

## اوراق خرید دین ابزاری مؤثر در تأمین سرمایه در گردش شرکتها

سعید احمدی\*

تاریخ دریافت: ۹۴/۰۷/۱۱

محمد مهدی دژدار\*\*

تاریخ پذیرش: ۹۴/۱۲/۱۱

### چکیده

امروزه لازمه تداوم فعالیت‌های اقتصادی، دسترسی به منابع مالی به‌هنگام و کافی جهت تأمین سرمایه در گردش بنگاه‌های اقتصادی است و هرگونه تصمیمی در این بخش اثرات قابل توجهی بر بازده عملیاتی واحد تجاری می‌گذارد و منجر به تغییر ارزش شرکت و نهایتاً ثروت سهامداران خواهد گردید. در شرایط کنونی، حجم بالای مطالبات معوق بانک‌ها و به تبع آن فقدان ظرفیت و توان کافی آنها در پاسخگویی به تقاضای روزافزون تسهیلات، روند دسترسی به منابع مالی را مشکل‌تر کرده است که این امر منجر به ایجاد وضعیت نامطلوب و مدیریت نامناسب سرمایه در گردش شده و شرکت‌ها توانایی رقابت خود را از دست می‌دهند. از این رو یکی از الزامات بهبود فضای کسب و کار بنگاه‌های اقتصادی، کارآمدی در تأمین سرمایه در گردش از طریق توسعه روش‌های دستیابی به منابع مالی کوتاه‌مدت از بازار سرمایه است. در این نوشتار که با روش توصیفی تحلیلی و با رویکردی فقهی صورت می‌پذیرد، کوشش شده است با توجه به الزامات شرعی و قانونی کشور، به تبیین مدلی جهت انتشار اوراقی که منجر به کارآمدی سرمایه در گردش بنگاه‌ها می‌شود، پرداخته شود؛ از این رو با توجه به تحقیقات و تجربیات صورت گرفته در کشور در حوزه اوراق بهادار، صکوک دین مبتنی بر حساب‌های دریافتی<sup>۱</sup> به عنوان الگویی نوین جهت کارآمدی سرمایه در گردش بنگاه‌ها در بازار مالی ایران پیشنهاد می‌شود.

### واژگان کلیدی

صکوک، صکوک دین، بیع دین، سرمایه در گردش، حساب‌های دریافتی

طبقه‌بندی JEL: G32, G31

\* دانش‌آموخته کارشناسی ارشد معارف اسلامی و مدیریت مالی دانشگاه امام صادق (ع) (نویسنده مسئول)

saeidahmadi83@gmail.com

mmdj.finance@gmail.com

\*\* دانشجوی دکتری معارف اسلامی و مدیریت مالی دانشگاه امام صادق (ع)

## مقدمه

جهان در عصر کنونی مملو از دیون و بدهی‌ها است و دلیل آن اشتیاق مردم نسبت به زندگی بالاتر از سطح امکاناتشان است. امروزه در جهان، دیون و بدهی‌ها، تمامی افراد، بنگاه‌ها و حکومت‌ها را در همه ابعاد زندگی در بر گرفته است. جهان بشری امروزه در تمام سطوح فردی، بنگاه‌ها و حکومت‌ها در دیون غرق گردیده به شکلی که بدهی‌ها تأثیر مستقیمی بر زندگی مردم در هر مکانی دارد و این نشان‌دهنده اهمیت مسأله دیون و بدهی‌ها است.

در سطح فردی، بعضی از آمارها نشان می‌دهند که ۹۰ درصد درآمد ماهانه بسیاری از افراد، صرف دیون مختلف آنان، که ناشی از مسایل متنوع و گوناگون است، می‌گردد. مسائلی نظیر خرید منزل، ماشین و اسباب و اثاثیه منزل، وام‌های بانکی و... در بنگاه‌ها، دیون مهمترین منبع تأمین مالی آنهاست و لذا بازارهای مالی دنیا، بیشتر بازارهای دیون است تا بازارهای سهام. همچنین اکثر شرکت‌ها در تمامی اقصی نقاط عالم اقدام به صدور سندهای دین می‌کنند که نشات گرفته از دیون می‌باشند. از سویی دیگر در سطح دولت‌ها، بدهی بعضی از آنها بالغ بر ۱۰۰ درصد تولید داخلی می‌باشد.

با تمام این اوصاف، دین موضوعی قدیمی است و بحث تنزیل و بیع دین نیز از تراوشات جدید و مختص به عصر ما نیست لذا بعضی از مورخین اقتصادی اظهار داشته‌اند که وثیقه‌های بابلی و آشوری مربوط به ۱۸۰۰ سال قبل از میلاد متضمن مواردی حاکی از سندهای دین بوده است. همچنین وثایق و سندهای دین در حدود ۱۴۰۰ سال قبل از میلاد در بازارها قابل خرید و فروش بوده و مورد معامله قرار می‌گرفته است. بی‌شک پدیده دین، با این ابعاد وسیع، موجب مسایل متعددی گردیده که نیاز به دقت و تأمل دارد و از جمله آنها می‌توان به معاملات براساس دین اشاره کرد که امروزه به شکل‌ها و صورت‌های گوناگون، بازارهای مالی را تسخیر و باعث گردش اموال در سطح این بازارها می‌شود (ثابت، ۱۳۸۱، صص ۱۴۱-۱۳۹).

باتوجه به استفاده روز افزون از دیون به عنوان ابزاری جهت تأمین مالی و افزایش قدرت کسب و کار بنگاه‌ها، احتمال در معرض خطر قرار گرفتن نقدینگی در شرکت‌ها افزایش یافته است. سرمایه در گردش یک شرکت برای أخذ وام، همواره در صدر توجهات اعطاکننده اعتبار قرار دارد. لئوپولد بیان می‌کند که معروفیت سرمایه در گردش در نزد عموم، به مثابه معیار نقدینگی و سلامت مالی کوتاه‌مدت، آنقدر گسترده است که به ندرت نیاز به سند و مدرک دارد (مرادی و نجار، ۱۳۹۲، ص ۱۱۰).

مدیریت سرمایه در گردش فعال، یک نیاز اساسی توانایی سازمان برای سازگاری در یک اقتصاد پرچالش است و هدف آن برقراری یک تعادل حساس بین حفظ نقدینگی برای پشتیبانی از عملیات روزانه و حداکثرسازی فرصت‌های سرمایه گذاری کوتاه‌مدت می‌باشد (فتحی و توکلی، ۱۳۸۸، ص ۱۰۵).

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 آکادمیست‌ها 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 تأثیرش روی 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 می‌باشند، اشاره کرد (ایزدی‌نیا و تاکی، ۱۳۸۹، ص ۱۲۱).

با سرازیر شدن نقدینگی سپرده‌گذاران به سمت بازارهایی مانند ارز و سکه و انتشار حجم زیادی از اوراق مشارکت در سال‌های اخیر و در نتیجه کمبود منابع مالی بانک‌ها، باعث شده است تا این دسته از نهادهای مالی در اعطای تسهیلات رویه‌های محافظه‌کارانه‌تری را در پیش بگیرند و منابع خود را یا به مشتریان اعتباری خود اختصاص داده و یا این منابع را در آن دسته از فعالیت‌هایی به کار گیرند که به نوعی در راستای سرمایه‌گذاری‌های مستقیم و غیرمستقیم بانک بوده (شرکت‌داری) و از نرخ سود تضمین شده‌ای برخوردارند. در نتیجه در چنین شرایطی درخواست‌های دریافت تسهیلات برای طرح‌های جدید عموماً با مشکل مواجه خواهد شد (تاجیک و پرخیده، ۱۳۹۱، ص ۷).

بنابراین دسترسی به منابع مالی به عنوان مهمترین معضل فرآیندهای کسب‌وکار در ایران توان بنگاه‌های اقتصادی را تحلیل برده است، لذا برای بهبود فرآیندهای کسب‌وکار علاوه بر بازنگری در رویه‌ها و استفاده بهینه از ظرفیت بازار پول، از پتانسیل بالقوه بازار سرمایه در تسهیل فرآیند دستیابی به منابع مالی و فعال نمودن ظرفیت وجوه افشار جامعه و هدایت آن به سمت تولید باید استفاده نمود. بر این اساس، یکی از الزامات بهبود فضای کسب و کار، کارآمدی در تأمین سرمایه در گردش بنگاه‌های اقتصادی از طریق توسعه روش‌های دستیابی به منابع مالی کوتاه‌مدت از بازار سرمایه است. با توجه به اینکه روش‌های متداول جذب نقدینگی نمی‌تواند پاسخگوی نیاز شرکت‌ها باشد، ساختار صکوک دین می‌تواند در مدت زمان مطلوب نقدینگی مناسب را جمع‌آوری، ریسک شرکت را کاهش و به خارج از آن منتقل نماید. همچنین گسترش بازارهای جدید سرمایه‌گذاری، ضرورت انجام تحقیق پیش‌رو را مضعف می‌نماید.

در تحقیق پیش‌رو که با روش توصیفی تحلیلی صورت می‌پذیرد، امکان انتشار اوراقی که قادر به بهبود و افزایش کارایی در تأمین سرمایه در گردش بنگاه‌های

اقتصادی باشد را براساس سازوکارهای موجود در کشور بررسی و ساختار اوراق بهاداری برای آن پیشنهاد می‌شود.

#### ۱. پیشینه تحقیق

در ایران تاکنون پژوهشی در زمینه تبدیل حساب‌های دریافتی به اوراق بهادار انجام نشده است، لکن در زمینه انتشار اوراق مبتنی بر دارایی و بدهی بنگاه‌ها تحقیقاتی صورت گرفته است که به ذکر نمونه‌های از این تحقیقات می‌پردازیم.

فقهی کاشانی (۱۳۸۵) در کتاب خود با عنوان «تبدیل به اوراق بهادارسازی دارایی‌ها (وام‌ها) در صنعت بانکداری» به بررسی انواع دارایی‌های قابل تبدیل به اوراق بهادار، هزینه‌های مرتبط با این فرایند، تسهیلات و شرایط بازاری لازم برای رشد تبدیل دارایی‌ها 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 دارایی‌های 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، ریسک‌ها و مزایایی که هر یک از عقود دارند را بررسی کرده‌اند.

صفایی (۱۳۹۲) در مقاله خود با عنوان «صکوک ترکیبی مشارکت - وکالت ابزاری نوین برای تأمین مالی» ابزار جدیدی با عنوان صکوک ترکیبی مشارکت - وکالت معرفی نمودند. برپایه این ابزار، شرکت‌هایی که قادر به تأمین نقدینگی نبوده و خواهان اجرای پروژه‌ها به صورت مشارکتی هستند از آن استفاده نمایند.

میثمی (۱۳۹۳) در مقاله خود با عنوان «صکوک بیع دین، ابزاری نوین جهت سیاست‌گذاری پولی بانک مرکزی» به بررسی روش‌های عملیاتی اوراق بهادارسازی بدهی‌های دولت و بانک‌ها به بانک مرکزی بر پایه عقد دین جهت سیاست‌گذاری پولی پرداخته است. ایشان معتقد است بانک مرکزی تاکنون جهت انجام عملیات بازار باز صرفاً از ابزار اوراق مشارکت استفاده نموده است، در حالی که این ابزار محدودیت‌های خاص خود را داشته و لازم است با استفاده از نوآوری‌های صنعت بانکداری اسلامی به ویژه در طراحی اوراق بهادار اسلامی (صکوک)، ابزارهایی را جایگزین نمود که با مبانی فقه امامیه سازگارتر باشند. از جمله مهمترین این ابزارها، صکوک بیع دین می‌باشد. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد در قوانین موجود کشور، به بانک مرکزی اجازه انتشار بیع دین داده نشده و استفاده از این ابزار را صرفاً برای بانک‌ها مجاز شمرده است که ضروریست در این رابطه مقررات لازم تصویب گردد.

حجم مطالعات صورت گرفته در زمینه تبدیل به اوراق بهادار نمودن حساب‌های دریافتنی در سطح بین‌الملل گسترده می‌باشد که در ذیل به مرور تعدادی از تحقیقات مرتبط با موضوع مورد مطالعه پرداخته می‌شود.

فبوزی<sup>۲</sup> (۲۰۰۸) در کتاب خود با عنوان «دائرةالمعارف مالی»، فرآیند تبدیل حساب‌های دریافتنی به اوراق بهادار را روشی می‌داند که بر اساس آن، فروشنده از طریق فروش مقادیر معینی از حساب‌های دریافتنی به نهاد واسط<sup>۳</sup> اقدام به تأمین مالی می‌نماید. بر پایه این روش، ابتدا نهاد واسط به پشتوانه حساب‌های دریافتنی از طریق انتشار اوراق اقدام به تأمین مالی و سپس اعطای آن به فروشنده می‌نماید. بدین طریق

فروشنده به نقدینگی بیشتر با صرف هزینه تأمین مالی کمتر دست پیدا می‌کند. همچنین در این روش، ساختارها و رویه‌ها برای هر فروشنده به طور قابل توجهی متفاوت از یکدیگر است و این امر می‌تواند محیطی برای بهینه‌سازی و دستیابی به بهترین حالت ممکن را فراهم آورد.

کورگانونکار<sup>۴</sup> (۲۰۰۹) در مقاله‌ای تحت عنوان «تبدیل حساب‌های دریافتی به اوراق بهادار و بنگاه‌های غیرمالی» با مطالعه تبدیل این حساب‌ها به اوراق بهادار در شرکت‌های غیرمالی در سال‌های ۲۰۰۶ و ۲۰۰۷ دریافت که استفاده از این روش در تأمین منابع نقدی برای آن دسته از شرکت‌هایی که دارای ویژگی‌هایی چون اندازه بزرگ، بالا بودن حجم حساب‌های دریافتی و پایین بودن ریسک اعتباری هستند، مناسب‌تر است. در این پژوهش مشاهده شد که تبدیل حساب‌های دریافتی به اوراق بهادار به عنوان یک روش مطمئن در تأمین مالی، توانایی این را دارد که برای استفاده کنندگان از این روش ارزش اقتصادی ایجاد کند. همچنین این روش می‌تواند به صاحبان شرکت کمک کند تا بر مسائل نمایندگی ناشی از افزون شدن بدهی‌ها فایز آیند.

لوی<sup>۵</sup> (۲۰۱۰) در مقاله خود با عنوان «تأمین مالی از طریق حساب‌های دریافتی و عدم تقارن اطلاعاتی» به بررسی اثر عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سایر افراد در استفاده از تأمین مالی حساب‌های دریافتی شرکت می‌پردازد. او بیان می‌کند که احتمال استفاده از تأمین مالی از طریق حساب‌های دریافتی در حالت عدم تقارن اطلاعاتی افزایش می‌باید.

لثام و واتکینز<sup>۶</sup> (۲۰۱۲) در گزارش خود تحت عنوان «راهنمای مقایسه‌ای در مباحث حقوقی بین‌المللی تبدیل به اوراق بهادار نمودن ۲۰۱۲» نتیجه می‌گیرند که با استفاده از فرآیند تبدیل حساب‌های دریافتی به اوراق بهادار می‌توان کمبود منابع نقدی را جبران نمود و از این روش در کنار سایر روش‌ها از قبیل استفاده از ابزارهای تأمین

مالی با بازدهی بالا یا استفاده از تسهیلات موجود در بازار در جهت تأمین منابع مالی برای اجرای برنامه‌های شرکت سود جست.

کرله و گلیر<sup>۷</sup> (۲۰۱۳) در مقاله خود با عنوان «چشم‌انداز تبدیل حساب‌های دریافتنی به اوراق بهادار در اروپا»، به بازبینی و به‌روزرسانی در تحقیق مؤسسه دمیکا طی سال‌های ۲۰۱۱ و ۲۰۱۲ از میان ۴۰ بانک مهم اروپا در خصوص روند رشد تبدیل حساب‌های دریافتنی تجاری به اوراق بهادار، می‌پردازند. ایشان معتقدند مهمترین عاملی که این فرآیند را به عنوان روشی برای تأمین مالی، جذاب می‌نماید آن است که به جای توجه به اقلام ترانزنامه و نسبت‌های آن، صرفاً به ریسک حساب‌های دریافتنی توجه می‌شود. به عبارت دیگر نرخ تأمین مالی صرفاً بر پایه ریسک نکول مشتری نهایی تعیین می‌شود نه بر اساس رتبه اعتباری فروشنده. بنابراین اغلب اوقات نرخ تأمین مالی از این روش نسبت به سایر روش‌های دیگر کمتر می‌باشد. نتایج تحقیق نشان می‌دهد تبدیل حساب‌های دریافتنی تجاری به اوراق بهادار نه تنها از بحران مالی ۲۰۰۸ و حوادث پس از آن مصون مانده است بلکه پیش‌بینی می‌شود رشد استفاده از این ابزار در سال‌های آتی بیشتر شود.

در بازارهای مالی متعارف دنیا، هزینه تبدیل حساب‌های دریافتنی به اوراق بهادار مشتمل بر دو نوع بهره و حق‌الزحمه عامل است. فروشنده در مقابل خدماتی که توسط عامل برای او انجام می‌گیرد باید هزینه‌هایی را مطابق مفاد قرارداد فی‌مابین پردازد و معمولاً نرخ ثابتی از مبلغ حساب دریافتنی را در بر می‌گیرد.

عامل به منظور تأمین مالی فروشنده، حساب دریافتنی او را خریداری و پیش از سررسید مبالغی را به او می‌پردازد. حساب دریافتنی مزبور تنها در آینده زمانی که واقعاً وصول می‌گردند ارزش واقعی دارند. برای دسترسی به پول نقد در بازده زمانی نزدیکتر، عامل باید مبلغ حساب دریافتنی مزبور را به ارزش زمان حاضرشان محاسبه نماید، بدین معنی که چنین حسابی باید با نرخ بهره معینی تنزیل شود. با توجه با اینکه این



فرآیند مبتنی بر بهره می‌باشد از دیدگاه فقه امامیه ربا و ممنوع بوده و قابل استفاده در ایران نیست (فیضی چکاب و درزی، ۱۳۹۳، صص ۱۱۹-۱۱۸).

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

## ۲. تعریف حساب‌های دریافتنی

در جریان فعالیت‌های عادی ممکن است واحدهای اقتصادی در قبال ارائه خدمات یا فروش دارایی به طور نسبی، از دیگران طلبکار شوند و معمولاً این قبیل دارایی‌ها تحت عنوان حساب‌های دریافتنی نامیده می‌شوند. عموماً در صورت‌های مالی حساب‌ها و اسناد دریافتنی تجاری از سایر حساب‌ها و اسناد دریافتنی مجزا می‌شود. اصطلاح تجاری برای حساب‌ها و اسناد دریافتنی بکار می‌رود که در قبال فروش کالا یا ارائه خدمات ایجاد شده باشد. حساب‌ها و اسناد دریافتنی براساس خالص ارزش بازیافتنی منعکس می‌شود. خالص ارزش بازیافتنی برابر با ارزش اسمی منهای مبلغ برآوردی ارقام مشکوک‌الوصول است. مبلغ غیرقابل وصول باتوجه به تجارب گذشته و بر اساس درصدی از فروش نسبی یا درصدی از مطالبات برآورد می‌شود (بزرگ اصل، ۱۳۹۲، ص ۵۳).

## ۳. ضرورت تبدیل حساب‌های دریافتنی به اوراق بهادار

جایگاه حساب‌های دریافتنی در ترازنامه شرکت‌ها، ذیل دارایی‌های 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 دارایی‌ها به اوراق بهادار، روی دارایی‌های جاری بگذارند (مناجاتی، ۱۳۹۰، ص ۳۶).

بناگاه‌های اقتصادی به دلیل عواملی چون عدم دریافت حساب‌های دریافتی در موعد مقرر، بازپرداخت بدهی‌ها و عدم توجه‌پذیری اقتصادی نگهداری حساب‌های دریافتی به دلیل عدم ایجاد بازدهی آنها، قادر به استفاده وجوه نقد خود را به صورت کارا در چرخه عملیاتی بناگاه نمی‌باشند.

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 می‌باشند (The Edwards Research Group, 1997, p. 3).

به طور معمول استفاده از تأمین مالی از طریق تبدیل حساب‌های دریافتی به اوراق بهادار (فاکتورینگ)<sup>۱</sup> زمانی مقبول است که بازده حاصل از عواید سرمایه‌گذاری شده در تولید بیش از هزینه‌های مربوط به تنزیل اسناد دریافتی باشد، بنابراین مقایسه بین بازده سرمایه‌گذاری در تولید با هزینه فرصت از دست دادن بازده حاصل از سرمایه‌گذاری وجوه نقد و هزینه‌های مربوط به استفاده از خدمات فاکتورینگ در تعیین میزان فاکتورینگ بسیار ضروری می‌باشد.

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 پایین‌ترین حد، اقدام به استفاده از مکانیسم فاکتورینگ جهت تأمین سرمایه در گردش مورد نیاز می‌نماید. موارد زیر از مهمترین عواملی است که ضرورت انجام فرایند تبدیل حساب‌های دریافتی به اوراق بهادار را تبیین می‌کند:

- عدم بازپرداخت تعهدات در موعد مقرر و عدم تخمین در زمان‌بندی ورود و خروج نقدینگی؛
- غیرمنطقی به نظر رسیدن نگهداری بیش از حد حساب‌های دریافتی در ترازنامه بناگاه‌ها به علت عدم بازدهی؛

- عدم استفاده کارا از وجوه نقد حاصل از دریافت حساب‌های دریافتی در چرخه عملیاتی بنگاه‌ها به علت بازپرداخت همزمان بدهی‌ها؛
- استفاده از مزیت معافیت مالیاتی در صورت تبدیل حساب‌های دریافتی به اوراق بهادار.

جهت درک اهمیت اقتصادی تأمین مالی از طریق تبدیل به اوراق بهادار نمودن، تحقیقی روی ۵۴ بنگاه که از تبدیل به حساب‌های دریافتی خود به اوراق بهادار استفاده کرده‌اند صورت گرفت. با مشاهده بازدهی یک ماه قبل و بعد از انجام این روش، دیده شد که بازدهی مثبت غیرنرمالی برای استفاده‌کنندگان از این روش وجود دارد به این صورت که به طور متوسط حدوداً 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 حدوداً ۰.۵٪ بالاتر از حد معمول بود. این شواهد بیانگر آن است که استفاده از تبدیل حساب‌های دریافتی به اوراق بهادار ارزش اقتصادی ایجاد می‌کند (Korgaonkar, 2009, pp. 3-6).

#### **۴. مزایا و معایب استفاده از تأمین مالی از طریق تبدیل حساب‌های دریافتی به اوراق بهادار**

استفاده از روش تبدیل حساب‌های دریافتی به اوراق بهادار دارای مزایا و معایبی به شرح زیر است:

##### **۴-۱. مزایا**

۱. آزادسازی منابع؛
۲. تأمین نقدینگی سریع برای پاسخگویی به تعهدات (افزایش گردش وجوه نقد شرکت)؛
۳. تنوع‌بخشی به روش‌های تأمین مالی؛

۴. کاهش ریسک اعتباری و انتقال آن به شخص ثالث (در صورت استفاده از روش عدم حق رجوع)؛
۵. دستیابی به عده کثیری از سرمایه‌گذاران و منابع تأمین مالی ارزان‌تر؛
۶. مدیریت و تطابق زمانی بدهی و دارایی‌ها؛
۷. صرفه‌جویی در هزینه‌های اداری؛
۸. کاهش در صرف وقت مدیریت جهت کنترل بدهی‌های معوق.

#### ۴-۲. معایب

۱. ریسک اعتباری: چنانچه احتمال نکول از سوی مشتریان زیاد و برای آن وثیقه مناسبی دریافت نشده باشد، در این صورت بانی (کسی که ناشر اوراق (SPV) به نمایندگی از او اقدام به انتشار اوراق می‌نماید) باید پاسخگوی تعهدات ناشی از نکول باشد؛
  ۲. کاهش کیفیت دارایی‌ها: هنگامی که بانی اقدام به تبدیل بهترین دارایی‌های خود به اوراق بهادار می‌نماید کیفیت کلی دارایی‌های بانی کاهش می‌یابد؛
  ۳. هزینه‌ها: وجود هزینه‌های حقوقی، مؤسسه‌های رتبه‌بندی و سایر هزینه‌های مرتبط با فرایند و انتشار اوراق بهادار؛
  ۴. پیچیدگی (کریمی، ۱۳۸۶، صص ۱۹۹-۱۹۴).
- با توجه به اینکه در این شیوه از تأمین مالی، سرمایه‌گذاران در صورتی متحمل زیان خواهند شد که مطالبات بانی دچار مشکل شود، با این حال این شیوه تأمین مالی زمانی صورت می‌گیرد که مانده حساب‌های دریافتی، فروش و بدهی اشخاص ثالث در حد قابل قبولی باشد. به علاوه، حساب‌های دریافتی می‌بایست ناشی از فروش باشد، برگشت از فروش زیادی وجود نداشته و مشتریان از وضعیت مالی نسبتاً مناسبی برخوردار باشند (شایگان‌فرد، ۱۳۹۱، ص ۱۳۲).

## ۵. حدود تعهدات در انجام عملیات تبدیل حساب‌های دریافتی به اوراق بهادار و عناصر تشکیل دهنده آن

با توجه به نوع قرارداد فیما بین شرکت فروشنده (بانی) و نهاد واسط که ممکن است با حق رجوع و یا بدون حق رجوع باشد، با وجوه فاکتورهای وصول نشده برخورد می‌شود. زمانی که عملیات تبدیل به اوراق بهادار نمودن بدون حق رجوع باشد، مسئولیت وصول طلب به عهده نهاد واسط بوده و در صورت عدم پرداخت وجه، ضرر و زیان مربوطه متوجه آن نهاد خواهد بود که در این صورت نهاد واسط با اخذ کارمزد بیشتر از فروشنده، مسئول پیگیری حقوقی و قانونی جهت دستیابی به وجوه معوق می‌باشد، اما در صورت انجام این عملیات با حق رجوع، نهاد واسط ضرر و زیان مربوط به عدم بازپرداخت وجه حاصل از فروش کالا و خدمات نسیه را پذیرفته و با اخذ کارمزد کمتر، نسبت به وصول بدهی اقدام می‌نماید و در صورت عدم ایفای تعهدات از سوی خریدار، نهاد واسط جهت رفع ضرر و زیان می‌تواند برای جبران اقساط معوق و یا سوخت شده از سپرده بانی نزد خود استفاده نموده یا به فروشنده مراجعه کند (Fleming, 2004).

در ساده‌ترین مدل تبدیل حساب‌های دریافتی به اوراق بهادار، سه جزء وجود دارد که عبارتند از:

۱. شرکت فروشنده که فروش نسیه داشته و حساب‌های دریافتی را به نهاد واسط می‌فروشد؛
  ۲. خریدار نسیه کالا و خدمات؛
  ۳. نهاد واسط.
- در حالت ترکیبی عناصری چون مؤسسات رتبه‌بندی و اعتبارافزاها و نهاد ناظر بر فرآیند انتشار اوراق، به عناصر فوق افزوده می‌شوند.

## ۶. فرآیند واگذاری حساب‌های دریافتی تبدیل به اوراق بهادار شده

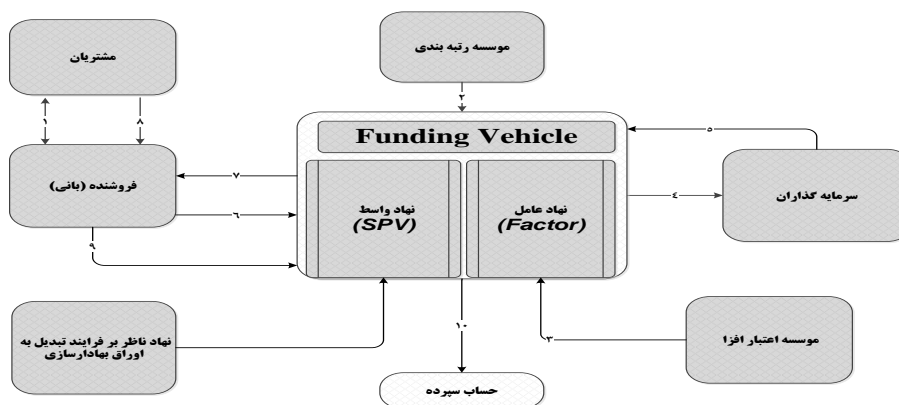
بنگاهی که از این طریق (تبدیل حساب‌های دریافتی به اوراق بهادار) تأمین مالی می‌کند و برای خود بدهی ایجاد می‌کند، اینکار را به پشتوانه جریان‌های نقدی که از طریق حساب‌های دریافتی به دست می‌آورد، انجام می‌دهد. همانطور که مایرز در سال ۱۹۷۷ بیان کرد این روش سبب می‌شود تا مشکلات نمایندگی<sup>۹</sup> ناشی از بدهی‌های غیرمطمئن کاهش یابد زیرا بنگاه می‌داند که باید جریان‌های نقدی حاصل از حساب‌های دریافتی را جهت پاسخگویی به تعهدات نسبت به خریداران اوراق بهادار صرف کند بنابراین از گرفتن تصمیمات غیربهبینه خودداری می‌کند.

در این روش، تأمین نقدینگی سریع شرکت از طریق فروش تنزیلی مطالبات آن صورت می‌پذیرد. مبلغی که باید بابت خرید اسناد و مطالبات پرداخت شود به طول عمر آن دارایی بستگی دارد. فرآیند استفاده از تبدیل حساب‌های دریافتی به اوراق بهادار به این صورت است که مجموعه‌ای از حساب‌های دریافتی با هم جمع می‌شوند و سپس به صورت اوراق بهادار به سرمایه‌گذاران فروخته می‌شوند. برای این منظور باید یک شرکت واسط تأسیس شود که حساب‌های دریافتی را از ناشر (فروشنده اوراق) خریداری کرده و سپس آنها را به صورت اوراق بهادار به سرمایه‌گذاران بفروشد.

نهاد واسط (خریدار حساب‌های دریافتی) قبل از بستن قرارداد، میزان ریسک و سودآوری مشتری بالقوه خود را ارزیابی می‌کند. به‌علاوه، آن نهاد فهرست مشتریان شرکتی را که قصد واگذاری حساب‌های دریافتی خود را به آن دارد مورد مطالعه قرار می‌دهد تا ببیند چه تعداد از آنها معتبر هستند. این مسأله زمانی اهمیت پیدا می‌کند که شرکتی بخواهد موضوع فروش حساب‌های دریافتی خود را به صورت یک امر مستمر و دائمی درآورد. پس از امضاء قرارداد، شرکت واگذارنده، مدارک مربوط به سفارش مشتریان را به نهاد واسط تحویل می‌دهد تا نظر موافق آن را در مورد هر یک از مشتریان جلب نماید.

در واقع، شرکت فروشنده قبل از اعلان نظر موافق نهاد واسط (نسبت به وصول مطالبات آینده مشتریان) سفارشات مشتریان متقاضی نسبه را نخواهد پذیرفت. نهاد واسط، شرکت متقاضی را از این امر که آیا فلان مشتری معتبر است یا خیر یا اینکه آن نهاد ریسک مربوط به وصول مطالبات کدامیک از مشتریان را باید بپذیرد مطلع خواهد ساخت. زمانی که یک شرکت سفارش خرید نسبه مشتری را پس از اعلان نظر موافق نهاد واسط نسبت به خرید اسناد آن مشتری می‌پذیرد، آن مشتری دو نسخه از فاکتور فروش مربوط به کالاهای ارسال شده و مدارک حمل کالا را برای آن نهاد می‌فرستد. نهاد واسط یک نسخه از فاکتور را برای مشتری (خریدار کالا) ارسال می‌کند. فاکتور مؤید این است که مطالبات به نهاد واسط واگذار شده است و خریدار باید وجوه مربوط را برای آن نهاد بفرستد. سایر مکاتبات مربوط به جریان وصول مطالبات را نهاد واسط انجام می‌دهد (Korgaonkar, 2009, pp. 3-6).

ساختار تبدیل حساب‌های دریافتی به اوراق بهادار در شکل زیر ترسیم شده است (Giddy, 2000, p. 14).



نمودار (۱): ساختار تبدیل حساب‌های دریافتی به اوراق بهادار

## ۷. شرایط واگذاری حساب‌های دریافتی

از آنجا که فروش یا واگذاری حساب‌های دریافتی یک نوع انتقال مالکیت دارایی‌ها و ریسک‌های مربوط به آن از شرکت فروشنده به نهاد خریدار است، از قراردادهای استاندارد استفاده می‌شود. به هر حال، از دیدگاه مدیران مالی، عوامل مهم در این قرارداد به شش گروه تقسیم می‌شوند:

۱. نهاد واسط (خریدار) ریسک مربوط به وصول مطالبات را می‌پذیرد و حق رجوع به شرکت واگذارنده مطالبات را ندارد (در صورت استفاده از قرارداد عدم حق رجوع) و متعهد می‌شود وجوه مربوطه را به فروشنده مطالبات بپردازد.
۲. خریدار حساب‌های دریافتی، مسئولیت برگشت از فروش و تخفیفات ویژه فروشنده را بر عهده نمی‌گیرد.
- به همین دلیل، نهاد خریدار در دفاتر خود مبلغی را به عنوان ذخیره برای این نوع موارد در نظر می‌گیرد. در مواردی که شرکت فروشنده کالا تخفیفات نقدی یا کالای مرجوعی را بپذیرد، از محل این حساب کسر خواهد شد. این ذخیره در پایان دوره و پس از انقضاء زمان وصول مطالبات به شرکت پرداخت می‌شود.
۳. حساب‌های دریافتی با شرط «دادن اطلاع به مدیون» خریداری می‌شوند و شرکت از مشتریان خود می‌خواهد که وجه صورتحساب‌ها را مستقیماً به نهاد واسط ارسال دارند.
۴. پس از کسر کمیسیون عاملیت توسط نهاد خریدار، خالص ارزش حساب‌های دریافتی تعیین و به شرکت فروشنده پرداخت می‌شود.
۵. شرکت فروشنده می‌تواند قبل از پایان موعد مقرر وجوه مربوط به مطالبات را دریافت کند. این نوع وجوه را که شرکت فروشنده قبل از سررسید و زمان



وصول مطالبات دریافت می‌کند، پیش دریافت می‌نامند. نهاد خریدار مبلغی از بابت اینگونه پرداخت‌ها از اصل وجه، کسر و بقیه را به شرکت فروشنده پرداخت می‌کنند.

۶. کمیسیون عاملیت حساب‌های دریافتی، ۱٪ کل حساب‌های دریافتی مورد معامله است.

معمولاً نرخ بهره مربوط به پیش پرداخت وجوه حدود ۳ تا ۵ درصد بیش از حداقل نرخ بهره بانکی است (Korgaonkar, 2009, pp. 3-6).

#### ۸. فرآیند بررسی صحت حساب‌های دریافتی بانی

همانطور که بیان گردید نهاد واسط قبل از بستن قرارداد، میزان ریسک و سودآوری مشتری بالقوه خود را ارزیابی نموده و فهرست مشتریان شرکتی را که قصد واگذاری حساب‌های دریافتی خود را به آن دارد مورد مطالعه قرار می‌دهد.

همچنین شرکت واگذارنده، مدارک مربوط به سفارش مشتریان را به نهاد واسط تحویل می‌دهد تا نظر موافق آن را در مورد هر یک از مشتریان جلب نماید.

با این مبنا شرکت فروشنده قبل از ارجاع حساب‌های دریافتی خود به نهاد واسط می‌بایست از صحت شرایط واگذاری حساب‌ها مطمئن گشته تا با اعلام نظر مخالف نهاد واسط و کاهش حجم پرتفوی پیشنهادی خود، مواجه نشود.

فرآیند بررسی صحت شرایط واگذاری حساب‌های دریافتی به شرح نمودار زیر می‌باشد (گلستانی و خان‌خلیلی، ۱۳۹۲، ص ۱۵۶).



نمودار (۲): فرآیند بررسی صحت شرایط واگذاری حساب‌های دریافتنی

شایان ذکر است از منظر حسابداری نیز ضروریست صحت شرایط حساب‌های دریافتنی به شرح ذیل رعایت گردد:

- ۱- هدف تعیین اعتبار دریافتنی‌های ثبت شده با تعیین مواردی چون تعیین واقعی بودن مطالبات از مشتریان و تعیین رعایت یا عدم رعایت اصول پذیرفته شده حسابداری در ایجاد دریافتنی‌ها، برآورده می‌شود. واقعی بودن طلب از مشتریان می‌تواند با رسیدگی به کنترل‌های داخلی مربوط به صدور فاکتورهای فروش، مدارک حمل و ارسال کالا و سایر شواهد حاکی از بدهی آنان مشخص شود.
- ۲- جدول سنی بدهکاران (مشتریان) باید به طور منظم تهیه تا شرکت فروشنده بتواند برای وصول آن برنامه‌ریزی نماید.

- ۳- جدول سنی بدهکاران تجاری را با دفاتر کل مغایرت داده شود تا عمر بدهکاران و برآورد زیان‌های احتمالی محاسبه گردد.
- ۴- نامناسب یا ناکافی بودن کنترل بر فروش‌های نسیه، ناگزیر به زیان‌های هنگفت می‌انجامد؛ بنابراین برای پیشگیری از اینگونه مشکلات و نارسایی‌ها، برقراری کنترل‌های داخلی قوی در مورد فروش‌های نسیه ضرورت دارد.
- ۵- انقطاع نامناسب معاملات فروش یا وصول مطالبات می‌تواند به اشتباهاتی بینجامد که بر اعتبار و کامل بودن دریافتی‌ها و یا هردو اثر گذارد. ارزشیابی صحیح مستلزم آن است که دریافتی‌ها به خالص ارزش بازیاختنی مورد انتظار در دفاتر ثبت شود.
- ۶- مطالباتی که پس از بررسی و به تشخیص مدیریت غیرقابل وصول می‌باشد باید حذف و بطور دوره‌ای حساب‌های حذف شده کنترل گردد. همچنین به منظور رفع شائبه پنهانکاری و اختلاس پرسنل ضروریست ارسال صورت حساب‌ها ادامه داشته باشد.

#### ۹. روش تحقیق

روش گردآوری اطلاعات در این تحقیق کتابخانه‌ای و بر اساس متون و اسناد و مدارک در حوزه مالی و فقهی است.

روش تحقیق، توصیف تحلیلی است. مراد از توصیف تحلیلی که در برابر توصیف تجربی قرار می‌گیرد، توصیفی است مبتنی بر بکارگیری ابزارهای منطقی که در برابر بررسی‌های تجربی پسین و مشاهده‌ای قرار می‌گیرد.

مقصود از تحلیل در اینجا به معنی روشی است که صرفاً به تحلیل مبانی، ساختار و لوازم منطقی موضوع می‌پردازد و با تحلیل منطقی و نه مشاهده و تجربه عینی، به شناخت می‌انجامد. از آنجا که انطباق و یا عدم انطباق صکوک دین با اصول فقه امامیه مستلزم تجزیه و تحلیل متون فقهی و ارائه تبیین درستی از این قراردادهاست.

روش پژوهش، تحلیلی - استنباطی خواهد بود. در این نوع روش تحقیق به دنبال توصیف نظام مند موقعیت یا زمینه مورد علاقه با دقت و حفظ عینیت موضوع هستیم. بدین منظور ابتدا به بررسی تبدیل حساب‌های دریافتی به اوراق بهادار از منظر مکانیزم عملکردی آنها پرداخته و ارکان، عناصر و روابط حقوقی بین عناصر آن را تبیین می‌نماییم. سپس با مطالعه متون فقهی و بررسی و استخراج موازین فقهی به تطبیق، توصیف و تبیین ارائه شده از تبدیل حساب‌های دریافتی به اوراق بهادار ذیل عنوان صکوک دین، با موازین و اصول فقهی خواهیم پرداخت. از جنبه فقهی از بین موضوعات گوناگون فقهی، موضوعاتی که متناسب با مسأله تحقیق است انتخاب می‌شود.

در این تحقیق از منابع فقه امامیه استفاده گردیده است. در این تحقیق دیدگاه مشهور فقهای امامیه ملاک تجزیه و تحلیل و نتیجه‌گیری قرار گرفته است.

#### ۱۰. مبانی فقهی صکوک دین

##### ۱۰-۱. تعریف خرید دین (بیع الدین یا تنزیل)

از جمله ابزارهایی که در نظام بانکداری بدون ربا برای تأمین منابع مالی مورد نیاز واحدهای تولیدی، بازرگانی و خدماتی مورد استفاده قرار می‌گیرد، خرید دین است، بنا به تعریف، خرید دین تسهیلاتی است که به موجب آن بانک سفته، برات یا هر سند مالی مدت‌داری را که ناشی از معامله واقعی باشد، خریداری می‌کند. بنابراین مراد از دین هر مالی است که در ذمه شخص (حقیقی یا حقوقی) به یکی از اسباب از جمله خرید و فروش ثابت شده باشد (معصومی‌نیا، ۱۳۸۹، ص ۹۵).

بانک‌ها بر اساس مصوبه شورای پول و اعتبار برای اشخاص حقیقی یا حقوقی تا سقف معین خط اعتبار تعیین می‌کنند و شکل استفاده از آن چنین است که اشخاص مزبور کالاهای مورد نیاز خود را خریداری و به جای پرداخت وجه نقد، سفته‌ای معادل

قیمت خرید به سررسید معین به فروشندگان تحویل می‌دهند و فروشندگان کالا، سفته را به بانک محل اعتبار خریدار برده و تنزیل می‌کنند (موسویان، ۱۳۸۹، ص ۹۰).  
روش خرید دین، وفق بند ۳ ماده ۳۴ قانون پولی و بانکی کشور مصوب ۱۳۵۳، بدان اشاره گردیده است. اما به صورت مستقل در قانون عملیات بانکی بدون ربا نیامده و تنها در بند ۵ ماده ۵ قانون، تحت عنوان وظایف نظام بانکی از این روش تحت عنوان «انجام عملیات مربوط به اوراق و اسناد بهادار طبق قانون و مقررات» نام برده شده است.

بطور کلی از منظر حقوقی، عمده بحث بیع دین در قوانین کشور در تنزیل اسناد تجاری از طرف بانک‌ها مطرح است و تا سال ۱۳۹۰ عملیات مربوط به خرید دین بر مبنای «آئین‌نامه 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 ۱۳۶۱/۰۸/۲۶ و اصلاحیه آئین‌نامه مذکور در تاریخ ۱۳۶۶/۰۹/۲۴ شورای پول و اعتبار به تصویب آن شورا رسیده بود، انجام می‌پذیرفت. 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، ص ۱۱۸).

مطابق مفاد مواد آئین‌نامه مزبور، بانک‌ها بایستی بر حقیقی بودن بدهی و معتبر بودن بدهکار اطمینان پیدا کنند. مطابق آئین‌نامه، تنها اسنادی قابل تنزیل است که سررسید آنها کمتر از یک سال باشد، چنین اوراقی به قیمتی کمتر از مبلغ اسمی تنزیل می‌شوند که این تفاوت قیمت نباید بیش از نرخ مصوب شورای پول و اعتبار باشد (هدایتی و همکاران، ۱۳۷۵، صص ۳۸۷-۳۸۸).

مطابق ماده (۱) دستورالعمل‌های اجرایی عقود سه‌گانه استصناع، مباحه و خرید دین، مصوب یک‌هزار و یکصد و بیست و هشتمین جلسه مورخ ۱۳۹۰/۰۵/۲۵ شورای

پول و اعتبار، 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 (بانک مرکزی، ۱۳۹۰، ص ۱۳).

علی‌رغم مشروعیت اصل بیع دین، در این معامله ضوابط مشخصی وجود دارد که باید در ابزارسازی به آنها توجه نمود. مهمترین ضابطه در عقد بیع دین، صوری نبودن دین مبنای تنزیل است. در واقع تنها دیونی می‌توانند مبنای تنزیل بر اساس بیع دین قرار گیرند که غیرصوری بوده و حقیقی باشند.

بطور کلی دین در دو حالت صوری می‌گردد.

- اولاً زمانی که سند دین مرتبط با بخش حقیقی اقتصاد نبوده و معامله‌ای واقعی بر اساس آن انجام نشده باشد.
- ثانیاً زمانی که بین طرفین معامله، «اتحاد مالکیت» وجود داشته باشد. یعنی اگر در بیع دین، متعاملین شخصیت حقوقی واحدی باشند، این دین صوری بوده و به لحاظ شرعی قابلیت تنزیل ندارد. ولو اینکه وجوه حاصل از تنزیل در فعالیت‌های حقیقی و مشروع اقتصادی مورد استفاده واقع شود. از این حالت می‌توان به عنوان «صورت معامله» یاد کرد. مثلاً، اگر بین دو شخص حقوقی که اتحاد مالکیت دارند (مانند رابطه یک بانک با شرکت لیزینگ زیرمجموعه‌اش) مالی رد و بدل شود، هر چند «صورت بیع» اتفاق افتاده و مبیع و ثمن جابه‌جا می‌گردند، اما این معامله از منظر فقهی واقعی نبوده و تنها صورت بیع را دارد (میثمی، ۱۳۹۳، صص ۱۱۹-۱۱۸).

#### ۱۰-۲. ارکان قرارداد خرید دین

أ. طرفین قرارداد: اگر دین مدت دار بدهکار توسط مدیون خریداری شود، قرارداد بین مدیون (بایع) و داین (مشتري) منعقد می‌شود، اما در صورتی که دین توسط

شخص ثالث خریداری گردد، شخص ثالث نقش بایع و داین نقش مشتری را در قرارداد ایفا می‌نمایند.

ب. ایجاب و قبول: این قرارداد نظیر همه قراردادهای دیگر می‌تواند با لفظ، نوشتار یا عملی حاکی از اراده و رضایت طرفین قرارداد به انجام این کار منعقد گردد.

ت. عوضین: در این قرارداد مبیع همان بدهی و دین مدت‌دار بدهکار است و ثمن مبلغی است که توسط بایع (مدیون یا شخص ثالث) در ازای دین پرداخت می‌گردد.

### ۱۰-۳. دیدگاه‌های فقهی و حقوقی خرید دین

یکی از مسائل مهم در عصر حاضر، امکان خرید و فروش دیون و مطالبات مدت‌دار است، اگر بیع دین خصوصاً، به کمتر از قیمت اسمی به شخص ثالث (تنزیل) صحیح باشد، راهکار مهمی جهت تأمین مالی در اختیار دولت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی به ویژه بانک‌ها قرار می‌گیرد، دولت و فعالان اقتصادی می‌توانند مطالبات مدت‌دار خود از شرکت‌ها، مؤسسات، اشخاص حقیقی و حقوقی به صورت اسناد متحدالشکل درآورده و در مواقع مورد نیاز در بازار به فروش برسانند و از این طریق نیازهای کوتاه‌مدت خود را به نقدینگی تأمین کنند.

فقه‌های بزرگوار بحث خرید و فروش دین را در احکام بیع متذکر می‌شوند و در توضیح المسائل‌های جدید در بحث معاملات سفته مطرح می‌کنند. تحقیق مفصلی که درباره دیدگاه فقها و استدلالشان نسبت به بیع دین انجام شده، نشان می‌دهد شش نظریه فقهی در این زمینه وجود دارد.

➤ نظریه اول: بیع دین به طور مطلق باطل است و تفصیلی بین بیع به مدیون و غیر او و بین بیع دین حال و مؤجل نیست. این نظریه را شیخ طوسی به شافعی نسبت داده است.

- نظریه دوم: بین دین حال و مؤجل تفصیل قائل می‌شود و بیع دین حال را صحیح و مؤجل را باطل می‌داند. شهید اول و صاحب حدائق این نظریه را برگزیده‌اند.
  - نظریه سوم: بیع دین به مدیون درست ولی به شخص ثالث باطل است، ابن‌ادریس و امام خمینی (در قول جدیدشان) از طرفداران این نظریه هستند.
  - نظریه چهارم: که بسیاری از فقیهان مثل محقق ثانی، شهید اول و مقدس اردبیلی آن را اختیار کرده‌اند، این است که بیع دین مؤجل به ثمن حال (نقد) جایز است، چه به مدیون فروخته شود و چه به شخص ثالث؛ ولی بیع دین به نحو نسیه و ثمن مؤجل، باطل است.
  - نظریه پنجم: که شیخ طوسی، ابن براج و شهید در دروس این نظر را مطرح کرده‌اند، این است که بیع دین به کمتر صحیح است ولی مشتری بیشتر از آن مقدار که به طلبکار پول داده است نمی‌تواند از بدهکار بگیرد و ذمه بدهکار از مابقی دین، بری می‌شود.
  - نظریه ششم: این است که بیع دین مطلقاً صحیح است و خریدار، مالک تمام دینی می‌شود که خریده است. فقیهان مشهور شیعه و فقیهان معاصر چون سید یزدی، بروجردی، خویی، امام خمینی (طبق قول اولشان)، سیستانی، مکارم شیرازی، تبریزی، وحید خراسانی و زنجانی، این نظریه را مطرح کرده‌اند.
- امام خمینی همانند مشهور فقها ابتدا معتقد به جواز بیع دین به صورت مطلق بود و در کتاب تحریرالوسیله بعد از تقسیم سفته به سفته‌های حقیقی و سفته‌های صوری می‌فرماید: «در نوع اول، اگر سفته را نزد شخص ثالثی به مبلغ کمتر تنزیل نماید به اینکه آنچه را در ذمه مدیون دارد به کمتر از آن بفروشد، اشکالی در آن نیست»، لکن بعد از مدتی ظاهراً از نظر سابق خویش برگشته و در استفتائاتی که شده فتوا به حرمت و ربوی بودن بیع دین می‌دهند (موسویان، ۱۳۸۹، ص ۱۱۰).



بنابراین در جمع‌بندی بیع دین می‌توان گفت بیع دین صورت‌های زیادی دارد که مهمترین آن‌ها عبارتند از:

۱. بیع دین حال به من هو علیه یعنی بدهکار: فروش دین حال به بدهکار از نظر همه فقها جایز است.
۲. بیع دین حال به غیر بدهکار: این صورت را نیز تقریباً همه صحیح می‌دانند به غیر از ابن ادریس که می‌گوید فروش دین به شخص ثالث جایز نیست.
۳. بیع دین مؤجل: عده‌ای از فقها آن را جایز نمی‌دانند و تفاوتی بین فروش آن به مدیون و غیرمدیون قائل نشده‌اند. در عین حال بسیاری به جواز فروش دین مؤجل قبل از سررسید قائل شده‌اند؛ چه به مدیون فروخته شود و چه به دیگری (معصومی‌نیا، ۱۳۸۹، صص ۹۹-۹۷).

عمده بحث بیع دین در حقوق ایران در تنزیل اسناد تجاری از طرف بانک‌ها مطرح است، در حال حاضر عملیات مربوط به خرید دین بر مبنای آیین‌نامه موقت تنزیل اسناد و اوراق تجاری و مقررات اجرایی آن، که در جلسه مورخ ۱۳۶۱/۰۸/۲۶ شورای پول و اعتبار به تصویب رسیده و متعاقب آن در شورای نگهبان نیز مطرح و به اکثریت آرای مخالف با شرع و قانون اساسی شناخته شده است، انجام می‌پذیرد. در نامه شورای نگهبان به بانک مرکزی آمده است: «عطف به نامه شماره ۲۳۴۴/هـ مورخ ۱۳۶۱/۱۰/۰۵، آیین‌نامه موقت تنزیل اسناد و اوراق تجاری (خرید دین) مصوب جلسه چهارصد و هفتاد و یکمین مورخ ۱۳۶۱/۰۸/۲۶ شورای پول و اعتبار که در جلسه رسمی شورای نگهبان مطرح و مورد بحث و بررسی قرار گرفت و با اکثریت آرا مغایر با موازین شرعی و قانون اساسی شناخته نشد» (موسویان، ۱۳۸۹، ص ۱۱۱).

یکی دیگر از معاملات مرتبط با دین خرید و فروش دین با دین است، طلحة بن زید در روایت موثقی از امام صادق(ع) نقل می‌کند که فرمود: «قال رسول الله: لا یباع

الدین بالدین»، دین در مقابل دین فروخته نمی‌شود. این روایت از جهت سند مورد تسالم است، گروهی از فقها روایت را موثق می‌دانند و گروهی گرچه به خاطر نام طلحه بن زید در سند روایت، آن را ضعیف می‌شمارند، لکن با توجه به دو مطلب می‌توان او را توثیق نمود: اولاً شیخ در همان جا که فرموده عامی‌المذهب است، اظهار داشته که «آن کتابه معتمد»، یعنی وی کتابی دارد که مورد اعتماد ماست. اعتماد شیخ به کتاب او را می‌توان دلیل توثیق او دانست. مطلب دوم اینکه مشهور به این روایت عمل کرده‌اند (معصومی‌نیا، ۱۳۸۹، ص ۱۱۲).

این روایت از جهت محتوا محل بحث است. مطابق ظاهر روایت، از بیع دین به دین نهی شده است و نهی در معاملات هم ارشاد به فساد دارد و از طرفی ادعا شده که «دین» در روایت اطلاق دارد و آنچه را پیش از معامله دین بوده یا به معامله دین می‌شود، در بر می‌گیرد و لذا صاحب جواهر بطلان بیع دین به ثمن مؤجل را به مشهور نسبت می‌دهد. در مقابل گروهی از فقها چون شهید در مسالک و محقق در شرایع معتقدند اصل لفظی مستنبط از عموماتی چون «احل الله البیع» در بیع صحت است و خروج از این اصل تنها در مواردی که یقین داریم که ممکن است و آنجایی است که دینی به دین دیگر که هر دو قبل از عقد دین بودند، فروخته شود. امام خمینی نیز در جایی که عوضین قبل از عقد دین هستند را بنابر اقوی باطل می‌داند و در جایی که حداقل یکی از آنها قبل از عقد دین نیست، احتیاط می‌کند. البته استدلال دیگری را نیز شهید ثانی دارد و آن اینکه «باء» در روایت لایباع الدین بالدین اقتضا دارد که دین عوض و معوض قرار گیرد و این امر در موردی که این دو بعد از قرارداد دین شوند، صادق نیست. بنابراین چنانچه دین به واسطه قرارداد به وجود آمد و با دین دیگری مورد معامله قرار گرفت نمی‌توان آن را از موارد نهی در روایت به شمار آورد (معصومی‌نیا، ۱۳۸۹، ص ۱۱۶).

نتیجه نهایی اینکه، گرچه بیع دین از دیدگاه برخی از فقهای شیعه و غالب فقهای اهل سنت اشکال دارد اما از دیدگاه مشهور فقهای شیعه تا زمانی که تبدیل به بیع دین به دین نشود اشکالی ندارد و از جهت حقوقی نیز چنانکه گذشت مورد تأیید شورای نگهبان است (موسویان، ۱۳۸۹، صص ۱۱۲-۱۱۱). به عبارت دیگر، مشهور فقیهان فقط اسناد حقیقی را قابل تنزیل می‌دانند و تنزیل اسناد صوری یا دوستانه را جایز نمی‌دانند زیرا چنین سفته‌هایی ماهیت فروش دین را ندارند بلکه ماهیت قرض با بهره را دارند که ربا است.

#### ۱۰-۴. 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 وامی‌گذارد. 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. در بورس اوراق بهادار تهران، فعالیت بازارگردانی از تاریخ ۱۳۸۲/۱۱/۲۰ با تصویب پیش‌نویس آیین‌نامه بازارگردانی اوراق بهادار به بازار سرمایه معرفی شد و از اسفند ماه ۱۳۸۳ براساس تصویب شورای بورس، آغاز گردید.

مطابق بند ۱۵ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار، بازارگردان عبارت است از «کارگزار/معامله‌گری که با أخذ مجوز لازم و با تعهد به افزایش نقدشوندگی و تنظیم عرضه و تقاضای اوراق بهادار معین و تحدید دامنه نوسان قیمت آن، به دادوستد آن اوراق می‌پردازد» (سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۸۸، ص ۱۲).



- ۱-۲. تعیین پرتفوی مبنای انتشار؛
- ۲-۲. محاسبه انواع ریسک‌های پرتفوی از جمله؛ ریسک اعتباری و سودآوری مشتریان پرتفوی مبنای انتشار و سایر ریسک‌های ساختاری، نکول، آستانه، فاجعه‌آمیز، سیستمیک، همبستگی و...؛
- ۳-۲. بررسی صحت شرایط واگذاری حساب‌ها از طریق (این قسمت معمولاً توسط حسابرس شرکت بانوی انجام می‌گیرد):
  - ۱-۳-۲. ارزیابی سیستم کنترل داخلی دریافتی‌ها و فروش بوسیله:
    - ۱) شناخت کافی از سیستم کنترل داخلی؛
    - ۲) تعیین ریسک کنترل و طراحی آزمون‌های اضافی کنترل‌ها؛
    - ۳) مقایسه مدارک حمل و ارسال کالا را با فاکتورهای فروش.
  - ۲-۳-۲. بررسی واقعی بودن حساب‌های دریافتی از طریق:
    - ۱) دریافت صورت تجزیه و تحلیل حساب‌های دریافتی؛
    - ۲) دریافت تأییدیه از بدهکاران و اخذ مدارک مثبت؛
    - ۳) رسیدگی به اسناد و حساب‌های دریافتی به طور کامل؛
    - ۴) ایجاد جدول سنی بدهکاران؛
    - ۵) محاسبه خالص ارزش بازیافتی پس از کسر ذخایر و تخفیفات.
- ۴-۲. بررسی موانع قانونی انتقال منافع و دارایی‌های پرتفوی؛
- ۵-۲. اخذ تعهدنامه و سایر مدارک الزام‌آور از مشتریان نهایی در خصوص واریز وجوه به حساب معرفی شده از سوی نهاد واسط؛
- ۶-۲. دسته‌بندی دارایی‌های پرتفوی به طبقات مختلف اعتباری؛
- ۷-۲. تعیین شاخص‌های کیفیت پرتفوی از طریق آزمون‌های کیفیت دارایی و تنوع‌پذیری جهت تعیین رتبه اعتباری پرتفوی و شرایط احراز افزایش

اعتبار از طریق وثایق نقدی و غیرنقدی و تعدیل پرتفوی در صورت لزوم برای کسب رتبه اعتباری بالاتر (در صورت عدم وجود مؤسسات رتبه-بندی، بندهای ۶ و ۷ اجرا نمی‌شود و ریسک‌های مربوطه توسط رکن ضمانت پرداخت پوشش داده می‌شود. در این خصوص لازم است رکن ضمانت پرداخت قبل از اخذ مجوز انتشار از سازمان بورس و اوراق بهادار و عرضه اوراق به عموم مشخص و قراردادهای لازم منعقد گردد).

۲-۸. پیش‌بینی صورت‌های مالی آتی بانی و رعایت استانداردهای لازم؛

۲-۹. محاسبه بازده کل پروژه از منظر بانی و سرمایه‌گذاران؛

۳. مشاور عرضه بعد از تهیه طرح توجیهی و انجام اقدامات اولیه، مبادرت به اخذ موافقت اصولی از سازمان بورس و اوراق بهادار نموده و سپس به نهاد واسط که از جانب شرکت مدیریت دارایی مرکزی تعیین می‌گردد مراجعه می‌نماید (سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۸۹، ص ۱).

۴. نهاد واسط از طریق عامل فروش نسبت به انتشار اوراق اقدام می‌کند.

۵. سرمایه‌گذاران اقدام به خرید اوراق نموده و نسبت به پرداخت بهای آن به حساب نهاد واسط نزد شرکت سپرده‌گذاری مرکزی و تسویه وجوه اقدام می‌کنند.

۶. نهاد واسط به وکالت از سرمایه‌گذاران نسبت به پرداخت وجوه به بانی اقدام می‌کند.

۷. طی توافقات از پیش صورت گرفته، مشتریان نهایی وجوه را در سررسیدهای معین به شرکت سپرده‌گذاری مرکزی واریز می‌کند.

۸. شرکت سپرده‌گذاری مرکزی وجوه دریافتی را در سررسیدهای مقرر به سرمایه‌گذاران پرداخت می‌کند.

۹. صاحبان اوراق می‌توانند اوراق را نگهداری کرده از سود تجاری استفاده کنند و یا آنکه اوراق را در بازار ثانویه به فروش برسانند.

#### ۱۱. ریسک‌های مهم صکوک دین جهت تأمین سرمایه در گردش بنگاه‌ها

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. با توجه به اینکه قرارداد خرید دین مبتنی بر حق رجوع به فروشنده است، در صورت نکول مشتری در بازپرداخت اقساط خود، بانی خود ملزم به پرداخت اقساط معوقه می‌باشد. از سویی دیگر مطابق رویه‌های جاری تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار در کشور، به منظور پوشش ریسک نکول بانی، از مؤسسات مالی و اعتباری جهت ضمانت پرداخت اصل و سود اوراق استفاده می‌شود. بنابراین ریسک نکول مشتریان برای دارندگان ورقه پوشش داده می‌شود. همچنین با انجام اعتبارسنجی دقیق و أخذ وثایق کافی، این ریسک را می‌توان پوشش قرار داد.

۲. ریسک صوری بودن معاملات: یکی از مشکلات کنونی بانکداری اسلامی، صوری بودن برخی معاملات و عدم تطابق متن قرارداد با آن چیزی است که در عمل اجرا می‌شود. فراگیر شدن این امر به‌ویژه در ابزارهایی مانند خرید دین می‌تواند مشکل‌ساز شود. دین واقعی که ناشی از معاملات واقعی است، ضمن مشروعیت، تحت ضوابطی از امکان قیمت‌گذاری و دادوستد در بازار

ثانویه نیز برخوردار است. ولی اگر اسناد بدهی فروخته شده بر مبنای یک بدهی واقعی شکل نگرفته و تنها ظاهر آن رعایت شده باشد، حجم انبوهی از تراکنش‌های صوری در معاملات بانکی پدید می‌آید که پشتوانه حقیقی ندارد و موجب برهم خوردن تعادل بازار و بروز فساد در شبکه بانکی می‌شود. لذا هرچند ابزار خرید دین می‌تواند یک ابزار پرکاربرد و کلیدی در بازار بین بانکی باشد ولی استفاده از آن بر پایه معاملات صوری، خود موجب سوءاستفاده و تخلفات در این بازار می‌شود. بنابراین صوری نبودن معاملات به صورت پیش فرض برای صحت تبدیل دین به اوراق بهادار در نظر گرفته می‌شود.

۳. ریسک نقدشوندگی: دشواری تبدیل صکوک دین به وجه نقد را ریسک نقدشوندگی می‌نامند. 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 سرمایه‌گذار است، ورقه صکوک دین را بازخرید کرده و بنابراین ریسکی از این بابت متصور نمی‌باشد.

صکوک دین با توجه به اینکه می‌تواند محملی برای کارایی سرمایه در گردش شرکت‌ها باشد و دارای بازار ثانویه 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 ابزاری برای جذب نقدینگی آنان باشد. با این مبنا با توجه به اینکه نقدینگی به دلیل شرایط اقتصادی به سمت بازارهای غیرمولد و موازی رفته است، این ابزار می‌تواند با انتظام بخش از آن حجم از نقدینگی، مقدمات تبدیل آن را به سرمایه مولد فراهم آورد.



### جمع‌بندی و پیشنهادات

در سال‌های اخیر، علاوه بر رشد بنگاه‌های 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 گونه‌ای که ضعف در تجهیز منابع باعث شده تا بخش خصوصی در دستیابی به منابع مالی با تنگنای جدی مواجه شود.

با اشاره به اهمیت سرمایه در گردش برای کسب و کار بنگاه‌های اقتصادی و از آنجا که دارایی‌های جاری بخش بزرگی از کل دارایی‌های آنان را تشکیل می‌دهد که باید بودجه‌بندی گردد، اغلب کسب و کارها در پیش‌بینی بلندمدت بودجه مشکل دارند. این در حالیست که مدیریت صحیح این بخش می‌تواند تأثیر بسزایی بر ریسک و سودآوری شرکت و در نتیجه در ارزش شرکت داشته باشد. صکوک یکی از رایج‌ترین و متداول‌ترین ابزارهای مالی است که در جریان تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار شکل گرفته به طوری که ضمن در برداشتن کارایی و عملکرد ابزارهای متعارف مالی، به طور مستقیم با فعالیت‌های بخش حقیقی ارتباط دارد. براین مبنا و باتوجه به اینکه تبدیل حساب‌های دریافتی به اوراق بهادار در بازارهای مالی متعارف دنیا، مبتنی بر بهره‌بنا نهاده شده است در این تحقیق سعی شده است براساس سازوکارهای فقهی و قانونی موجود در کشور و با استفاده از ظرفیت قرارداد خرید دین به طراحی صکوک دین بر پایه حساب‌های دریافتی پرداخته شود. به منظور توسعه و پیشگیری الگو، موارد ذیل پیشنهاد می‌شود. پیشنهادات مزبور می‌توانند راه‌حلی مؤثر در تبدیل اهرم حساب‌های دریافتی به اهرم سرمایه‌گذاری باشند.

(۱) طراحی مدل‌های بهینه پوشش ریسک اوراق بهادار صکوک دین بویژه

در زمینه:

- ✓ طراحی روش‌های اعتبارسنجی اسناد خرید (مشمول بر تمایز اسناد صوری از واقعی، ارزیابی توان مالی و عملیاتی خریدار و فروشنده و ....)؛
  - ✓ حذف رکن ضمانت پرداخت اصل و سود اوراق بهادار صکوک دین؛
  - ✓ کاهش هزینه‌های تأمین مالی از طریق تبیین نقشه استراتژی فرآیند انتشار.
- ۲) طراحی الگوهای قیمت‌گذاری برای تبدیل حساب‌های دریافتی به اوراق بهادار؛
- ۳) مهندسی مالی اوراق بهادار صکوک دین از جمله:
- ✓ صکوک دین قابل تبدیل به سهام؛
  - ✓ صکوک دین قابل تعویض با سهام؛
  - ✓ طراحی صندوق سرمایه‌گذاری خرید دین.

## یادداشت‌ها

۱. حساب‌های دریافتی به دو صورت است:

الف) حساب‌های دریافتی با حق رجوع (Recourse Account Recievable)؛

ب) حساب‌های دریافتی بدون حق رجوع (Non-Recourse Account Recievable).

- 2 Fabozzi
3. Special Purpose Vehicle/ Entity (SPV/SPE)
- 4 korgaonkar
- 5 Levy
- 6 Lsam & Watkins
- 7 Krlh & Glyfr
8. Factoring
9. Agency Problems

### کتابنامه

- ایزدی‌نیا، ناصر و عبدالله تاکی (۱۳۸۹)، «بررسی تأثیر سرمایه در گردش بر قابلیت سوددهی شرکت‌های پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران»، *حسابداری مالی*، شماره ۵.
- بانک مرکزی (۱۳۹۰)، دستورالعمل‌های اجرایی عقود سه‌گانه استصناع، مرابحه و خرید دین، مصوب یک‌هزار و یکصد و بیست و هشتمین جلسه شورای پول و اعتبار مورخ ۱۳۹۰/۰۵/۲۵.
- بزرگ اصل، موسی (۱۳۹۲)، *حسابداری میانه (۱)*، تهران: سازمان حسابرسی.
- تاجیک، مهدی و احمد پرخیده (۱۳۹۱)، نگاهی به چالش‌های تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی در ایران، گزارش نظرسنجی ماهانه از هیأت نمایندگان اتاق بازرگانی، صنایع، معادن و کشاورزی ایران.
- ثابت، سید عبدالحمید (۱۳۸۱)، «موضوع‌شناسی بیع دین»، *فقه اهل بیت*، شماره ۳۱، صص ۱۳۸-۲۰۸.
- سازمان بورس و اوراق بهادار (۱۳۸۸)، *قوانین و مقررات بازار اوراق بهادار*، تهران: شرکت اطلاع‌رسانی و خدمات بورس.
- سازمان بورس و اوراق بهادار (۱۳۸۹)، دستورالعمل فعالیت نهادهای واسط، مصوب شورای عالی بورس و اوراق بهادار.
- سروش، ابوذر (۱۳۸۷)، «اوراق مشارکت رهنی ابزاری نوین در تأمین مالی بانک‌ها»، *اقتصاد اسلامی*، شماره ۲۹، صص ۱۶۳-۱۸۸.
- شایگان‌فرد، حجت‌اله (۱۳۹۱)، «درآمدی بر تأمین مالی و سرمایه در گردش بنگاه‌ها با تأکید بر روش‌های غیربانکی»، *بررسی مسائل و سیاست‌های اقتصادی*، شماره ۱، ۱۲۷-۱۳۸.
- صفائی، محمد (۱۳۹۲)، «صکوک ترکیبی مشارکت - وکالت ابزاری نوین برای تأمین مالی»، تهران: ششمین کنفرانس توسعه نظام مالی در ایران، دانشگاه صنعتی شریف.
- فتحی، سعید و سید یاسین توکلی (۱۳۸۸)، «بررسی ارتباط بین مدیریت سرمایه در گردش و عملکرد مالی بنگاه‌های اقتصادی»، *بررسی‌های بازرگانی*، شماره ۳۶، صص ۱۰۴-۱۱۶.

فقهی کاشانی، محمد (۱۳۸۵)، تبدیل به اوراق بهادارسازی دارایی‌ها (وام‌ها) در صنعت بانکداری، تهران: پژوهشکده پولی و بانکی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.  
فیصل احمد، منجو (۱۳۸۶)، «تبدیل به اوراق بهادار نمودن دارایی‌ها راهکاری مهم برای بانک‌های اسلامی»، مترجم مجتبی کریمی، *روند اقتصادی*، شماره ۵۴ و ۵۵، صص ۱۸۵-۲۲۸.

فیضی چکاب، غلام‌نبی و علی درزی (۱۳۹۳)، «بررسی حقوقی روابط اطراف قرارداد تأمین مالی فاکتورینگ»، *حقوق خصوصی*، شماره ۶، صص ۱۰۹-۱۳۸.

گلستانی، پرویز و امیرعلی خان خلیلی (۱۳۹۲)، *حسابرسی ۲*، تهران: دانشگاه پیام نور.  
مرادی، محمدعلی و مصطفی نجار (۱۳۹۲)، «بررسی رابطه بین مازاد سرمایه در گردش و بازده مازاد سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، شماره ۷۲، صص ۱۰۹-۱۳۲.

معصومی‌نیا، غلامعلی (۱۳۸۹)، *بررسی فقهی اقتصادی ابزارهای مشتقه*، تهران: سازمان انتشارات پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.

مناجاتی، رضا (۱۳۹۰)، *آموزش گام به گام مدیریت مالی*، تهران: انتشارات نگاه دانش.  
موسویان، سیدعباس (۱۳۸۸)، «صکوک مباحه ابزار مالی مناسب برای بازار پول و سرمایه اسلامی»، *پول و اقتصاد*، شماره ۱۱، صص ۹-۳۲.

موسویان، سیدعباس (۱۳۸۹)، «تبدیل دارایی‌های بانکی به اوراق بهادار در بانکداری بدون ربا»، *پول و اقتصاد*، شماره ۴.

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

میثمی، حسین (۱۳۹۳)، «صکوک بیع دین به عنوان ابزار سیاست پولی»، *تازه‌های اقتصاد*، شماره ۱۴۳، صص ۱۱۸-۱۲۰.

هدایتی، سفری و کلهر (۱۳۷۵)، *علمیات بانکی داخلی*، تهران: مؤسسه بانکداری ایران.

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

- Fleming, M.J. (2004), "Using Equipment Lease to Strategic Advantage", Equipment Leasing Association
- Giddy, Ian (2000), "The Securitization Process", Stern School of Business New, York University
- Kerle, Phillip & Gullifer, Louise (2013), "The Future of Trade Receivables Securitization in Europe", *Journal of Structured Finance*, Vol.19, No.1.
- Korgaonkar, Sanket (2009), "Receivables Securitization & the On-Financial Firm", the Wharton School, University of Pennsylvania.
- Latham & Watkins, (2012), "The International Comparative Legal Guide to: Securitisation 2012", Global Legal Group Ltd
- Levy, Hagit, (2010), "Accounts Receivable Financing and Information Asymmetry", Columbia University
- The Edwards Research Group (1997), "The Basics of Accounts Receivable Factoring", Working Paper

**Buy Bonds Dayn Effective Tool in Providing Working Capital of Enterprises**

*Saeid Ahmadi\**

*Received: 03/10/2015*

*Mohammad Mehdi Dejdar\*\**

*Accepted: 01/03/2016*

Today continuation of economic activities requires access to timely and adequate financial resources to provide working capital for enterprises, and any decision in this area has a considerable effect on the operational efficiency of the business unit and will lead to changes in the value of the company and ultimately shareholders' wealth.

In current conditions, because of the volume of outstanding debts of banks, and consequently, the lack of adequate capacity to respond to the increasing demand for loans, the access to financing is more difficult, leading to undesirable and inappropriate management of working capital and companies' loss of their competitive deals. Accordingly, one of the requirements of enterprises for improving the business environment is the effectiveness in providing working capital through the development of methods to achieve short-term funding from the capital market.

In this paper, by using a descriptive analytical method with *fiqh*-based approach and considering the requirements of *sharia* and the country's laws, efforts have been made to develop a model for the issuance of securities that lead to efficient working capital of firms. Thus, according to the research carried out in our country and experiences gained in the field of securities, Sukuk Al Dayn based on accounts receivable is recommended as a new model for an efficient working capital management in Iran's financial market.

**Keywords:** Sukuk, Sukuk Al Dayn, Debt Buying, Working Capital, Accounts Receivable

**JEL Classification:** G31, G32

---

\* M.A. in Islamic Studies and Financial Management, Imam Sadiq University, (Corresponding Author), Saeidahmadi83@gmail.com

\*\* Ph.D. Student of Islamic Finance Management, Imam Sadiq University, mmdj.finance@gmail.com