ۱۳۹۹) در شکل ۱ روند سالانه نرخ واقعی رشد بخش ساختمان طی دهه ۹۰ گزارش شده است.



نمودار ۱-روند سالانه نرخ رشد واقعی بخش ساختمان طی دهه ۹۰(منبع بانک مرکزی)

سهم مسکن و ساختمان از اشتغال مستقیم کشور حدود ۱۲ درصد و تعداد شاغلان این بخش ۳،۱ میلیون نفر می باشد.همچنین سهم مسکن و ساختمان از تشکیل سرمایه ثابت حدود ۳۰ درصد، سهم از تسهیلات بانکی حدود ۸،۸ درصد و سهم این بخش از کل گردش

تقدینگی کشور بین ۲۰ الی ۳۰ درصد برآورد میگردد. (بت شکن، ملک ، ۱۳۹۹) در نمودار ۲ سهم صنعت ساختمان در تولید ناخالص داخلی طی دهه ۹۰ گزارش شده است.



نمودار۲-نقش ساختمان در تولید ناخالص داخلی طی دهه ۹۰(منبع بانک مرکزی)

برخی دیگر از ویژگی های بخش مسکن ایران که آن را از دیگر بخش های اقتصاد متمایز می سازد، به شرح ذیل قابل ذکر می باشد:

۱- همه عوامل ساخت مسکن داخلی بوده و نیاز به واردات در این بخش حداقل است

۲- شاخص پیوند پیشین بخش مسکن و ساختمان در ایران عموما در مرتبه یک تا سه قرار داشته، به طوری که رونق بخش مسکن در ایران می تواند در اقتصاد ایران بسیار تأثیر گذار باشد.

۳- به ازای هر ۵۲ متر مربع یک شغل به صورت مستقیم و به مدت یک سال ایجاد می گردد.

۴- در طی ۱۰ سال آینده، سالانه به طور متوسط ۱/۴ میلیون واحد مسکونی در کشور مورد نیاز است (عباسی نژاد و یاوری، ۱۳۸۸).

در نتیجه ویژگی های بخش مسکن مبنی بر خودکفایی، خاصیت پیش رانی، توان جذب نقدینگی و اشتغال زایی بالا وجود تقاضای تضمین شده و ... این بخش را به عنوان عاملی محرک در چرخه اقتصاد کشور و تحقق اهداف رشد اقتصادی بدل کرده است.

یکی از پیش شرط های تولید برای هر بنگاه اقتصادی، تامین سرمایه و منابع مالی مورد نیاز جهت تأمین هزینه های به کارگیری نیروی انسانی، تجهیزات و مواد اولیه تولیدی می باشد. تأمین مالی بنگاه ها جهت سرمایه در گردش و یا پوشش هزینه های اجرای طرح ها و پروژه های اقتصادی از طرق مختلفی نظیر ارائه تسهیلات بانکی، انتشار اوراق بدهی و یا ترکیبی از روش های مذکور به صورت تأمین مالی ساختار یافته قابل انجام است. در شرایط رکود و رونق اقتصادی، شرایط دسترسی به منابع مالی مورد نیاز برای بنگاه ها متفاوت است. در وضعیت کمبود تقاضای مؤثر، به دلیل وجود پول راکد نسبتا زیاد در اقتصاد و پایین بودن نرخ اجاره سرمایه، تقاضای سرمایه گذاری کاهش یافته و تأمین مالی بنگاه ها بیشتر از طریق بازار پول و اعطای تسهیلات بانکی صورت می گیرد؛ اما در شرایط بالا بودن نرخ سود سرمایه گذاری و بالطبع افزایش تمایل سرمایه گذاران به سرمایه گذاری، امکان بهتری نسبت به اخذ تسهیلات بانکی برای بنگاه ها جهت تأمین مالی از طریق انتشار اوراق در بازار سرمایه فراهم می شود. طی سال های اخیر به منظور استفاده از ظرفیت های بازار سرمایه و با عنایت به محدودیت منابع مالی بانک ها جهت تأمین اعتبار طرح های تولیدی و ارائه تسهیلات به بنگاه های اقتصادی، ضمن هماهنگی با سازمان بورس و اوراق

بهادار، زمینه تعامل و هم افزایی هرچه بیشتر بازارهای پول و سرمایه از طریق استفاده از ابزارهای بدهی و توسعه پرتفوی خدمات تأمین مالی فراهم آماده است و انتظار می رود با توسعه روش های نوین تأمین مالی از طریق بازار سرمایه، این اوراق در آینده با اقبال بیشتری مواجه گردند.(بت شکن، ملک ، ۱۳۹۹)

یکی از مهم ترین مشکلات در بخش مسکن، چگونگی تأمین مالی در دو سمت عرضه و تقاضا، آن هم با توجه به تنگنای مالی موجود در اقتصاد کشور بوده است، تأمین مالی مسکن در دو مرحله ساخت و خرید اتفاق می افتد. متناسب با نوع پروژه، شیوه تأمین مالی متفاوت است؛ به عبارت دیگر اگر در تأمین مالی، توجه به سمت عرضه بازار باشد، تأمین مالی مبتنی بر عرضه صورت گرفته و در صورتی که هدف تقویت بخش تقاضا از طریق ارتقای قدرت خرید متقاضیان باشد، تأمین مالی مبتنی بر تقاضا انجام پذیرفته است. نظام تأمین مالی مسکن در ایران عمدتا متوجه شیوه تأمین مالی خرید مبتنی بر تقاضا است. (عبده تبریزی، ۱۳۹۲)

۲-مبانی علمی و ادبیات پژوهش

۲-۱ مفهوم سرمایه در گردش

برای سرمایه در گردش دو تعریف کارکردی میتوان ارائه کرد. تعریف اول، از دید ترازنامه ای به مسئله نگاه میکند و سرمایه در گردش را به عنوان تفاضل بین دارایی های جاری بنگاه ها (شامل حسابهای دریافتنی، موجودی کالای اولیه و ساخته شده و پول نقد) و بدهیهای جاری (شامل حساب های پرداختنی و بدهی کوتاه مدت) تعریف میکند. سرمایه در گردش به نوعی منبع «نقدینگی» بنگاه است و نشان میدهد که بنگاه با چه سرعتی میتواند تعهدات کوتاه مدت خود (مثل پرداخت به تأمین کنندگان 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 حساب های دریافتنی و پرداختنی بتواند مازادی در بخش سرمایه در گردش خلق کند (به عنوان مثال با افزایش دوره پرداخت و کاهش دوره دریافت مطالبات) سرمایه در گردش منبعی برای تزریق جریان نقدی در پروژه های بلندمدت شرکت خواهد بود. در مقابل اگر وصول مطالبات طولانی تر از دوره پرداخت ها باشد، بنگاه با سرمایه در گردش منفی مواجه است. با این تعریف سرمایه در گردش نقش ضربه گیر 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 (به عنوان 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 غیر بهینه از فرآیند تولید را انتخاب کند. (قدوسی، ۱۳۹۴ش، ص۳۷). به عبارت دیگر، سرمایه در گردش یک واحد انتفاعی مجموع مبالغی است که در دارایی های جاری سرمایه گذاری میشود. تفاوت بدهی های جاری از دارایی های جاری به عنوان خالص سرمایه در گردش تعریف میشود. (نیکومرام و همکاران، ۱۳۸۹ش، ج۲ ،ص۲۱۱)

۲-۲ مدیریت مالی زنجیره تامین

مفهوم مدیریت مالی زنجیره تامین از تعریف ساده مدیریت جریان نقدینگی(اعم از پرداخت مالی یا تامین مالی کوتاه مدت بین اعضای یک زنجیره شروع شده و در برخی دیگر از تعاریف بر مدیریت هزینه های سرمایه گذاری یا تامین مالی برای کل زنجیره تامین و نحوه کاهش این هزینه ها توسعه می یابد. بنا بر تعریف دیگر مفهوم FSCM[1] شامل فراهم آوردن ابزارهای نوین تامین مالی برای زنجیره های تامین توسط بانک و موسسات طرف سوم ارائه دهنده خدمات مالی به عنوان شرکای زنجیره تامین است.رویکردی دیگر مدیریت مالی زنجیره تامین را مجموعه ای از فرآیندها می داند که تبادل نقدینگی،موجودی ها و مدیریت اطلاعات در طول زنجیره تامین را شامل می شود.در این مفهوم FSCM مجموعه ای از فرآیندهای بین کارکردی است که نظام های کلیدی مرتبط با ریسک،سرمایه در گردش و جریان اطلاعات را مدیریت می کند. هدف نهایی مدیریت مالی زنجیره تامین،حصول شفافیت و نمایانی در طول فرآیندهای خرید تا پرداخت و سفارش تا نقد شدن می باشد.(Presutti, W., Mawhinney. J., (2007)

۳-۲ تامین مالی زنجیره ای (SCF)

در گذشته نه چندان دور در رویکردهای سنتی که برای بهبود سرمایه در گردش و چرخه نقد تا نقد مورد استفاده قرار می گرفت تمرکز بر یک کسب وکار بوده و توجه چندانی به دیگر ارکان زنجیره وجود نداشت.به نحوی که استفاده از این رویکرد اگرچه منجر به بهبودهای موضعی جریان مالی و سرمایه در گردش برای یک بنگاه به خصوص و در بخشی از رنجیره تامین میگردد ولیکن با برهم خوردن تعادل جریان مالی در دیگر بخش های زنجیره مشکلاتی را باعث می شود.برای ممانعت از بروز این نوع مشکلات ضروری است کسب وکارها متعادل سازی و بهینه سازی مقدار سرمایه در گردش کل زنجیره را بر بهینه سازی سرمایه در گردش خود ترجیح داده و از این طریق افزایش سودآوری و کاهش ریسک کل زنجیره را ملاک قرار دهند.این تفکر منجر به شکل گیری مفهوم تامین مالی زنجیره ای SCF[2] شد که به دنبال فراهم سازی فرصت هایی است که در آن سرمایه در گردش کل اجزای درگیر در زنجیره بهبود یابد (Hofmann, E., 2005) SCF. مجموعه ای از تکنیک ها،رویکردها و ابزارهای مالی است که برای بهینه سازی تراکنش ها ، سرمایه در گردش و هزینه ها در سرتاسر زنجیره تامین ،از طراحی تا مدیریت خدمات پس از فروش و تمام مراحل برنامه ریزی،تامین،تدارکات،تولید،،مدیریت انبار و توزیع مورد استفاده قرار می گیرد. دلیل توجه به متعادل سازی سرمایه در گردش در برابر حداقل نمودن آن ارتباط ایمن موضوع به دو فاکتور سودآوری و ریسک اعتبار یک کسب وکار است . از جانب دیگر در تئوری مدیریت مالی زنجیره تامین تلاش میشود ضمن مدیریت سرمایه در گردش هر یک از بنگاه های عضو زنجیره، به مدیریت سرمایه در گردش کل زنجیره به صورت یکپارچه توجه شده تا سرمایه در گردش کل زنجیره بهینه گردد. بر این اساس می توان گفت که سرمایه در گردش و هزینه ها در سرتاسر زنجیره تأمین، از طراحی محصول تا مدیریت خدمات پس از فروش و تمام مراحل برنامه ریزی، تأمین تدارکات، تولید، مدیریت انبار و توزیع مورد استفاده قرار قرار میگیرد. البته برای SFC تعریف دیگری نیز ارائه شده است. به عنوان نمونه برخی از منابع SFC را بیانگر ابزارهای مالی در دسترس جهت تامین سرمایه برای کالاها و محصولات سراسر زنجیره تامین و از لحظه حرکت آنها تا مقصد می دانند.. برخی دیگر نیز SFC را ترکیبی از تامین مالی تجاری که توسط یک موسسه مالی یا یک فروشنده طرف سوم یا خود سازمان در بستر تکنولوژیکی می دانند که منجر به اتحاد و یکسان سازی مبادلات الکترونیکی طرف های معامله شده و تامین مالی را بر اساس وقوع یک یا چند رویداد در زنجیره تامین آغاز می نمایند. هدف نهایی SFC بهینه سازی سرمایه در گردش کل زنجیره تامین می باشد.

از این رو میتوان گفت که SCF شرایط و فرصت هایی را برای همکاری ارکان زنجیره تامین فراهم ساخته که در آن کلیه طرف های تراکنش منتفع شده و سرمایه در گردش کل زنجیره بهبود می یابد. البته باید به این نکته نیز توجه داشت که از ابزارها و رویکرد های مناسب برای هر زنجیره استفاده گردد (Wuttke et al ,2016). به همین منظور جهت بررسی میزان جذابیت ابزارهای تأمین مالی برای زنجیره تامین

[1] Financial Supply Chain Management (FSCM)
[2] Supply Chain Finance

از دو منظر زمان و هزینه های سرویس تاکید شده است. بررسی های مرتبط با این تحقیق موید آن است که هزینه های اولیه مرتبط با این خدمات می تواند تاثیر قابل توجهی در مدت زمان اولیه معرفی این خدمات داشته باشد (Wuttke et al ,2016) .بررسی های انجام شده موید آن است که برای زنجیره تامین هایی که در آنها هزینه های تولید نسبتا پایین است استفاده از اعتبار تجاری به جای اعتبار بانکی اثرات بهتری در کاهش قیمت تمام شده دارد. اما برای زنجیره هایی که در آنها هزینه های تولید بالا است استفاده از اعتبار بانکی موثرتر می باشد

به عنوان جمع بندی مفاهیم ارائه شده می توان گفت می توان گفت FSCM به عنوان الگویی مناسب برای مدیریت و بهینه سازی جریان نقدینگی و تامین مالی در سرتاسر زنجیره ارزش کسب و کارها، آنها را قادر می سازد که جریان نقدینگی و سرمایه در گردش را در سرتاسر زنجیره تامین خود مدیریت و بهینه نمایند. با توجه به ماهیت پویای مباحث مالی زنجیره تامین، مدیران مالی سازمان ها (CFO[۲]) نیازمند استفاده از ابزارهای، تکنیک ها و راه حل های متنوعی هستند تا به اهداف مرتبط با سرمایه در گردش کسب و کار خود نائل شوند. این ابزارها و تکنیک ها در واقع روش های مختلف تامین مالی زنجیره ای (SCF) هستند و باید تا اندازه ای اساسی و اصولی باشند که اثرات مثبتی را بر جریان مالی زنجیره تامین کسب و کار مورد نظر فراهم نمایند. کاهش هزینه های تأمین مالی و بهینه سازی جریان نقدینگی در زنجیره های تأمین را می توان جزو عملکردهای اصلی SCF به شمار آورد. SCF به گونه ای تنظیم شده است تا محرکی برای توسعه زنجیره تأمین، تعدیل ریسک و ایجاد ارزش از طریق بهبود عملکرد عملیاتی مرتبط با سازماندهی منابع مالی باشد.(Fairchild., 2005)

در سال های اخیر به ویژه بعد از بحران مالی جهانی، حجم تأمین مالی زیرساخت از طریق انتشار اوراق بهادار، روند رو به رشدی را تجربه نموده است که نشان دهنده فرصت های جدید در این حوزه است. در دهه گذشته به واسطه کسری بودجه دولت و تنگنای سیستم بانکی کشور، توجه ها را به راهکارهای نوین تأمین مالی برای پروژه های تولید مسکن معطوف شده است. از این رو استفاده از ظرفیت بخش خصوصی از طریق بازار سرمایه می تواند گزینه مناسبی باشد که خود مستلزم وجود ابزارها و نهادهای مالی مناسب است که در بستری از قوانین و مقررات دقیق و شفاف ارائه شده باشند. در شرایط کنونی با توجه به لزوم تولید و عرضه انبوه مسکن برای پاسخ به تقاضای انباشته خانوارها و از طرف دیگر فقدان ظرفیت و توان کافی در پاسخگویی به تقاضای روز افزون تسهیلات بانکی ، روند دسترسی به منابع مالی برای تولیدکنندگان زنجیره تامین صنعت ساختمان دشوارتر و منجر به ایجاد وضعیت نامطلوب و مدیریت نامناسب سرمایه در گردش و نتیجتا کاهش ظرفیت تولید شده است. از این رو یکی از الزامات بهبود فضای تولید و عرضه مسکن، کارآمدی در تامین سرمایه درگردش شرکت های تولیدی مصالح ساختمانی از طریق توسعه روش های دستیابی به منابع مالی کوتاه مدت از بازار سرمایه است

این پژوهش با استفاده از مطالعات کتابخانه ای و با روش توصیفی-تحلیلی به دنبال این فرضیه است که طبق معیارهای مالی و اقتصادی، اوراق خرید دین کالایی می تواند به عنوان ابزار مناسب در جهت تامین سرمایه در گردش زنجیره تامین صنعت ساختمان به کار گرفته شود.

[۲] Chief Financial Officer

۳-پیشینه پژوهش

در ایران در زمینه انتشار اوراق خرید دین کالایی به صورت خاص تحقیقی انجام نگرفته است. اما در مورد انتشار اوراق مبتنی بر دارایی ها و حساب های دریافتنی بنگاه ها و الگوی مدیریت مالی زنجیره تامین پژوهش هایی صورت گرفته است که به ذکر نمونه های از این تحقیقات می پردازیم.

فقهی کاشانی (۱۳۸۵) در کتاب خود با عنوان «تبدیل به اوراق بهادارسازی داراییها (وام ها در صنعت بانکداری» به بررسی انواع دارایی های قابل تبدیل به اوراق بهادار، هزینه های مرتبط با این فرایند، تسهیلات و شرایط بازاری لازم برای رشد تبدیل دارایی ها به اوراق بهادار پرداخته است.

سروش (۱۳۸۷) در مقاله خود با عنوان «اوراق مشارکت رهنی ابزاری نوین در تأمین مالی بانکها»، ضمن بررسی فقهی و مالیاتی اوراق بهادار با پشتوانه تسهیلات رهنی، اوراق مشارکت رهنی جهت تأمین مالی بانکها (به ویژه در بخش مسکن) را پیشنهاد نموده است.

موسویان (۱۳۸۸) در مقاله خود با عنوان «صکوک مرابحه ابزار مالی مناسب برای بازار پول و سرمایه اسلامی» ضمن بررسی عقد مرابحه از منظر فقه اسلامی به کاربرد آن در تأمین مالی در صورت تبدیل به اوراق بهادار نمودن دارایی های مبتنی بر این عقد پرداخته و در نهایت با بررسی روابط فقهی و حقوقی در این فرآیند، مدلی برای این شیوه ارائه نموده است.

موسویان و همکاران (۱۳۹۰) در مقاله خود با عنوان «اوراق بهادار (صکوک) بانکی؛ تبدیل تسهیلات بانکی به اوراق بهادار در بانکداری بدون ربا» با بیان عقود مختلفی که در سیستم بانکداری قابل تبدیل شدن به اوراق بهادار هستند، ریسک ها و مزایایی که هریک از عقود دارند را بررسی کرده اند.

میثمی (۱۳۹۳) در مقاله خود با عنوان «صکوک بیع دین، ابزاری نوین جهت سیاست گذاری پولی بانک مرکزی به بررسی روش های عملیاتی اوراق بهادارسازی بدهی های دولت و بانک ها به بانک مرکزی بر پایه عقد دین جهت سیاستگذاری پولی پرداخته است. ایشان معتقد است بانک مرکزی تاکنون جهت انجام عملیات بازار باز صرفا از ابزار اوراق مشارکت استفاده نموده است، در حالی که این ابزار محدودیت های خاص خود را داشته و لازم است با استفاده از نوآوری های صنعت بانکداری اسلامی به ویژه در طراحی اوراق بهادار اسلامی (صکوک)، ابزارهایی را جایگزین نمود که با مبانی فقه امامیه سازگار تر باشند. از جمله مهم ترین این ابزارها، صکوک بیع دین میباشد. نتایج این پژوهش نشان می دهد در قوانین موجود کشور، به بانک مرکزی اجازه انتشار بیع دین داده نشده و استفاده از این ابزار را صرفا برای بانک ها مجاز شمرده است که ضروریست در این رابطه مقررات لازم تصویب گردد.

احمدی و دژدار(۱۳۹۴) در مقاله خود با عنوان «اوراق خرید دین ابزاری موثر در تامین سرمایه در گردش شرکت ها» با بررسی اهمیت سرمایه در گردش برای کسب وکار بنگاه های اقتصادی و لزوم مدیریت صحیح این بخش در خلق ارزش و سودآوری شرکت، استفاده از ظرفیت صکوک خرید دین بر پایه حساب های دریافتنی را پیشنهاد می نمایند

زندیه و زندیه (۱۳۹۴) در مقاله خود با عنوان «جایگاه اوراق بهادارسازی در رشد و توسعه اقتصادی کشورها -با تاکید بر نیاز به گسترش بازار اوراق بهادارسازی در ایران» از طریق آزمون آماری دریافتند که رابطه معناداری میان توسعه بازارهای اوراق بهادارسازی و میزان آزادی تامین مالی در برخی کشورهای توسعه یافته برای رشد اقتصادی آن ها وجود دارد. ایشان همچنین ثابت کردند که همبستگی خطی مثبت معناداری میان رشد انتشار ابزارهای مالی اسلامی (صکوک) به عنوان تامین مالی ساختار یافته و به تعبیری اوراق بهادارسازی با شاخص کل آزادی اقتصادی و شاخص های آزادی سرمایه گذاری و تامین مالی درکشورهای مسلمان در حال توسعه منتخب وجود دارد.

فتح اله و نجفی(۱۳۹۵) در مقاله خود با عنوان « توسعه الگوی مدیریت مالی زنجیره تامین و تامین مالی زنجیره ای» با اشاره به مشکلات و پیچیدگی های مدیریت جریان های مالی،نقدینگی و سرمایه در گردش بنگاه ها و شرکای تجاری، چارچوبی جهت بهره گیری موثر از نظام مدیریت جریان مالی را ارئه می نماید.

صدیقی و ریاحی(۱۳۹۶) در مقاله خود با عنوان« ارزیابی تاثیر مدیریت جریان مالی زنجیره تامین بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» با بررسی داده های فصلی ۳۷ شرکت از دو صنعت دارو و سیمان نشان دادند که دوره وصول مطالبات،دوره گردش کالا و دوره گردش عملیات تاثیر معکوس و معناداری بر عملکرد شرکت ها دارد و شرکت ها می توانند با اتخاذ تدابیر و سیاست هایی در زمینه جریان مالی زنجیره تامین، عملکرد شرکت را بهبود بخشند.

حجم مطالعات صورت گرفته در زمینه تبدیل به اوراق بهادار نمودن حساب های دریافتنی در سطح بین الملل گسترده می باشد که در ذیل به مرور تعدادی از تحقیقات مرتبط با موضوع مورد مطالعه پرداخته می شود.

فبوزی (۲۰۰۸) در کتاب خود با عنوان «دائره المعارف مالی»، فرآیند تبدیل حساب های دریافتنی به اوراق بهادار را روشی می داند که بر اساس آن، فروشنده از طریق فروش مقادیر معینی از حساب های دریافتنی به نهاد واسط اقدام به تأمین مالی می نماید. بر پایه این روش، ابتدا نهاد واسط به پشتوانه حساب های دریافتنی از طریق فروشنده به نقدینگی بیشتر با صرف هزینه تأمین مالی کمتر دست پیدا می کند. همچنین در این روش، ساختارها و رویه ها برای هر فروشنده به طور قابل توجهی متفاوت از یکدیگر است و این امر می تواند محیطی برای بهینه سازی و دستیابی به بهترین حالت ممکن را فراهم آورد.

کورگائونکار (۲۰۰۹) در مقاله ای تحت عنوان «تبدیل حساب های دریافتنی به اوراق بهادار و بنگاه های غیرمالی» با مطالعه تبدیل این حساب ها به اوراق بهادار در شرکت های غیرمالی در سال های ۲۰۰۷ و ۲۰۰۹ دریافت که استفاده از این روش در تأمین منابع نقدی برای آن دسته از شرکت هایی که دارای ویژگی هایی چون اندازه بزرگ، بالا بودن حجم حساب های دریافتنی و پایین بودن ریسک اعتباری هستند، مناسب تر است. در این پژوهش مشاهده شد که تبدیل حساب های دریافتی به اوراق بهادار به عنوان یک روش مطمئن در تأمین مالی، توانایی این را دارد که برای استفاده کنندگان ارزش اقتصادی ایجاد کند. همچنین این روش می تواند به صاحبان شرکت کمک کند تا بر مسائل نمایندگی ناشی از افزون شدن بدهی ها فایق آیند.

لوی (۲۰۱۰) در مقاله خود با عنوان «تأمین مالی از طریق حساب های دریافتنی و عدم تقارن اطلاعاتی» به بررسی اثر عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سایر افراد در استفاده از تأمین مالی حساب های دریافتنی شرکت می پردازد. او بیان می کند که احتمال استفاده از تأمین مالی از طریق حساب های دریافتنی در حالت عدم تقارن اطلاعاتی افزایش می یابد.

لئام و واتکینز (۲۰۱۲) در گزارش خود تحت عنوان «راهنمای مقایسه ای در مباحث حقوقی بین المللی تبدیل به اوراق بهادار نمودن »نتیجه می گیرند که با استفاده از فرآیند تبدیل حساب های دریافتنی به اوراق بهادار می توان کمبود منابع نقدی را جبران نمود و از این روش در کنار سایر روش ها از قبیل استفاده از ابزارهای تأمین مالی با بازدهی بالا با استفاده از تسهیلات موجود در بازار در جهت تأمین منابع مالی برای اجرای برنامه های شرکت سود جست.

کرله و گلیفر (۲۰۱۳) در مقاله خود با عنوان «چشم انداز تبدیل حساب های دریافتنی به اوراق بهادار در اروپا»، به بازبینی و به روزرسانی در تحقیق مؤسسهٔ دمیکا طی سالهای ۲۰۱۱ و ۲۰۱۲ از میان ۶۰ بانک مهم اروپا در خصوص روند رشد تبدیل حساب های دریافتی تجاری به اوراق بهادار، می پردازند. ایشان معتقدند مهم ترین عاملی که این فرآیند را به عنوان روشی برای تأمین مالی، جذاب می نماید آن است که به جای توجه به اقلام ترازنامه و نسبت های آن، صرفا به ریسک حساب های دریافتنی توجه می شود. به عبارت دیگر نرخ تأمین مالی صرفا بر پایه ریسک نکول مشتری نهایی تعیین می شود نه بر اساس رتبه اعتباری فروشنده. بنابراین اغلب اوقات نرخ تأمین

مالی از این روش نسبت به سایر روش های دیگر کمتر می باشد. نتایج تحقیق نشان میدهد تبدیل حساب های دریافتنی تجاری به اوراق بهادار نه تنها از بحران مالی ۲۰۰۸ و حوادث پس از آن مصون مانده است بلکه پیش بینی می شود رشد استفاده از این ابزار در سالهای آتی بیشتر شود.

ما (۲۰۲۱) در مقاله خود با عنوان«اوراق بهادار سازی دارایی ها و توسعه شرکت ها در بازارهای تولید» با بررسی شرکت های فعال در صنعت املاک و مستغلات کشور چین، به این نتیجه رسید که پس از استفاده از ظرفیت تامین مالی از طریق اوراق بهادار مبتنی بر دارایی، توسعه دهندگان با توان و اشتیاق بیشتری به خرید املاک اقدام می نمایند.

تحقیق پیش رو بر امکان انتشار این نوع اوراق بهادار براساس ساز و کارهای موجود در کشور متمرکز شده و در صدد است با استفاده از ظرفیت قرارداد خرید دین به طراحی صکوک دین کالایی اقدام نماید.

۴-تعریف حسابهای دریافتنی

در جریان فعالیت های عادی ممکن است واحدهای اقتصادی در قبال ارائه خدمت یا فروش دارایی به طور نسیه، از دیگران طلبکار شوند و معمولا این قبیل دارایی ها تحت عنوان حساب های دریافتنی نامیده می شوند. عموما در صورت های مالی حساب ها و اسناد دریافتنی تجاری از سایر حساب ها و اسناد دریافتنی مجزا می شود. اصطلاح تجاری برای حساب ها و اسناد دریافتنی بکار می رود که در قبال فروش کالا با ارائه خدمات ایجاد شده باشد. حساب ها و اسناد دریافتنی براساس خالص ارزش بازیافتنی منعکس می شود.

۵-ضرورت تبدیل حساب های دریافتنی به اوراق بهادار

جایگاه حساب های دریافتنی در ترازنامه شرکت ها، ذیل دارایی های جاری می باشد که بیشترین قدرت نقدشوندگی را دارند. به عبارت دیگر، می توان 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 برای تبدیل دارایی ها به اوراق بهادار، روی دارایی های جاری بگذارند (مناجاتی، ۱۳۹۰، ص۳۹).

بنگاه های اقتصادی به دلیل عواملی چون عدم دریافت حساب های دریافتنی در موعد مقرر، بازپرداخت بدهی ها و عدم توجیه پذیری اقتصادی نگهداری حساب های دریافتنی به دلیل عدم ایجاد بازدهی آنها، قادر به استفاده وجوه نقد خود را به صورت کارا در چرخه عملیاتی بنگاه نمی باشد

به طور معمول استفاده از تأمین مالی از طریق تبدیل حساب های دریافتی به اوراق بهادار(فاکتورینگ) زمانی مقبول است که بازده حاصل از عواید سرمایه گذاری شده در تولید بیش از هزینه های مربوط به تنزیل اسناد دریافتنی باشد، بنابراین مقایسه بین بازده سرمایه گذاری در تولید با هزینه فرصت از دست دادن بازده حاصل از سرمایه گذاری وجوه نقد و هزینه های مربوط به استفاده از خدمات فاکتورینگ در تعیین میزان فاکتورینگ بسیار ضروری می باشد. و به طور کلی، شرکت فروشنده با در نظر گرفتن دو عامل میزان جریان وجه نقد مورد انتظار و مدت زمان وجود جریان وجه نقد در پایین ترین حد، اقدام به استفاده از مکانیسم فاکتورینگ جهت تأمین سرمایه در گردش مورد نیاز می نماید. (احمدی،دژدار،۱۳۹۶). موارد زیر از مهم ترین عواملی است که ضرورت انجام فرایند تبدیل حساب های دریافتنی به اوراق بهادار را تبیین می کند:

- عدم بازپرداخت تعهدات در موعد مقرر و عدم تخمین در زمان بندی ورود وخروج نقدینگی؛

- غیر منطقی به نظر رسیدن نگهداری بیش از حد حساب های دریافتنی درترازنامه بنگاه ها به علت عدم بازدهی؛

-عدم استفاده کارا از وجوه نقد حاصل از دریافت حساب های دریافتنی در چرخه عملیاتی بنگاه ها به علت بازپرداخت همزمان بدهی ها؛

- استفاده از مزیت معافیت مالیاتی در صورت تبدیل حساب های دریافتنی به اوراق بهادار.

جهت درک اهمیت اقتصادی تأمین مالی از طریق تبدیل به اوراق بهادار نمودن، تحقیقی روی ۵۴ بنگاه که از تبدیل به حساب های دریافتنی خود به اوراق بهادار استفاده کرده اند صورت گرفت. با مشاهده بازدهی یک ماه قبل و بعد از انجام این روش، دیده شد که بازدهی مثبت غیرنرمالی برای استفاده کنندگان از این روش وجود دارد به این صورت که به طور متوسط حدودا بازدهی آنها ۱٪ بالاتر از حالت معمول بود. همچنین بازدهی در مدت زمان یک ماه قبل تا دو ماه بعد از استفاده از این روش حدودا ۵٪ بالاتر از حد معمول بود. این شواهد بیانگر آن است که استفاده از تبدیل حساب های دریافتی به اوراق بهادار ارزش اقتصادی ایجاد می کند (Korgaonkar, Sanket, 2009)

۶-فرآیند واگذاری حساب های دریافتنی تبدیل به اوراق بهادار شده

بنگاهی که از طریق تبدیل حساب های دریافتی به اوراق بهادار تأمین مالی می کند و برای خود بدهی ایجاد می کند، این کار را به پشتوانه جریان های نقدی که از طریق حساب های دریافتنی به دست می آورد، انجام می دهد. همانطور که مایرز در سال ۱۹۷۷ بیان کرد این روش سبب می شود تا مشکلات نمایندگی ناشی از بدهی های غیر مطمئن کاهش یابد زیرا بنگاه می داند که باید جریان های نقدی حاصل از حساب های دریافتنی را جهت پاسخگویی به تعهدات نسبت به خریداران اوراق بهادار صرف کند بنابراین از گرفتن تصمیمات غیربهینه خودداری می کنند.

در این روش، تأمین نقدینگی سریع شرکت از طریق فروش تنزیلی مطالبات آن صورت می پذیرد. مبلغی که باید بابت خرید اسناد و مطالبات پرداخت شود به طول عمر آن دارایی بستگی دارد. فرآیند استفاده از تبدیل حساب های دریافتنی به اوراق بهادار به این صورت است که مجموعه ای از حساب های دریافتنی با هم جمع می شوند و سپس به صورت اوراق بهادار به سرمایه گذاران فروخته می شوند.

۷- اوراق خرید دین

خرید دین، قراردادی است که به موجب آن شخص ثالثی، دین مدت دار بدهکار را به کمتر از مبلغ اسمی آن به صورت نقدی از داین خریداری میکند. مبلغ اسمی رقمی است که در متن اسناد و اوراق تجاری ذکر گردیده و حاکی از میزان دین میباشد .در جریان فعالیتهای عادی ممکن است واحدهای اقتصادی در قبال ارائه خدمت یا فروش دارایی به طور نسیه، از دیگران طلبکار شوند و معمولا این قبیل دارایی ها تحت عنوان حسابهای دریافتنی نامیده میشوند .جایگاه حساب های دریافتنی در ترازنامه شرکت ها، ذیل دارایی ها جاری میباشد که بیشترین قدرت نقدشوندگی را دارند. 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 برای تبدیل دارایی ها به اوراق بهادار، روی دارایی های جاری بگذارند. از آنجا که فروش یا واگذاری حساب های دریافتنی یک نوع انتقال مالکیت دارایی ها و ریسک های مربوط به آن از شرکت فروشنده به نهاد خریدار است، از قراردادهای استاندارد استفاده میشود. در بین ابزارهای مالی اسلامی اوراق خرید دین عام بهترین ابزار برای نیل به این هدف است. این نوع اوراق می تواند ناشی از تنزیل هر نوع دینی باشد که این دیون ویژگی های ذکر شده در شرایط دین را داشته باشد، این دیون می توانند شامل دیون دولت به پیمانکاران، حساب های دریافتنی شرکت ها، دیون اثبات شده بابت هر نوع فعالیت تجاری و اقتصادی باشند.

۸- مبانی فقهی صکوک دین

بیع دین یکی از مصادیق کاربردی بیع است. در اصطلاح فقیهان، دین به هر مال کلی گفته میشود که به واسطه یکی از اسباب بر ذمه شخص دیگری ثابت میگردد. به عبارت ساده تر، دین طلبی است که یک فرد از فرد دیگر دارد. هر چند مقوله بیع دین از مباحث اختلافی

بین شیعه و اهل سنت و همچنین خود فقهای امامیه است، اما در مجموع میتوان مدعی بود که مشهور فقهای شیعه (برخلاف مشهور فقهای اهل سنت)، بیع دین به غیر دین را جایز می شمارند؛ اعم از اینکه دین به خود مدیون و یا به شخص ثالث فروخته شود (احمدی و دژدار، ۱۳۹۵)

علی رغم مشروعیت اصل بیع دین، در این معامله ضوابط مشخصی وجود دارد که باید در ابزارسازی به آنها توجه نمود که عبارت اند از:

- ✓ دیونی میتوانند بر اساس عقد بیع دین تنزیل شوند که واقعی باشند و نه صوری. از این رو تنزیل اسناد تجاری صوری که مبتنی بر معاملات واقعی نیستند، باطل است
- ✓ کاهش دین در مقابل پرداخت زودتر بدهکار یا شخص ثالث (تنزیل) صحیح است
- ✓ افزودن بر مبلغ دین در ازای تمدید زمان بازپرداخت، ربای جاهلی و حرام است.

بطور کلی از منظر حقوقی، عمده بحث بیع دین در قوانین کشور در تنزیل اسناد تجاری از طرف بانک ها مطرح است و تا سال ۱۳۹۰ عملیات مربوط به خرید دین بر مبنای «آئین نامه موقت تنزیل اسناد و اوراق تجاری و مقررات اجرایی آن» و دستورالعمل اجرایی اعتبار در حساب جاری در قالب خرید دین که در جلسه مورخ ۱۳۹۱/۰۸/۲۹ و اصلاحیه آئین نامه مذکور که در تاریخ ۱۳۹۶/۰۹/۲۶ در شورای پول و اعتبار به تصویب رسیده بود، انجام می پذیرفت. از سال ۱۳۹۰، قرارداد خرید دین به صورت رسمی وارد قوانین بانکی شد و مطابق ماده ۹۸ قانون برنامه پنجم توسعه، عقد خرید دین به عقود مندرج در فصل سوم قانون عملیات بانکی بدون ربا اضافه گردید (میثمی، ۱۳۹۳، ص۱۱۸).

۹- بازار ثانویه صکوک دین

اوراق دین تا زمان سررسید قابلیت خرید و فروش در بازار ثانویه را دارند. فروشنده ورقه که تا زمان فروش مالک سهم مشاع پرتفوی دین بوده سهم خود را به خریدار واگذار مینماید. خریدار هنگام خرید نسبت به شرایط مندرج در ضمن قرارداد که در بیانیه ثبت اوراق به تفصیل بیان شده است، آگاهی کامل دارد و با پذیرش شرط اقدام به خرید میکند. بنابراین همانگونه که اصل قرارداد در بازار اولیه صحیح است، انتقال آن به دیگری در بازار ثانویه نیز فاقد اشکال میباشد. به موجب قوانین جاری در بازار سرمایه، وظیفه اصلی رونق بازار ثانویه اوراق بهادار بر عهده بازارگردان است (احمدی و دژدار، ۱۳۹۵)

۱۰- اوراق خرید دین کالایی

این نوع اوراق خرید دین که صرفاً برای فروشندگان کالا در بورس های کالایی پیش بینی شده است اوراق بهادار با نامی است که به منظور خرید مطالبات با سررسید کمتر از یکسال، ناشی از قراردادهای نسیه در بورس کالای ایران منتشر می شود. در این روش تأمین مالی، تولیدکننده محصولات تولیدی را به صورت نسیه در بستر معاملاتی بورس کالای ایران به فروش می رساند. سپس مطابق با دستورالعمل خرید دین کالایی برای نقد کردن مطالبات مدت دار خویش اقدام به انتشار اوراق مذکور می نماید.

۱۱- مزایای انتشار اوراق خرید دین کالایی

۱. تامین مالی تولید کننده
۲. نقدشوندگی مطالبات پیش از موعد سررسید
۳. تشویق به فروش نسیه با ضمانت معاملات توسط بورس کالا
۴. حمایت از بخش تولیدی و صنعت با جذب سرمایه های عمومی
۵. ابزاری مناسب برای تحریک اقتصاد در شرایط رکودی
۶. تامین مواد اولیه مورد نیاز مصرف کنندگان واسطه ای و نهایی با پرداخت مدت دار
۷. هدایت پس انداز جامعه به سمت بخش واقعی اقتصاد
۸. معافیت از مالیات بر درآمد : بر اساس تبصره ۱ ماده ۷ قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید؛ تمامی درآمدهای صندوق سرمایه گذاری در چارچوب این قانون و تمامی درآمدهای حاصل از سرمایه گذاری در اوراق بهادار موضوع بند ۲۴ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران مصوب ۱۳۸۴ و درآمدهای حاصل از نقل و انتقال این اوراق یا درآمدهای حاصل از صدور و ابطال آنها از پرداخت مالیات بر درآمد و مالیات بر ارزش افزوده موضوع قانون مالیات بر ارزش افزوده مصوب ۱۳۸۷/۰۳/۰۲ معاف می باشد و از بابت نقل و انتقال آنها و صدور و ابطال اوراق بهادار یاد شده مالیاتی مطالبه نخواهد شد.

۱۲- فرآیند عملیاتی تامین مالی از طریق اوراق خرید دین در بستر بورس کالای ایران

- **عرضه محصول یا کالا به روش نسیه در بازار فیزیکی بورس کالا توسط فروشنده**

در این مرحله شرکت تولیدی حوزه مصالح ساختمانی با مراجعه به مشاور پذیرش(کارگزاری یا شرکت تامین سرمایه) و تنظیم درخواست به بورس کالا، امیدنامه اوراق را منتشر می نماید.هیئت پذیرش پس از بررسی مدارک و گزارشات نسبت به صدور مجوز اقدام کرده و پس از تودیع تضامین مورد نیاز توسط فروشنده اطلاعیه عرضه فروش نسیه منتشر خواهد شد

- **تودیع تضامین اولیه جهت ثبت سفارش توسط خریداران**

خریداران محصولات نیز می بایست از سه طریق زیر نسبت به تودیع تضامین اقدام نمایند

- ✓ واریز ۱۰ درصد وجه نقد ارزش تقاضا به حساب وکالتی
- ✓ ارائه ضمانت نامه بانکی
- ✓ اخذ اعتبار از فروشنده

- **برگزاری حراج در بازار فیزیکی**

پس از اعلام حراج ، قیمت معامله و خریداران نهایی در تالار معاملاتی مشخص و به صورت حراج یک طرفه یا ناپیوسته معامله انجام می شود.

فرآیند تسویه و تحویل بعد از انجام معامله

در این مرحله نیز خریداران از طریق سه روش زیر می بایست فرآیند تسویه را به سرانجام برسانند:

الف-گشایش اعتبار اسنادی نزد بانک های مورد تایید به ذینفعی عرضه کننده و ارائه سند تسویه اعتباری به اتاق پایاپای

ب-تودیع ضمانت نامه متناسب با ارزش کل تعهدات نزد اتاق پایاپای

ج-تودیع تضامین متناسب با ارزش کل تعهدات نزد اتاق پایاپای

فروشنده نیز باید نسبت به ارائه سند تعهد پرداخت بانک گشایش کننده اعتبار اسنادی و انتقال سند به نام اتاق پایاپای و نیز مستندات تحویل کالا(شامل ارائه فرم مربوط به رضایت خریدار از کمیت و کیفیت کالا) اقدام نماید

- **انتشار اوراق خرید دین و امکان انجام معاملات ثانویه**

پس از ارسال تاییدیه اتاق پایاپای به بورس و تاییدیه کمیته عرضه و سازمان بورس طی مهلت قانونی ،عرضه اولیه اوراق خرید دین با نقش آفرینی متعهد پذیره نویسی انجام شده و بعد از آن معاملات ثانویه شروع خواهد شد

شایان ذکر است روند بازدهی این اوراق تابعی از دو عامل مهم نرخ بهره تعادلی و وضعیت عرضه و تقاضای اوراق در بازار خواهد بود.

- **پرداخت مطالبات به دارندگان اوراق در سررسید**

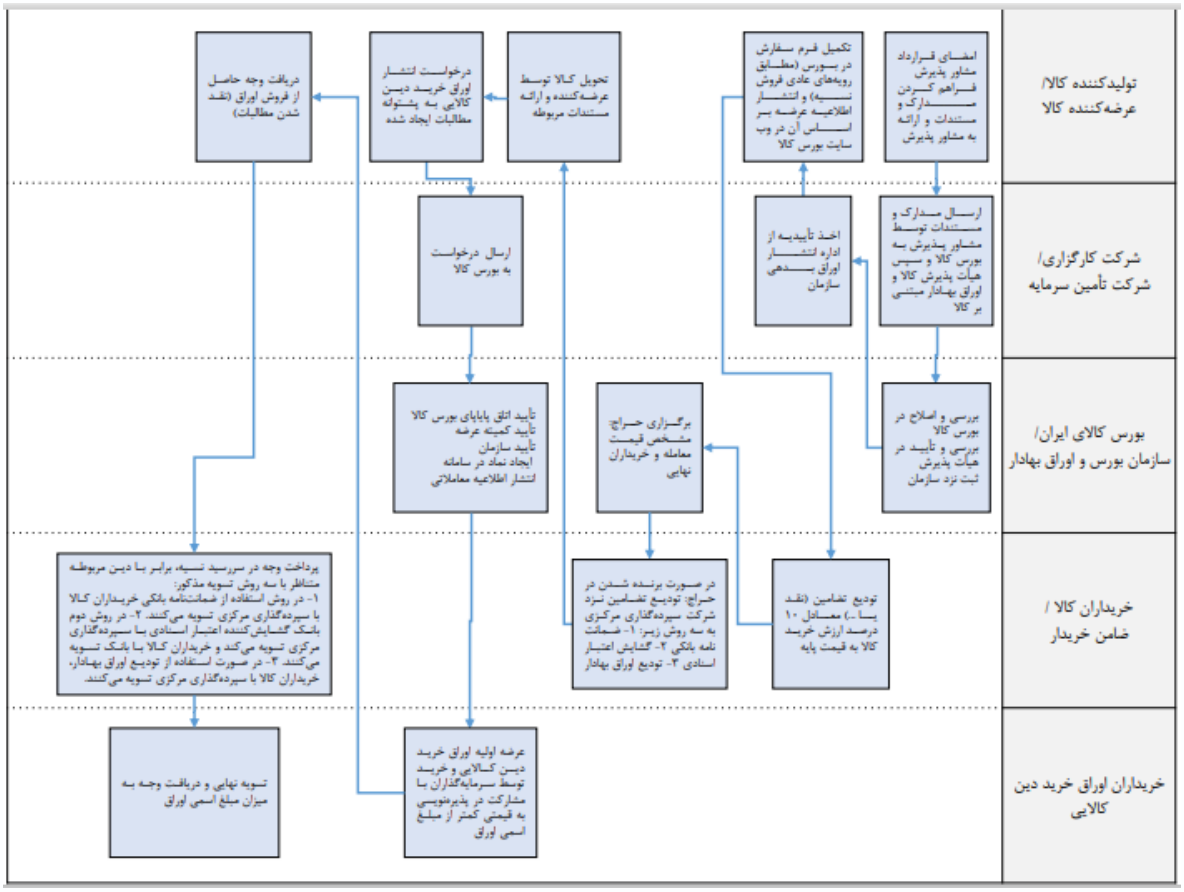
در پایان موعد سررسید اوراق مطالبات سرمایه گذاران و خریداران اوراق با اتاق پایاپای از طریق سه روش ذیل انجام خواهد شد

الف-روش اعتبار اسنادی: واریز وجه در سررسید به حساب اتاق پایاپای توسط بانک گشاینده اعتبار اسنادی (خریداران کالا با بانک تسویه خواهند کرد)

ب-روش ضمانت ضامن بانکی: مطابق با رویه معمول خریدارن در سررسید معادل ارزش اسمی اوراق را به حساب اتاق پایاپای واریز می نمایند.در صورت نکول خریدار واریز وجه توسط ضامن بانکی انجام میشود

ج-تودیع تضامین نزد اتاق پایاپای: در این روش نیز در صورت نکول خریدار،اتاق پایاپای راساً نسبه به نقد کردن تضامین جهت وصول اصل بدهی و خسارت اقدام خواهد کرد

فرآیند انتشار اوراق خرید دین کالایی در نمودار ۳ ارائه شده است.(بورس کالای ایران،۱۳۹۹)



نمودار۳-فرآیند انتشار اوراق خرید دین کالایی

۱۳- ریسک های مهم اوراق خرید دین کالا

به این دلیل که الگوی صکوک دین کالا بر پایه حساب های دریافتنی شکل گرفته، لذا ریسک هایی که بر این حساب مترتب است را به ارث میبرد. در یک نگاه کلان، مهمترین عوامل مؤثر در مدل سازی ریسک این الگو را میتوان به شرح ذیل احصاء کرد :

۱) ریسک اعتباری مربوط به دارندگان اوراق؛ احتمال نکول مشتریان در تسویه ارزش اسمی اوراق خود در موعد معین سبب زیان دارندگان اوراق خواهد شد. مطابق با رویه جاری اوراق خرید دین کالایی، با توجه به لزوم ارائه ضمانت های بانکی، اعتبار اسنادی و تودیع وثایق از طرف خریداران نزد اتاق پایاپای بورس کالا، ریسک نکول برای دارندگان اوراق به طور کامل پوشش داده می شود.

۲) ریسک صوری بودن معاملات؛ یکی از مشکلات کنونی در بانکداری اسلامی ، صوری بودن برخی معاملات و عدم تطابق متن قرارداد با آن چیزی است که در عمل اجرا میشود.فراگیر شدن این امر به ویژه در ابزارهایی مانندخرید دین می تواند مشکل ساز شود.دین واقعی که ناشی از معاملات واقعی است ،ضمن مشروعیت تحت ضوابطی از قابلیت داد و ستد در بازار ثانویه برخوردار

است. ولی اگر اسناد بدهی فروخته شده بر مبنای یک بدهی واقعی شکل نگرفته باشد حجم انبوهی از تراکنش های صوری در معاملات پدید می آید که پشتوانه حقیقی ندارد و موجب بر هم خوردن تعادل بازار و بروز فساد می شود.با توجه به فرآیند تعریف شده در اوراق خرید دین کالایی، عرضه محصول و انجام معاملات در بستر کاملا شفاف بازار فیزیکی بورس کالا انجام شده و کلیه اسناد فروش و تحویل کالا قبل از انتشار اوراق، جهت بررسی و صدور مجوز به هیئت پذیرش ارائه میگردد.

۳) ریسک نقدشوندگی؛ دشواری تبدیل صکوک دین به وجه نقد را ریسک نقدشوندگی می نامند. این مخاطره سرمایه گذاری از طریق بازارگردانی در طول دوره معاملاتی پوشش داده میشود .به عبارت دیگر بازارگردان همواره به قیمتی که متناسب با دوره نگهداری اوراق توسط سرمایه گذار است،ورقه صکوک دین را بازخرید کرده و بنابراین ریسکی از این بابت متصور نمی باشد.

اوراق خرید دین کالا با توجه به اینکه می تواند محملی برای کارایی سرمایه در گردش شرکت ها باشد و دارای بازار ثانویه شفاف و کارا است و در عین حال عملیات خرید و فروش آن ریسک های موجود در بازار سنتی را ندارد می تواند مورد استقبال سطح وسیعی از سرمایه گذاران و ابزاری برای جذب نقدینگی آنها باشد.. با این مبنا با توجه به برنامه جهش تولید مسکن در کشور به منظور پاسخ به تقاضای خانوارها و لزوم تسهیل در تامین سرمایه در گردش شرکت های تولیدی زنجیره تامین ساختمان (فولاد،سیمان،کاشی و سرامیک،پلیمر و...) ، این ابزار می تواند با انتظام بخشی از حجم نقدینگی بازار، مقدمات تبدیل آن به سرمایه مولد را فراهم آورد.

۱۴- جمع بندی و پیشنهادات

در سال های اخیر، علاوه بر رشد بنگاه های اقتصادی از لحاظ تعداد و دامنه فعالیت، بر حجم تقاضای تسهیلات نیز افزوده شده و فشار بر سیستم بانکی برای تأمین مالی افزایش یافته است. به گونه ای که ضعف در تجهیز منابع باعث شده تا بخش خصوصی در دستیابی به منابع مالی با تنگنای جدی مواجه شود.

با توجه به اهمیت سرمایه در گردش برای کسب و کار شرکت های تولیدی زنجیره تامین صنعت ساختمان و از آنجا که دارایی های جاری بخش قابل توجهی از کل دارایی های آنان را تشکیل میدهد، لزوم بهره ورسازی حساب های دریافتنی و مطالبات این شرکت ها در دوره رکود و کاهش رشد اقتصادی بیش از پیش احساس میشود . این در حالی است که مدیریت صحیح این بخش می تواند تأثیر بسزایی بر ریسک و سودآوری شرکت های و بالتبع تسهیل در عرضه پایدار مصالح ساختمانی و تسریع در پیشرفت پروژه های تولید مسکن داشته باشد. صکوک یکی از رایج ترین و متداول ترین ابزارهای تامین مالی از طریق بازار سرمایه است که در جریان تبدیل دارایی ها به اوراق بهادار شکل گرفته است و ضمن در برداشتن کارایی و عملکرد ابزارهای متعارف مالی، به طور مستقیم با فعالیت های بخش حقیقی اقتصاد ارتباط دارد. در این تحقیق سعی شده است براساس سازوکارهای قانونی موجود در کشور و با استفاده از ظرفیت قرارداد خرید دین به تبیین و پیاده سازی صکوک دین کالایی بر پایه فروش نسیه کالا پرداخته شود.با استفاده از این ظرفیت از طرفی تولیدکنندگان مصالح ساختمانی می توانند ضمن ارائه شرایط فروش نسیه ، نسبت به نقد کردن مطالبات با انتشار اوراق خرید دین اقدام نمایند. از طرف دیگر شرکت های انبوه ساز و پیمانکاری ساختمان نیز قادر خواهند بود نسبت به تامین مصالح ساختمانی با سرعت بیشتر اقدام نمایند و بدین طریق موجب افزایش بهره وری در عملکرد زنجیره تامین مسکن شود. به منظور توسعه و پیشبری الگوی فوق الذکر موارد ذیل پیشنهاد می شود.

۱) طراحی مدل های بهینه پوشش ریسک اوراق بهادار صکوک دین کالا به ویژه در زمینه

- ✓ تسهیل در فرآیند عملیاتی و اجرایی برای شرکت های تولیدی و خریداران کالا
- ✓ حذف رکن ضامن اوراق خرید دین کالایی برای شرکت های خریدار و فروشنده دارای رتبه اعتباری بالا
- ✓ ارائه ضمانت نامه های مورد نیاز توسط صندوق ملی مسکن و سایر نهادهای ذیربط به منظور تسهیل در تامین سرمایه در گردش طرح های بزرگ و ملی تولید مسکن
- ✓ کاهش هزینه های تامین مالی از طریق تبیین نقشه استراتژی فرآیند انتشار

۲) مهندسی مالی اوراق بهادار خرید دین کالا از جمله :

- ✓ اوراق خرید دین کالا قابل تعویض یا تبدیل به سهام پروژه های انبوه سازی مسکن
- ✓ طراحی صندوق های سرمایه گذاری خرید دین
- ✓ طراحی صندوق های سرمایه گذاری کالا جهت نقش آفرینی بهینه در ابزارهای درآمد ثابت کالایی

۳) طراحی الگوهای قیمت گذاری برای تبدیل سایر اجزای حساب های دریافتنی شرکت های تولیدی به اوراق بهادار

تقدیر و تشکر

این تحقیق با حمایت شرکت تامین سرمایه بانک مسکن انجام شده است. بدین وسیله مراتب قدردانی و تشکر خود را از تامین سرمایه بانک مسکن ابراز می نماییم.

منابع و مآخذ

۱.بت شکن،محمد هاشم و ملک،هومن (۱۳۹۹)، تامین مالی مسکن،تهران : انتشارات دانشگاه علامه طباطبایی ، ۱۳۹۹

۲.عبده تبریزی،حسین.(۱۳۹۲).نظام تامین مالی، بیست و سومین همایش سالانه سیاست های پولی و ارزی،ثبات اقتصادی و حمایت از تولید.پژوهشکده پولی و بانکی

۳.عباسی نژاد،حسین،یاری ، محمد (۱۳۸۸). تاثیر شوک های نفتی بر قیمت مسکن در ایران.فصلنامه پژوهش های اقتصادی ۹ ،۷۷-۵۵

۴. 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

۵. حامد قدوسی، »سیاستهایی برای بهبود نظام تأمین سرمایه در گردش«، فصلنامه تازههای اقتصاد، زمستان ۹۳ -بهار ۹۴ ، شماره ۱۴۴

۶. نیکومرام، هاشم. رهنمای رودپشتی، فریدون و هیبتی، فرشاد.)۱۳۸۹)مبانی مدیریت مالی: جلد دوم، انتشارات ترمه، تهران.

۷. فقهی کاشانی، محمد (۱۳۸۵)، تبدیل به اوراق بهادار سازی داراییها (وامها) در صنعت بانکداری، تهران: پژوهشکده پولی و بانکی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.

۸. سروش، ابوذر (۱۳۸۷)، «اوراق مشارکت رهنی ابزاری نوین در تأمین مالی بانکها»، اقتصاد اسلامی، شماره ۲۹، صص ۱۹۳-۱۸۸

۹. موسویان، سیدعباس (۱۳۸۸)، «صکوک مرابحه ابزار مالی مناسب برای بازار پول و سرمایه اسلامی»، پول و اقتصاد، شماره ۱۱، صص ۳۲-۹.

۱۰.موسویان، سیدعباس، بلال فریدی وثوق و علی فرهادیان (۱۳۹۰)، «اوراق بهادار (صکوک) بانکی؛ تبدیل تسهیلات بانکی به اوراق بهادار در بانکداری بدون رباه، تحقیقات مالی اسلامی، شماره ۱، صص ۱۵۰-۱۱۷

۱۱.صفائی، محمد (۱۳۹۲)، «صکوک ترکیبی مشارکت - وکالت ابزاری نوین برای تأمین مالی«،تهران: ششمین کنفرانس توسعه نظام مالی در ایران، دانشگاه صنعتی شریف

۱۲.میثمی، حسین (۱۳۹۳)، «صکوک بیع دین به عنوان ابزار سیاست پولی، تازه های اقتصادی،شماره ۱۴۳،صص۱۱۸-۱۲۰

۱۳. احمدی، سعید، دژدار، محمد مهدی، (۱۳۹۵). اوراق خرید دین ابزاری موثر در تامین سرمایه در گردش شرکت ها، نشریه تحقیقات مالی اسلامی، ۵(۱۰)، ۱۵۵-۱۹۲.

۱۴. زندیه، وحید، زندیه، سعید، (۱۳۹۴). جایگاه اوراق بهادارسازی در رشد و توسعه اقتصادی کشورها (با تاکید بر نیاز به گسترش بازار اوراق بهادارسازی در ایران)، فصلنامه دانش سرمایه گذاری، ۴(۱۶)، ۲۴۰-۲۲۱

۱۵. فتح الله، مهدی، نجفی، مهدی (۱۳۹۶). توسعه الگوی مدیریت مالی زنجیره تامین و تامین مالی زنجیره ای، نشریه پژوهشهای مهندسی صنایع در سیستمهای تولید، ۴(۹)، ۲۶۹-۲۵۷.

۱۶. صدیقی، روح الله ،ریاحی، محبوبه ،(۱۳۹۶). ارزیابی تاثیر مدیریت جریان مالی زنجیره تامین بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۴(۵۶)، ۱۵۴-۱۳۳.

۱۷.مناجاتی، رضا (۱۳۹۰)، آموزش گام به گام مدیریت مالی، تهران: انتشارات نگاه دانش

۱۸.بورس کالای ایران؛«آشنایی با نحوه انجام معاملات اوراق خرید دین کالایی»؛۱۳۹۹

19. Presutti, W., Mawhinney. J., (2007). “The supply chain-finance link”, Supply Chain Mng. Rev.

20.Hofmann, E., (2005). “Supply chain finance: some conceptual insights”, Lasch R, Janker CG.

21.Wuttke, D.A., Blome, C., Sebastian, H., Protopappa-Sieke, M., (2016). “Supply chain finance: Optimal introduction and adoption decisions”, International Journal of Production Economics, 178: 72–81

22.Fairchild. A., (2005). “Intelligent matching: integrating efficiencies in the financial supply chain”, Supply Chain Management International Journal, 10(4): 244-248

23.Fabozzi, Frank J. (2008), Handbook of Finance, New Jersey: John Wiley & Sons

24.Korgaonkar, Sanket (2009), "Receivables Securitization & the On-Financial Firm", the Wharton School, University of Pennsylvania.

25.Levy, Hagit, (2010), "Accounts Receivable Financing and Information Asymmetry", Columbia University

26.Latham & Watkins, (2012), "The International Comparative Legal Guide to: Securitisation 2012", Global Legal Group Ltd

27.Kerle, Phillip & Gullifer, Louise (2013), "The Future of Trade Receivables Securitization in Europe", Journal of Structured Finance, Vol.19, No.1.

28.Ma, Chao. "Asset Securitization and Firm Expansion in Product Markets: Evidence from the Real Estate Development Industry." *Available at SSRN 3850503* (2021).