

**اوراق تجاری اسلامی، ابزاری مناسب
برای تأمین مالی کوتاه‌مدت**

رسول خوانساری*

چکیده

رفع نیازهای نقدینگی کوتاه‌مدت یکی از چالش‌های مهمی است که همواره مؤسسات مالی و غیرمالی با آن روبه‌رو بوده‌اند. طراحی و به‌کارگیری ابزارهای مالی متنوع و متناسب با نیازهای بنگاه‌ها به‌ویژه در شرایطی که بانک‌ها و مؤسسات مالی با محدودیت در اعطای تسهیلات مواجهند، نقش مهمی در تداوم فعالیت و حفظ پویایی آن‌ها دارد. یکی از ابزارهای پرکاربرد در بازارهای مالی دنیا اوراق تجاری است. ولی استفاده از این ابزار به‌دلیل وجود اشکال ربا از نظر شریعت اسلام مجاز نیست. در این مقاله پس از معرفی اوراق تجاری متعارف، دو الگو برای طراحی اوراق تجاری اسلامی به‌همراه پیشنهادهایی برای انتشار آن‌ها مطرح می‌گردد.

کلمات کلیدی: تأمین مالی کوتاه‌مدت، اوراق تجاری، اوراق تجاری اسلامی، شرکت تأمین مالی.

مقدمه

امروزه مؤسسات مالی و بنگاه‌های تجاری از روش‌ها و ابزارهای گوناگونی برای تأمین مالی فعالیت‌های خود استفاده می‌کنند و متناسب با ویژگی‌های خود و شرایط اقتصادی موجود، شیوه مناسب تأمین مالی را برمی‌گزینند. منابع مالی در پیشبرد اهداف اقتصادی مؤسسات و بنگاه‌های تجاری اهمیت زیادی دارند و به‌ویژه در مواقعی که نیاز فوری به این منابع وجود دارد، اهمیت آن‌ها بیش‌تر آشکار می‌گردد. این امر به قدری مهم است که گاهی بروز مشکل کمبود نقدینگی و ناتوانی در برطرف کردن آن می‌تواند منجر به ورشکستگی یک مؤسسه با سابقه طولانی و گستره فعالیت وسیع گردد. در یک تقسیم‌بندی کلی می‌توان ابزارهای تأمین مالی را به دو دسته ابزارهای کوتاه‌مدت و بلندمدت طبقه‌بندی کرد و از این حیث ابزارها را به دو دسته ابزارهای بازار پول و سرمایه تفکیک می‌کنند. یکی از انواع ابزارهای بازار پول، اوراق تجاری^۱ است که در تأمین مالی کوتاه‌مدت نقش مهمی را ایفا می‌کند. با این حال به دلیل وجود قرارداد قرض همراه با زیادی، در این ابزار مالی مشکل ربا وجود دارد و طبق شریعت اسلام استفاده از آن مجاز نیست. با توجه به مشکلات زیادی که شرکت‌های ایرانی در زمینه تأمین مالی تولید با آن روبه‌رو هستند و ضرورت طراحی ابزارهای مالی برای تأمین مالی تولید، در این مقاله برآنیم تا با تبیین مزایای استفاده از اوراق تجاری، دو الگوی عملیاتی برای این ابزار با نام اوراق تجاری اسلامی طراحی نماییم.

۱- ادبیات پژوهش

ابزارهای مالی (اوراق بهادار) بازار پول به ابزارهایی گفته می‌شود که برای تأمین مالی کوتاه‌مدت (سررسید یک سال و کم‌تر از آن) استفاده می‌شوند. این

^۱ Commercial paper

ابزارها دارای چند ویژگی مهم‌اند: معمولاً با حجم بالا فروخته می‌شوند، ریسک نکول در آن‌ها بسیار پایین است و سررسید آن‌ها از تاریخ انتشار اصلی یک سال یا کم‌تر است. بیش‌تر ابزارهای بازار پول دارای سررسید کم‌تر از چهار ماه هستند. اوراق بهادار بازار پول معمولاً بازار ثانویه فعالی دارند. داشتن بازار ثانویه بدان معنی است که پس از فروش اولیه اوراق بهادار، یافتن خریدارانی در آینده برای اوراق کم و بیش آسان خواهد بود. وجود بازار ثانویه فعال موجب تبدیل اوراق بهادار بازار پول به ابزارهای بسیار انعطاف‌پذیر جهت پاسخ‌گویی به نیازهای مالی کوتاه‌مدت می‌شود (میشکین و ایکینز، ۲۰۱۲).

۱-۱- ابزارهای مالی بازار پول

در بازار پول، خاصیت نقدشوندگی ابزارهای مالی اهمیت زیادی دارد. نقدشوندگی این ابزارها باید به قدری زیاد باشد که همانند وجه نقد بتوان به‌سهولت و با کم‌ترین هزینه آن‌ها را داد و ستد کرد. مهم‌ترین ابزارهای بازار پول در بانکداری متعارف به‌شرح ذیل است:

۱- اوراق خزانه: اوراق بدهی کوتاه‌مدت با سررسید سه ماه تا یکسال که توسط دولت‌ها به‌منظور پوشش کسری بودجه و تأمین مالی مجدد بدهی‌های سررسید شده منتشر می‌شوند. این اوراق نقدشوندگی بسیار زیادی دارند و ریسک نکول در آن‌ها بسیار اندک است. این اوراق از نوع تنزیلی هستند، یعنی در زمان انتشار به مبلغی کم‌تر از ارزش اسمی فروخته می‌شوند. در بین ابزارهای مالی بازار پول، اوراق خزانه بیش‌ترین حجم معاملات را به‌خود اختصاص داده‌اند (ساندرز و کورنت، ۲۰۱۲).

۲- وجوه فدرال: وجوه فدرال یا وجوه بین بانکی، وجوه کوتاه‌مدتی هستند که معمولاً به‌صورت یک‌شبه بین مؤسسات مالی رد و بدل می‌شوند. برای مثال بانک‌های تجاری وجوه فدرال را به‌شکل ذخایر مازاد خود نزد بانک مرکزی، داد و ستد

می‌کنند. نرخ بهره این وجوه پایین است و به آن نرخ وجوه فدرال یا نرخ یک شبه گفته می‌شود (همان). دلیل تمایل بانک‌ها به اعطای وام در بازار وجوه فدرال، آن است که نگهداری وجوه مازاد در فدرال رزرو بدون بهره است. بنابراین با وجود اینکه نرخ بهره وجوه فدرال پایین است، ولی بهتر از گزینه جایگزین، یعنی نگهداری در فدرال رزرو است. یکی از نشانه‌های رواج وجوه فدرال جابه‌جایی حدود ۲۵۰ میلیارد دلار از وجوه فدرال رزرو در یک روز می‌باشد (میشکین و ایکنینز، ۲۰۱۲).

۳- موافقت‌نامه باز خرید (رپو): قراردادی است شامل فروش اوراق بهادار توسط یک طرف به طرف دیگر با تعهد به باز خرید اوراق توسط طرف اول در تاریخ و قیمتی مشخص در آینده. بیش‌تر موافقت‌نامه‌های باز خرید دارای سررسید بسیار کوتاه‌مدت (از یک روز تا دو هفته) هستند، ولی بازار قراردادهای یک تا سه ماهه نیز در حال رشد است. قراردادهای با سررسید کم‌تر از یک هفته، دارای ارزش اسمی حداقل ۲۵ میلیون دلار و قراردادهای طولانی مدت‌تر اغلب دارای ارزش اسمی ۱۰ میلیون دلار هستند (چودری، ۲۰۱۰؛ ساندرز و کورنت، ۲۰۱۲). متوسط روزانه مبلغ انتشار موافقت‌نامه خرید در سه ماهه چهارم سال ۲۰۱۳ در امریکا حدود ۴/۵ تریلیون دلار بوده است (فدرال رزرو، ۲۰۱۳).

۴- اوراق تجاری: اوراق کوتاه‌مدت بدون وثیقه‌ای هستند که توسط شرکت‌های تأمین مالی، بانک‌ها و شرکت‌های تولیدی برای تأمین نقدینگی منتشر می‌شوند (راس و همکاران، ۲۰۱۴).

۵- سپرده دلار اروپایی: سپرده‌های مدت‌دار دلاری در بانک‌های خارج از امریکا یا شعبه‌های خارجی بانک‌های امریکایی. این سپرده‌ها نسبت به سپرده‌های معمولی، محدودیت‌های مقرراتی کم‌تری دارند و به همین دلیل بانک‌ها انگیزه زیادی برای جذب این نوع سپرده‌ها دارند.

۶- گواهی سپرده قابل معامله: یک سپرده مدت‌دار بانکی که با نرخ بهره و سررسید معین منتشر می‌شود و برخلاف سپرده معمولی در بازار ثانویه قابل داد و ستد (مذاکره) است. این اوراق معمولاً به صورت بی‌نام منتشر می‌شوند و دارنده آن در سررسید مالک اصل و فرع مبلغ مندرج در گواهی محسوب می‌شود. گواهی سپرده قابل معامله دارای ارزش‌های اسمی گوناگون از ۱۰۰ هزار دلار تا ۱۰ میلیون دلار است که از بین آن‌ها مبلغ اسمی یک میلیون دلار رایج‌تر است (ساندرز و کورنت، ۲۰۱۲).

۷- حواله بانکی: یک ابزار بدهی کوتاه‌مدت که از سوی یک شرکت منتشر می‌شود و پرداخت آن توسط بانک تضمین شده است. از این ابزار معمولاً در معاملات تجاری بین‌المللی استفاده می‌شود و در بازار ثانویه نیز قابل داد و ستد است (همان).

در بین ابزارهای مطرح شده، اوراق خزانه و اوراق تجاری از نوع تنزیلی و سایر ابزارها از نوع کوپن‌دار می‌باشند. از جمله دلایل تنوع در ابزارهای مالی بازار پول، مختصات گوناگون این ابزارها از حیث سررسید، ریسک و ... است که مشارکت‌کنندگان مختلف در بازار با توجه به نیازهای خود به انتشار یا خرید این ابزارها مبادرت می‌کنند. لذا وجود تنوع در ابزارهای بازار بین بانکی نیز می‌تواند به عمیق‌تر شدن این بازار بیش‌تر کمک کند. در جدول شماره ۱ میزان حجم و نسبت انتشار مهم‌ترین ابزارهای بازار پول در امریکا نشان داده شده است (همان).

جدول شماره ۱: مقایسه حجم و نسبت انتشار ابزارهای مالی بازار پول در امریکا (میلیارد دلار)

۲۰۱۰		۲۰۰۷		۲۰۰۴		۱۹۹۰		ابزار مالی بازار پول
نسبت	حجم	نسبت	حجم	نسبت	حجم	نسبت	حجم	
۲۹	۱۸۵۶	۱۳	۱۰۱۰	۱۹	۹۸۲	۲۶	۵۲۷	اوراق خزانه
۲۶	۱۶۵۶	۳۴	۲۷۳۱	۳۰	۱۵۸۵	۱۸	۳۷۲	وجوه فدرال و موافقتنامه بازخرید
۱۷	۱۰۸۳	۲۶	۲۱۰۹	۲۵	۱۳۱۰	۲۶	۵۳۸	اوراق تجاری
۲۸	۱۸۲۲	۲۷	۲۱۴۹	۲۶	۱۳۷۹	۲۷	۵۴۷	گواهی سپرده قابل معامله
۰	۱	۰	۱	۰/۰۱۱	۴	۳	۵۲	حواله بانکی
۱۰۰	۶۴۱۸	۱۰۰	۸۰۰۰	۱۰۰	۵۲۶۰	۱۰۰	۲۰۳۶	مجموع

مأخذ: فدرال رزرو

بانک‌های تجاری و سرمایه‌گذاری، دولت‌ها، بانک مرکزی، شرکت‌ها، نهادهای عمومی، صندوق‌های سرمایه‌گذاری، شرکت‌های کارگزاری و معامله‌گران از جمله مهم‌ترین مشارکت‌کنندگان بازار پول به‌شمار می‌روند. در این میان نقش بانک‌های تجاری و سرمایه‌گذاری در بازار بین بانکی از بقیه برجسته‌تر است. در نظام مالی متعارف، شرکت‌ها می‌توانند با انتشار اوراق تجاری، بخش زیادی از نیاز به تأمین مالی سرمایه در گردش خود را پوشش دهند. سرمایه در گردش آن مقدار دارایی جاری است که از محل منابع مالی بلندمدت تأمین شده است. سرمایه در گردش ناخالص به‌صورت کل دارایی‌های جاری و سرمایه در گردش خالص به‌صورت مازاد دارایی جاری بر بدهی جاری بیان می‌شود.^۱ میزان سرمایه در گردش شاخصی برای تشخیص درجه نقدینگی، توان بازپرداخت بدهی و تداوم فعالیت‌های عملیاتی بنگاه است و مدیریت سرمایه در گردش تعیین حجم و ترکیب منابع و مصارف سرمایه در گردش است به‌گونه‌ای که ارزش شرکت افزایش یابد. معمولاً بنگاه‌ها در شروع سال مالی به سرمایه در گردش مثبت برای آغاز فعالیت‌های عملیاتی

^۱ منظور از دارایی‌ها و بدهی‌های جاری، دارایی‌ها و بدهی‌های با سررسید کم‌تر از یک سال است.

خود نیاز دارند که بعضاً ممکن است برای بنگاه سرمایه در گردش مثبت وجود نداشته باشد.

افزون بر ابزارهای ذکر شده در بالا برای تأمین مالی کوتاه‌مدت روش‌های دیگری نیز وجود دارد. اعتبار تجاری (خرید نسبه کالا)، استفاده از حساب‌های دریافتی و موجودی کالا برای دریافت اعتبار، پیش‌فروش محصولات و دریافت تسهیلات از بانک‌ها و مؤسسات مالی غیربانکی از جمله مهم‌ترین روش‌های تأمین مالی کوتاه‌مدت به‌شمار می‌روند. در مقاله حاضر تمرکز اصلی بر اوراق تجاری به‌عنوان یکی از ابزارهای مهم تأمین مالی کوتاه‌مدت در بازار پول می‌باشد.

رونق انتشار اوراق تجاری، موجب افزایش سهم این اوراق در سبد دارایی بانک‌ها و جایگزینی آن با بخش گسترده‌ای از وام‌های تجاری و صنعتی شده است. با این حال، به‌دلیل مشکلات شرعی موجود در این ابزار، امکان استفاده از آن در بانک‌های اسلامی وجود ندارد و از این‌رو لازم است جایگزین مناسبی با استفاده از عقود شرعی در بانکداری اسلامی طراحی و عرضه شود.

۲-۱- اوراق تجاری متعارف

اوراق تجاری یک سند بدهی کوتاه‌مدت بدون وثیقه است که اغلب توسط بانک‌های بزرگ، شرکت‌های تأمین مالی یا شرکت‌های تولیدی به‌منظور تأمین مالی کوتاه‌مدت منتشر می‌شود. حجم بسیار زیادی از ابزارهای مالی بازار پول به اوراق تجاری اختصاص دارد. به‌گونه‌ای که تا پایان ژوئیه سال ۲۰۱۴، مبلغ اوراق تجاری سررسید نشده در آمریکا، ۱۰۲۴ میلیارد دلار است. این در حالی است که این مبلغ در پایان سال ۲۰۰۷، ۲۱۰۹ میلیارد دلار بوده است. علت این کاهش قابل توجه در حجم اوراق تجاری، تمایل سرمایه‌گذاران به اوراق کم‌ریسک مانند اوراق خزانه پس از بحران مالی سال ۲۰۰۸ می‌باشد. شرکت‌های معتبر (دارای رتبه اعتباری بالا) معمولاً می‌توانند با استفاده از اوراق تجاری با نرخ کم‌تری نسبت به استقراض

مستقیم (دریافت وام) از بانک، تأمین مالی کنند. در امریکا بین سال ۱۹۶۵ تا ۱۹۹۰، وام‌های تجاری بخش عمده دارایی بانک‌ها را تشکیل می‌دادند، ولی از سال ۱۹۹۰ به بعد سهم این وام‌ها به‌طرز چشمگیری کاهش یافت که دلیل آن رشد استفاده از اوراق تجاری بود.

سابقه انتشار اوراق تجاری به بیش از صد سال پیش برمی‌گردد؛ یعنی زمانی که بازرگانان نیویورکی، بدهی‌های کوتاه‌مدت خود را به دلان (به‌عنوان واسطه) فروختند. این دلان اسناد بدهی را با مبلغی کم‌تر از ارزش اسمی خریداری می‌کردند و سپس آن‌ها را به بانک‌ها یا دیگر سرمایه‌گذاران واگذار می‌کردند. در سررسید بدهی نیز قرض‌گیرنده معادل مبلغ اسمی را به سرمایه‌گذار پرداخت می‌کرد. مارکوس گلدمن^۱ از مؤسسه گلدمن ساکس، اولین دلال در بازار پول بود که اوراق تجاری را خریداری کرد و پس از جنگ داخلی امریکا، مؤسسه وی به یکی از بزرگ‌ترین دلان اوراق تجاری بدل شد. از آن پس تا جنگ جهانی دوم، فدرال رزرو هم در کنار اوراق خزانه شروع به معامله اوراق تجاری کرد تا سطح ذخایر پولی بین بانک‌ها را تنظیم کند. پس از جنگ جهانی دوم، اوراق تجاری توسط برخی شرکت‌ها منتشر و به‌تدریج به‌عمده‌ترین ابزار بدهی در بازار پول تبدیل شد.

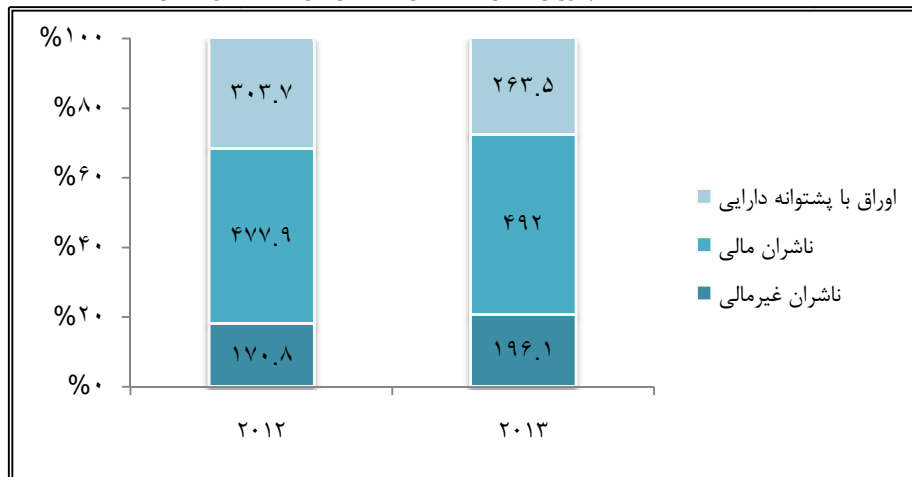
شرکت‌های تأمین مالی^۲ و بانک‌ها و در مرحله بعد شرکت‌ها به‌عنوان ناشران عمده اوراق تجاری شناخته می‌شوند. ریسک نکول این اوراق به توانایی مالی ناشر آن بستگی دارد. ناشران اوراق تجاری به دو دسته ناشران مالی و غیرمالی تقسیم می‌شوند. در شکل شماره ۱ حجم اوراق تجاری منتشر شده در امریکا به تفکیک ناشران مالی و غیرمالی به‌همراه اوراق تجاری با پشتوانه دارایی^۳ از سال ۲۰۱۲ تا ۲۰۱۴ نشان داده شده است.

^۱ Marcus Goldman

^۲ Finance Company

^۳ Asset-backed CP

شکل شماره ۱: حجم اوراق تجاری منتشر شده در آمریکا (میلیارد دلار)



مأخذ: فدرال رزرو

از سوی دیگر صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، بانک‌ها، شرکت‌های بیمه و صندوق‌های بازنشستگی عمده‌ترین خریداران اوراق تجاری محسوب می‌گردند. اوراق تجاری معمولاً با مبالغ اسمی ۱۰۰ هزار دلار، ۲۵۰ هزار دلار، ۵۰۰ هزار دلار و یک میلیون دلار فروخته می‌شوند. این اوراق با سررسید یک تا ۲۷۰ روز منتشر می‌شوند که در این میان سررسید ۲۰ تا ۴۵ روز متداول‌تر است. دلیل وجود سقف ۲۷۰ روز برای سررسید اوراق تجاری آن است که طبق قانون کمیسیون بورس و اوراق بهادار (SEC)، اوراق بهادار با سررسید بیش‌تر از ۲۷۰ روز باید به‌منظور عرضه عمومی در فرایند وقت‌گیر و هزینه‌بر ثبت، به‌شکل عرضه عمومی بدهی (اوراق قرضه شرکتی) منتشر شوند. به‌همین دلیل بیش‌تر اوراق تجاری در سررسید با انتشار اوراق جدید تمدید می‌شوند. بنابراین تأمین مالی با استفاده از اوراق تجاری، روش تأمین مالی آسانی برای ناشران محسوب می‌شود. اوراق تجاری به‌شکل مستقیم (توسط ناشران به خریدارانی مانند صندوق‌های سرمایه‌گذاری) یا غیرمستقیم (توسط دلالان

در بازار اوراق تجاری) فروخته می‌شوند. در حالتی که اوراق به صورت غیرمستقیم منتشر می‌شوند، هزینه بیش‌تری برای ناشر در پی دارند. اوراق تجاری معمولاً توسط سرمایه‌گذاران تا سررسید نگهداری می‌شوند. از این‌رو بازار ثانویه فعالی ندارند.^۱ از آنجا که اوراق تجاری بازار ثانویه فعالی ندارند و نیز یک بدهی بدون وثیقه محسوب می‌شوند، رتبه اعتباری شرکت ناشر اهمیت زیادی در موفقیت فروش اوراق دارد. رتبه اعتباری، اطلاعات مربوط به توانمندی شرکت ناشر برای بازپرداخت وجوه استقراضی و نیز مقایسه بین اوراق تجاری ناشران گوناگون را به سرمایه‌گذاران بالقوه ارائه می‌کند. شرکت‌های رتبه‌بندی مانند استاندارداندپورز، مودیز و فیچ اوراق تجاری را رتبه‌بندی می‌کنند. در واقع همه شرکت‌هایی که اوراق تجاری منتشر می‌کنند، دست کم از یک شرکت رتبه‌بندی، رتبه اعتباری دریافت می‌کنند. هرچه رتبه اعتباری اوراق تجاری بهتر باشد، نرخ بهره آن کم‌تر خواهد بود. ناشران اوراق تجاری که رتبه آن‌ها از رتبه سرمایه‌گذاری^۲ (بالاترین رتبه) کم‌تر باشد، معمولاً اوراق تجاری منتشر شده را با یک خط اعتباری از یک بانک تجاری بازپرداخت می‌کنند. در این حالت، بانک قبول می‌کند که اگر ناشر قادر به تسویه بدهی در سررسید نباشد، پرداخت‌های مربوط به اوراق تجاری را انجام دهد. بنابراین با استفاده از اعتبار اسنادی (LC) پشتیبان اوراق تجاری، می‌توان رتبه اعتباری شرکت را با رتبه اعتباری بانک جایگزین کرد. این امر ریسک اوراق و در نتیجه نرخ بهره آن را برای خریداران کاهش می‌دهد. در برخی موارد، ناشر با گرفتن یک خط اعتباری (تعهد وام) از یک بانک، هنگام ناکافی بودن وجوه برای بازپرداخت مبلغ اوراق تجاری در سررسید، از آن خط برداشت می‌کند. معمولاً با

^۱ این امر تا حدی به سبب آن است که هر دلالی که اوراق تجاری یک شرکت خاص را منتشر (پذیره‌نویسی) می‌کند، معمولاً اگر خریدار مایل باشد، حاضر است آن اوراق را بازخرد کند. در نتیجه معمولاً پذیره‌نویسان این اوراق همانند طرف‌های مقابل در بازار ثانویه عمل می‌کنند.

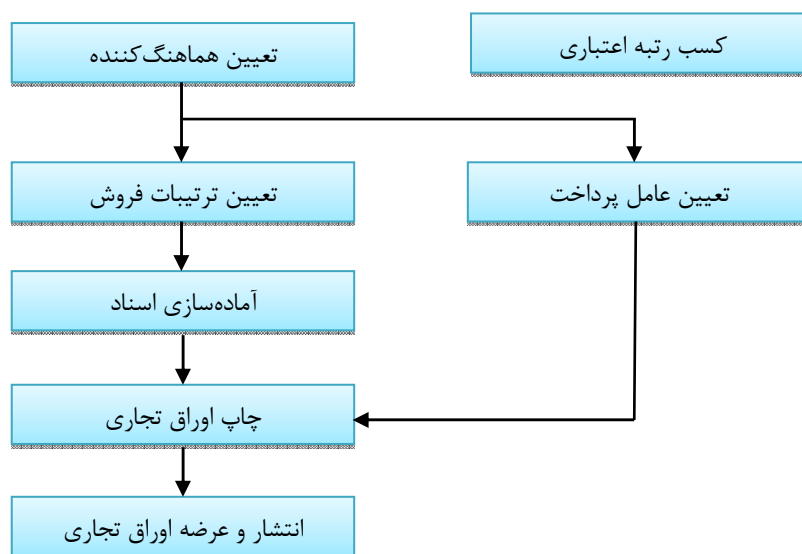
^۲ Prime credit Rating

وقوع شرایط نامطلوب اقتصادی، رتبه اعتباری ناشران اوراق تجاری نیز کاهش می‌یابد و تمایل بانک‌ها برای ارائه اعتبارات اسنادی کاهش می‌یابد. اوراق تجاری در امریکا معمولاً بدون در نظر گرفتن محدودیت زمانی و یا قید شرط مشخص منتشر می‌شوند. برای مثال شرکت‌ها می‌توانند برنامه انتشار اوراق تجاری با سررسید پنج ساله تا سقف مبلغ ۲۰۰ میلیون دلار را پیش‌بینی کنند. به محض شروع این برنامه، شرکت‌ها قادر خواهند بود تا سقف مبلغ پیش‌بینی شده، اوراق تجاری را منتشر کنند. شایان ذکر است که برنامه انتشار به صورت پیوسته قابل طراحی بوده به نحوی که اوراق تجاری جدید دارای این قابلیت هستند که در هر دوره زمانی و حتی در صورت لزوم به صورت روزانه منتشر شوند. از آنجایی که این اوراق، به طور مستمر به سررسید خود رسیده و بازپرداخت می‌شوند، بنابراین امکان انتشار اوراق تجاری بیش‌تری فراهم می‌شود. لیکن باید توجه داشت که هیچ‌گاه ارزش کل اوراق تجاری منتشره نباید از سقف تعیین شده در برنامه تجاوز کند. چنانچه کل مبلغ ۲۰۰ میلیون دلار برای یک دوره زمانی چندین ساله مورد نیاز باشد شرکت در همان ابتدای برنامه احتمالاً اوراق تجاری را با سررسیدهای شش ماهه صادر و با انتشار اوراق تجاری دیگری پیش از سررسید اوراق تجاری منتشره اولیه، نسبت به بازخرید آن‌ها اقدام و بدین ترتیب برنامه را برای شش ماه دیگر ادامه می‌دهد. ابعاد یک برنامه انتشار اوراق تجاری با میزان سقف استقراض مورد نیاز سنجیده شده به نحوی که کم‌ترین برنامه انتشار بین ۱۰۰ تا ۱۵۰ میلیون دلار در نظر گرفته می‌شود. از آنجایی که اوراق تجاری با برنامه چندین ساله منتشر می‌شوند، بنابراین می‌تواند برای منتشرکنندگان اوراق علاوه بر یک ابزار کوتاه‌مدت بازار سرمایه، به عنوان یک منبع تأمین مالی بلندمدت محسوب شوند.

متداول‌ترین روش انتشار اوراق تجاری از طریق برنامه فروش است. شرکتی که برنامه انتشار اوراق تجاری را طراحی می‌کند و معمولاً به عنوان هماهنگ‌کننده

برنامه نامیده خواهد شد توسط یک بانک سرمایه‌گذاری پیشنهاد می‌شود. در شکل شماره ۲ فرایند انتشار اوراق تجاری متعارف نشان داده شده است.

شکل شماره ۲: فرایند انتشار اوراق تجاری از طریق برنامه فروش (میلیارد دلار)



از آنجا که شرکت‌های تأمین مالی به‌عنوان یکی از ناشران مهم اوراق تجاری شناخته می‌شوند، در این مقاله به‌طور مختصر این شرکت‌ها را معرفی خواهیم کرد تا با بررسی‌های بیش‌تر درباره ساختار و ماهیت این شرکت‌ها، امکان راه‌اندازی آن‌ها برای انتشار اوراق تجاری و نیز ایفای سایر نقش‌ها در تأمین مالی تولید مدنظر قرار گیرد. شرکت تأمین مالی مؤسسه‌ای است که عمده دارایی‌های آن را تسهیلات پرداختی به افراد و شرکت‌ها تشکیل می‌دهد. شرکت‌های تأمین مالی مانند مؤسسات سپرده‌پذیر، واسطه‌های مالی هستند با استقراض وجوه و اعطای تسهیلات از تفاوت

نرخ تسهیلات و وجوه استقراضی کسب سود می‌کنند. شرکت‌های تأمین مالی به سه دسته تقسیم می‌شوند:

۱- مؤسسات تأمین مالی فروش^۱: این نوع مؤسسات در پرداخت تسهیلات به مشتریان یک تولیدکننده تخصص دارند. از آنجا که این مؤسسات در مقایسه با مؤسسات سپرده‌پذیر می‌توانند عملیات پرداخت تسهیلات را سریع‌تر و آسان‌تر انجام دهند (معمولاً در محل خرید)، این بخش از صنعت مالی رقابت شدیدی با مؤسسات سپرده‌پذیر در رابطه با تسهیلات خرد دارد.

۲- مؤسسات اعتباری شخصی^۲: این مؤسسات متخصص پرداخت تسهیلات به مشتریان حقیقی هستند. مؤسسات اعتباری شخصی به مشتریان کم‌درآمد یا با سابقه اعتباری بد که مؤسسات سپرده‌پذیر مانند بانک‌ها حاضر به پرداخت تسهیلات به آن‌ها نیستند، تسهیلات می‌دهند. آن‌ها ریسک اضافی پذیرفته شده را با نرخ‌های بالاتر و پذیرش وثیقه‌هایی که مؤسسات سپرده‌پذیر نمی‌پذیرند (مانند خودروی دست دوم)، جبران می‌کنند.

۳- مؤسسات اعتباری شرکتی^۳: این نوع از شرکت‌های تأمین مالی، شرکت‌های تولیدی را به‌ویژه از طریق لیزینگ تجهیزات یا عاملیت (فاکتورینگ)^۴ تأمین مالی می‌کند. بسیاری از شرکت‌های تأمین مالی بزرگ هر سه کارکرد فوق را ایفا می‌کنند. شرکت‌های تأمین مالی سه نوع عمده از تسهیلات را ارائه می‌کنند: تسهیلات

^۱ Sales Finance Institutions

^۲ Personal Credit Institutions

^۳ Business Credit Institutions

^۴ یکی از سازوکارهای تأمین مالی که در آن شرکت تأمین مالی، حساب‌های دریافتی شرکت‌ها را (با تنزیل) خریداری می‌کند. شرکت تأمین مالی معمولاً کیفیت اعتباری حساب‌های دریافتی را پیش از خرید ارزیابی می‌کند. این شرکت در پردازش و جمع‌آوری اسناد تبحر دارد و می‌تواند از صرفه‌جویی به مقیاس در جمع‌آوری مطالبات استفاده کند. از سوی دیگر شرکت فروشنده حساب‌های دریافتی از ایجاد واحد اعتباری به‌منظور وصول مطالبات بی‌نیاز می‌شود و در نتیجه هزینه‌های عملیاتی آن کاهش می‌یابد.

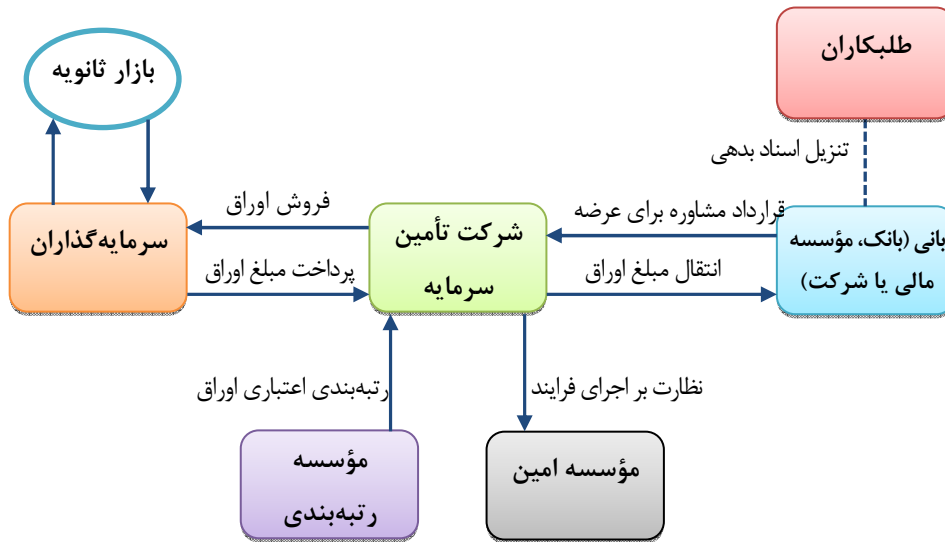
رهنی، تسهیلات شخصی (مشتریان حقیقی)، تسهیلات تجاری (مشتریان حقوقی). تسهیلات تجاری و شخصی عمده دارایی‌های شرکت‌های تأمین مالی را تشکیل می‌دهند. در سالیان اخیر نسبت تسهیلات رهنی در این مؤسسات افزایش یافته است، گرچه هنوز هم بخش غالب تسهیلات مربوط به این نوع تسهیلات نمی‌باشد. شرکت‌های تأمین مالی برای تأمین مالی خود، اتکای زیادی به اوراق تجاری کوتاه‌مدت و دیگر ابزارهای بدهی (اوراق قرضه بلندمدت‌تر) دارند.

۲- طراحی اوراق تجاری اسلامی

با توجه به آنچه درباره اوراق تجاری متعارف مطرح شد، مشخص است که این ابزار مالی با وجود کارکرد زیادی که در تأمین مالی بنگاه‌های تجاری و مؤسسات مالی دارد، ولی به دلیل آن‌که مبتنی بر قرارداد قرض همراه با زیادی می‌باشد، یک ابزار ربوی محسوب می‌شود و از دیدگاه شریعت اسلام پذیرفتنی نیست. لذا در این بخش از مقاله دو مدل جایگزین برای طراحی اوراق تجاری منطبق با شریعت از دیدگاه فقه امامیه معرفی می‌شود که البته به کارگیری و اجرای آن‌ها در عمل نیازمند بررسی و موشکافی بیش‌تر توسط خبرگان فقهی و بانکی است.

الف- طراحی اوراق تجاری اسلامی براساس قرارداد خرید دین: در الگوی

اول، طراحی اوراق تجاری اسلامی از طریق تنزیل حساب‌های دریافتنی (و دیگر اسناد بدهی کوتاه‌مدت) و تبدیل به اوراق بهادار کردن آن‌ها امکان‌پذیر است. مدل عملیاتی اوراق تجاری براساس خرید دین به شکل زیر است:

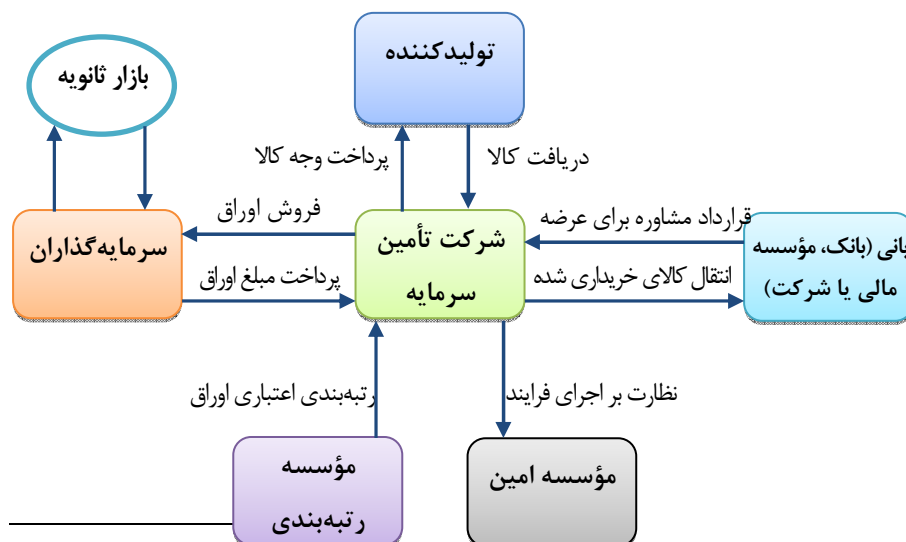


مراحل تأمین مالی از طریق الگوی پیشنهادی اول با استفاده از اوراق تجاری اسلامی به شرح ذیل است:

- ۱- بانی (بانک، مؤسسه مالی یا شرکت) جهت تأمین مالی از طریق اوراق تجاری با شرکت تأمین سرمایه قرارداد مشاوره منعقد می‌کند.
- ۲- شرکت تأمین سرمایه پس از بررسی شرایط ناشر و دریافت مجوز از بانک مرکزی، از طریق عامل فروش اقدام به فروش اوراق تجاری به سرمایه‌گذاران (با مبلغی کم‌تر از ارزش اسمی) می‌کند.
- ۳- سرمایه‌گذاران با خرید اوراق تجاری، وجوه آن را در اختیار شرکت تأمین سرمایه قرار می‌دهند تا به وکالت از طرف آنان به بانی منتقل کند.
- ۴- بانی در سررسید مبلغ اسمی اوراق تجاری را در اختیار شرکت تأمین سرمایه قرار می‌دهد تا به سرمایه‌گذاران پرداخت شود.

۵- سرمایه‌گذاران می‌توانند اوراق تجاری را تا سررسید نگه دارند، یا این‌که آن را در بازار ثانویه به سرمایه‌گذاران دیگر بفروشند.

ب- انتشار اوراق تجاری اسلامی براساس قرارداد مرابحه: در الگوی دوم اوراق تجاری اسلامی، بانی می‌تواند نیازهای خود برای تأمین مواد اولیه و موجودی کالا را بر مبنای قرارداد مرابحه تأمین کند.^۱ بدین صورت که شرکت تأمین سرمایه با انتشار اوراق تجاری از طرف شرکت، به خرید نقدی دارایی مورد نیاز بانی از تولیدکننده (فروشنده) اقدام می‌کند (یا این‌که بانی به وکالت از طرف تأمین سرمایه این کار را انجام می‌دهد) و سپس آن‌ها را به صورت نسیه (اقساطی یا یکجا در سررسید) همراه با درصدی سود (ربح) به بانی می‌فروشد. عواید دریافتی از بانی به سرمایه‌گذاران (خریداران اوراق تجاری) به صورت دوره‌ای یا یکجا در سررسید پرداخت می‌شود. فرایند انتشار این نوع از اوراق تجاری در شکل زیر نشان داده شده است:



^۱ شایان ذکر است بانک‌ها و مؤسسات مالی نیز می‌توانند از این ابزار به نمایندگی از مشتریان خود برای تأمین مالی کوتاه‌مدت استفاده کنند.

- ۱- بانی (بانک، مؤسسه مالی یا شرکت) جهت تأمین مالی از طریق اوراق تجاری با شرکت تأمین سرمایه قرارداد مشاوره منعقد می‌کند.
 - ۲- شرکت تأمین سرمایه پس از بررسی شرایط بانی و دریافت مجوز از بانک مرکزی، از طریق عامل فروش اقدام به انتشار اوراق تجاری به ارزش اسمی معادل قیمت نسبیته دارایی می‌کند. سپس آن‌ها را به قیمت تنزیلی به اضافه هزینه عملیات به سرمایه‌گذاران واگذار می‌کند.
 - ۳- سرمایه‌گذاران با خرید اوراق تجاری، وجوه آن را در اختیار شرکت تأمین سرمایه قرار می‌دهند تا دارایی مورد نیاز بانی به صورت نقد و به وکالت از طرف سرمایه‌گذاران از تولیدکننده (فروشنده) خریداری کند.
 - ۴- شرکت تأمین سرمایه کالای خریداری شده را با افزودن سود مشخص به صورت نسبیته به بانی می‌فروشد.
 - ۵- بانی در سررسید مبلغ اسمی اوراق تجاری را در اختیار شرکت تأمین سرمایه قرار می‌دهد تا به سرمایه‌گذاران پرداخت شود.
 - ۶- سرمایه‌گذاران می‌توانند اوراق تجاری را تا سررسید نگه دارند، یا این‌که آن را در بازار ثانویه به سرمایه‌گذاران دیگر بفروشند.
در دو الگوی پیشنهادی فوق نکات ذیل قابل توجه است:
- ۱- در این الگوها، به دلیل نیاز به سهولت فرایند انتشار، نیاز به واسطه (SPV) وجود ندارد و فرایند انتشار اوراق تجاری با نظارت بانک مرکزی صورت می‌گیرد. همان‌طور که گفته شد در مورد اوراق تجاری متعارف نیز به دلیل آن‌که سررسید آن از ۲۷۰ روز کم‌تر است، ثبت آن نزد کمیسیون بورس و اوراق بهادار لازم نیست.
 - ۲- در ساختارهای فوق، نقش مؤسسه رتبه‌بندی اعتباری نیز پیش‌بینی شده است تا در صورت وجود این مؤسسه به صورت مستقل بتوان از آن برای رتبه‌بندی و تعیین سطح ریسک اوراق استفاده کرد. از آنجا که در شرایط کنونی مؤسسه

رتبه‌بندی اعتباری مستقل در کشور وجود ندارد، از جایگزین‌های زیر می‌توان برای تعیین سطح ریسک اوراق به‌منظور قیمت‌گذاری استفاده کرد:

- استفاده از ظرفیت نظام بانکی (مانند ضمانت‌نامه بانکی، خط اعتباری ویژه بازپرداخت اوراق تجاری و ...) برای تضمین بازپرداخت اوراق در سررسید

- فروش اوراق به کسر به‌منظور ایجاد سازوکار قیمت‌گذاری متناسب با ریسک اوراق

- استفاده از وثایق فیزیکی معتبر از محل دارایی‌های آزاد و با کیفیت بانی

همچنین به‌منظور کاهش احتمال نکول شرکت‌های کم‌اعتبار، پیشنهاد می‌شود در ابتدای امر تنها شرکت‌هایی مجاز به انتشار اوراق تجاری باشند که حداقل در سه سال متوالی جزو شرکت‌های برتر بوده‌اند. بدین ترتیب ضمن بهره‌مندی این شرکت‌ها از ظرفیت اوراق تجاری و تأمین مالی با هزینه پایین‌تر، بخش عمده‌ای از ظرفیت اعطای تسهیلات بانکی جهت تأمین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط آزاد خواهد شد.

۳- پیشنهاد می‌شود سررسید اوراق تجاری اسلامی حداکثر نه ماه، مبلغ اسمی هر ورقه یکصد میلیون ریال و حداقل مبلغ انتشار ۲ هزار میلیارد ریال باشد.

۴- می‌توان مبنای انتشار اوراق تجاری (در الگوی اول) را صورت جریان وجوه نقد قرار داد. بدین ترتیب که بانی با پیش‌بینی جریان‌های نقدی ورودی و خروجی خود، میزان کسری نقدینگی را در بازه‌های زمانی مختلف در آینده مشخص می‌کند و براساس آن برای انتشار اوراق تجاری برنامه‌ریزی می‌نماید.

با توجه به بستر خوبی که در بورس کالای ایران برای مبادلات کالا فراهم شده است، می‌توان از ظرفیت این بازار برای تسهیل انتشار اوراق تجاری اسلامی مبتنی بر مباحثه استفاده کرد.

۵- لازم است به‌منظور ایجاد سهولت در فرایند انتشار اوراق تجاری، نیازی به ثبت آن‌ها نزد سازمان بورس و اوراق بهادار نباشد و آنچه در اوراق باید به آن توجه شود، وجود اعتبار کافی بانی است.

۶- از آنجا که اوراق تجاری اسلامی یکی از ابزارهای بازار پول محسوب می‌شود، باید امر نظارت بر انتشار این اوراق بر عهده بانک مرکزی باشد.

۷- یکی از اقداماتی که می‌تواند نقش مؤثری در گسترش و تعمیق بازار اوراق تجاری اسلامی داشته باشد، راه‌اندازی شرکت‌های تأمین مالی با سازوکار متناسب با شرایط ایران است. این شرکت‌ها می‌توانند به‌صورت تخصصی برحسب صنایع یا محصولات گوناگون تشکیل شوند و به‌صورت حرفه‌ای به انتشار اوراق تجاری اقدام کنند.

جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

یکی از مشکلاتی که شرکت‌ها و مؤسسات مالی به‌ویژه در شرایط رکود با آن روبه‌رو هستند، کمبود منابع مالی برای رفع نیازهای کوتاه‌مدت است. این مشکل به‌ویژه هنگامی که بانک‌ها به‌دلایل مختلفی چون حجم انبوه مطالبات غیرجاری و بالا بودن نرخ تورم، در اعطای تسهیلات محدودیت دارند، تشدید می‌گردد. از این‌رو ارائه راه‌کارهای جایگزین برای تأمین مالی کوتاه‌مدت شرکت‌ها و بنگاه‌های تجاری، نقش زیادی در رفع مشکل نقدینگی آن‌ها و کمک به افزایش تولید و رشد اقتصادی خواهد داشت. در این مقاله پس از معرفی اوراق تجاری متعارف به‌عنوان یکی از ابزارهای مهم تأمین مالی کوتاه‌مدت، دو الگو برای انتشار اوراق تجاری اسلامی معرفی شد و برخی پیشنهادها به‌منظور انتشار این ابزار مالی ارائه گردید.

کتاب‌نامه

الف: فارسی

شایگان فرد، حجت‌اله: *درآمدی بر تأمین مالی و سرمایه در گردش بنگاه‌ها با تأکید بر روش‌های غیربانکی*، مجله اقتصادی، سال دوازدهم، شماره ۱.

موسویان، سیدعباس و حسن بهاری قراملکی: *مبانی فقهی بازار پول و سرمایه*، انتشارات دانشگاه امام صادق (ع)، ۱۳۹۱.

موسویان، سیدعباس: *صکوک مرابحه ابزار مالی مناسب برای بازار پول و سرمایه اسلامی*، جستارهای اقتصادی، شماره ۱۱، بهار و تابستان ۱۳۸۸.

نحوه انتشار اوراق تجاری (Commercial paper): *روزنامه دنیای اقتصاد*، ۱۳۸۵/۱۲/۵.

ب: بیگانه

Bacha, ObiyathullaIsmath; Mirakhor, Abbas (2013): *Islamic Capital Markets, a Comparative Approach*, Singapore: Wiley (Wiley finance series).

Ross, Stephen A.; Westerfield, Randolph W.; Jordan, Bradford D. (2013): *Fundamentals of Corporate Finance*, 10th ed., Alternate Ed. New York NY: McGraw-Hill/Irwin.

Mishkin, Frederic S.; Eakins, Stanley G. (2012): *Financial Markets and Institutions*, 7th ed. Boston: Prentice Hall (The Prentice Hall series in finance).

Saunders, Anthony; Cornett, Marcia M. (2012): *Financial Markets and Institutions*. 5th Ed. New York: McGraw-Hill/Irwin.

Saunders, Anthony; Cornett, Marcia M. (2014): *Financial Institutions Management. A Risk Management Approach*, 8th Ed, New York: McGraw-Hill/Irwin.
www.federalreserve.gov