دو فصلنامه علمی- پژوهشی تحقیقات مالی اسلامی، سال چهارم، شماره اول (پیاپی۷)، پاییز و زمستان ۱۳۹۳، صص ٤٥ -۷۰

تبیین مدل انتشار اوراق تجاری اسلامی برای شرکت‌های بازرگانی

غلامرضا مصباحی‌مقدم*
محمداسماعیل فدایی‌نژاد **
سیدعلی سجادی***

تاریخ دریافت: ۹٤/۰۳/۱۷
تاریخ پذیرش: ۹٤/۰٥/۲۱

چکیده

اوراق تجاری یک ابزار بدهی کوتاه‌مدت است که توسط یک شرکت، معمولاً برای تأمین مالی و برآوردن تعهدات کوتاه‌مدت منتشر می‌شود. ناشرین اوراق تجاری شامل شرکت‌های مختلف با انواع فعالیت‌های مالی، صنعتی و بازرگانی هستند که در جهت تأمین مالی نیازهای مالی کوتاه مدت و فصلی خود و نیز سرمایه در گردش مورد نیاز دائمی، از انواع اوراق تجاری استفاده می‌کنند همچنین این اوراق جایگزین مناسبی برای وام‌های بانکی می باشد. بنابراین شرکت‌های بازرگانی نیز می‌توانند بمنظور ایفای تعهدات کوتاه‌مدت و جاری خود و تامین نقدینگی و موجودی کالای تجاری، اقدام به انتشار اوراق تجاری نمایند و با توجه به دوره گردش عملیات در شرکت‌های بازرگانی، که بطور معمول، کوتاه‌مدت و کمتر از یک سال است، این اوراق قابلیت تطبیق خوبی با نیازهای مالی و نقدینگی شرکت‌های بازرگانی دارد. از طرف دیگر این ابزار در نظام حقوقی و قانونی غربی طراحی شده است و عدم تطابق این اوراق با مقررات شریعت، مانع اصلی انتشار آن در بازارهای مالی اسلامی می‌باشد. البته مالی اسلامی این قابلیت را دارد که اوراق تجاری را در چارچوب عقود تجویز شده در فقه، طراحی نماید. این تحقیق با مطالعه تطبیقی و با نظرسنجی از خبرگان، مدل انتشار اوراق تجاری اسلامی را برای استفاده شرکت‌های بازرگانی ارائه می‌نماید بطوریکه ضمن تحقق شرایط و کارکرد اوراق تجاری، با توجه به نوع فعالیت شرکت‌های بازرگانی، ضوابط و شرایط اوراق اسلامی را رعایت می‌نماید.

واژگان کلیدی

مالی اسلامی، اوراق تجاری، صکوک، تأمین مالی

طبقه‌بندی JEL: G23, G32

* دانشیار دانشکده معارف اسلامی و الهیات دانشگاه امام صادق(ع) mesbahi@gmail.com
** دانشیار دانشکده مدیریت دانشگاه شهید بهشتی m-fadaei@sbu.ac.ir
*** دکتری مدیریت مالی دانشگاه شهید بهشتی (نویسنده مسئول) sajadi1355@yahoo.com

www.SID.ir

مقدمه

مالی اسلامی برای جوامع اسلامی مقید به الزامات شریعت، یک ضرورت عملی می‌باشد و در عین حال برای بازارهای مالی بین‌المللی با توجه به گردش مالی بالای مربوط به کشورهای اسلامی یک مزیت ویژه و امتیاز مهم در جهت تکمیل زنجیره خدمات مالی و جذب سرمایه‌گذاران مسلمان، محسوب میگردد. بنابراین ابعاد نظری، علمی، اجرایی و کاربردی آن توسط جوامع علمی و حرفه‌ای مسلمان و غیرمسلمان (با انگیزه‌های مختلف) بررسی و پیشرفت سریعی داشته است. ابزارهای مالی بعنوان مجاری گردش وجوه برای حصول اهداف تأمین مالی و سرمایه‌گذاری از جمله اجزای مهم نظام مالی و لازمه تحقق اثربخشی آن می‌باشد و از جمله این ابزارها برای تأمین مالی و از طرف دیگر سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت، اوراق تجاری است که طراحی و مدلسازی آن در چارچوب مالی اسلامی و منطبق بر الزامات شریعت، هدف اصلی این تحقیق و ضرورت انجام آن می‌باشد.

بنابراین هدف این تحقیق تبیین الزامات طراحی و مدل انتشار اوراق تجاری اسلامی در چارچوب ضوابط فقه شیعه و با استفاده از عقود تجویز شده در شریعت است بگونه‌ای که استفاده از این ابزار را برای تأمین مالی شرکت‌ها و نیز سرمایه‌گذاری افراد حقیقی و حقوقی در بازارهای مالی اسلامی و به طور خاص بازار سرمایه کشور جمهوری اسلامی ایران امکان‌پذیر سازد. البته با توجه به تفاوت نیازهای شرکت‌ها بر اساس نوع فعالیتی که انجام می‌دهند، بهتر است طراحی اوراق تجاری اسلامی برای هر یک از فعالیت‌های تولیدی، بازرگانی، خدماتی و پیمانکاری، بانکی و اعتباری، به صورت مجزا صورت گیرد. در این مقاله به تبیین اوراق تجاری اسلامی متناسب با نوع فعالیت و نیازهای شرکت‌های بازرگانی پرداخته می‌شود. با توجه به نوع فعالیت شرکت‌های بازرگانی، نیازهای مالی کوتاه‌مدت آنها برای تأمین سرمایه در گردش

Archive of SID

www.SID.ir

می‌باشد که عمدتاً معطوف به تأمین کالای تجاری و نیز نقدینگی لازم برای ایفای تعهدات کوتاه‌مدت و پرداخت‌های جاری شرکت است.

۱. ادبیات نظری و پیشینه تحقیق

با توجه به ماهیت تطبیقی این پژوهش، بررسی مبانی نظری و سوابق آن نیز در دو بخش ادبیات اوراق تجاری و ادبیات مالی اسلامی، صورت می‌گیرد که مروری بر سوابق علمی مربوطه دارد، اما در زمینه "اوراق تجاری اسلامی" تحقیق مستقلی در کشور انجام نشده است و پیشینه‌ای در تحقیقات داخل کشور ندارد. البته در برخی از کشورهای اسلامی، بر اساس نیاز عملی به این اوراق، به طراحی اوراق تجاری اسلامی بر اساس یک عقد مشخص (مانند مضاربه) پرداخته‌اند اما تحقیقات علمی در این زمینه و بر اساس کلیه عقود صحیح فقهی و نیز انواع فعالیت بانی (مانند فعالیت بازرگانی) صورت نگرفته است. با این توضیحات به بررسی ادبیات تحقیق در متون دانش مالی و مالی اسلامی بطور مجزا و نیز به صورت تطبیقی، می‌پردازیم.

۲. اوراق تجاری و ویژگی‌های اصلی آن

اوراق تجاری یک ابزار بدهی تضمین نشده کوتاه‌مدت است که توسط یک شرکت، معمولاً برای تامین مالی و برآوردن تعهدات کوتاه‌مدت منتشر می‌شود (Fabozzi, 2012).

سررسید آنها معمولاً کمتر از ۲۷۰ روز می‌باشد. این اوراق معمولاً توسط هیچ وثیقه‌ای پشتیبانی نمی‌شود. شرکت‌های با رتبه اعتباری بالا می‌توانند بدون اینکه نرخ‌های بهره بالایی را پیشنهاد بدهند، برای اوراق خود خریدار پیدا کنند (Hahn, 1993).

اوراق تجاری معمولاً فاقد کوپن بوده و به مبلغی کمتر از ارزش اسمی آن به سرمایه‌گذاران فروخته می‌شود. این اختلاف قیمت بیانگر سودی است که در دوره زمانی باقیمانده تا سررسید اوراق به سرمایه‌گذار تعلق می‌گیرد. تمامی اوراق تجاری قابل انتقال بوده و می‌تواند پیش از موعد سررسید در بازار ثانویه معامله شود. هرچند که اغلب این اوراق تا زمان سررسید آن نزد سرمایه‌گذاران باقی می‌ماند (Choudhry, 2006).

Archive of SID

www.SID.ir

اوراق تجاری با درآمد ثابت معمولاً برای تامین مالی سرمایه در گردش منتشر می‌شوند و درآمد حاصل از انتشار این اوراق را نمی‌توان در دارایی‌های ثابت و طرح‌های بلندمدت سرمایه‌گذاری کرد. این اوراق در اوایل قرن نوزدهم وارد بازارهای مالی شده و به سرعت رشد کرده است بطوری که اوراق تجاری یکی از مهم‌ترین اوراق بدهی بازارهای آمریکا می‌باشد. معمولاً شرکت‌های به اصطلاح غیرمالی (مثل شرکت‌های تولیدی) از این اوراق تجاری به‌عنوان نوعی وسیله تأمین مالی استفاده می‌کنند. این‌گونه اوراق را مؤسسات مالی (مثل بانک‌ها) نیز منتشر می‌کنند. عمده‌ترین شرکت‌هایی که در این‌گونه اوراق تجاری سرمایه‌گذاری می‌کنند شرکت‌های بیمه، صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری و صندوق‌های بازنشستگی هستند. شرکت‌ها در جهت تأمین مالی خود برای موارد زیر، از انواع اوراق تجاری استفاده می‌کنند:

- تأمین مالی برای نیازهای مالی کوتاه‌مدت و فصلی؛
- تأمین مالی سرمایه در گردش مورد نیاز دائمی؛
- زمانی که شرکت نیاز به منابع مالی بلندمدت دارد ولی به دلیل شرایط بازار سرمایه تهیه این منابع با نرخ مورد نظر شرکت میسّر نباشد، شرکت به‌طور موقت، نیاز مالی خود را از طریق انتشار اوراق تجاری تأمین می‌کند و بعد از بهبود شرایط در بازار سرمایه، به انتشار سهام یا اوراق قرضه بلندمدت اقدام می‌کند؛
- به‌جای استفاده از وام‌های بانکی، شرکت‌ها ترجیح می‌دهند از طریق انتشار این اوراق (برای دوره‌های کوتاه‌مدت) تأمین مالی کنند (Fabozzi, 2012).

ویژگی‌های مهم اوراق تجاری به شرح زیر است:

- سررسید کوتاه‌مدت (با امکان تمدید): سررسید اوراق تجاری منتشر شده از ۵روز شروع شده و به ندرت به یک سال می‌رسد. بطوری که کوتاه بودن سررسید را می‌توان ویژگی مشترک و شاخص اصلی این اوراق دانست که البته این سررسید می‌تواند برای دوره‌های آتی تمدید شود.

Archive of SID

www.SID.ir

- تأمین مالی کوتاه‌مدت با امکان تجدید برای دوره‌های آتی: اوراق تجاری یک ابزار تامین مالی کوتاه‌مدت است که جهت رفع نیازهای مالی کوتاه‌مدت و کمبود نقدینگی جاری و تأمین سرمایه در گردش مورد نیاز، منتشر می‌شود. بنابراین معمولاً برای نیازهای فصلی و دوره‌ای طراحی می‌گردد. هرچند در صورت لزوم می‌تواند برای یک یا چند دوره دیگر تمدید شود.
- بازدهی ثابت و معین: اوراق تجاری جزء اوراق با درآمد ثابت طبقه‌بندی می‌شود، یعنی سرمایه‌گذارانی که اوراق را با نرخ سود معین و یا با تنزیل خریداری کرده‌اند با فرض نگهداری اوراق تا سررسید، بازدهی ثابتی را که از ابتدا معین بوده است، دریافت می‌کنند و ریسک مشارکت در کسب و کار را نمی‌پذیرند.
- قابلیت بازار ثانوی: هرچند اوراق تجاری، کوتاه‌مدت است و معمولاً تا سررسید توسط سرمایه‌گذاران نگهداری می‌شود، اما قابلیت نقد شوندگی قبل از سررسید و معامله در بازار ثانوی را دارد.

۳. اوراق اسلامی

هر نظام مالی متشکل از بازارها، نهادها و ابزارهای مالی می‌باشد و یکی از مهمترین ابزارهای مالی، اوراق بهادار می باشد. نظام مالی اسلامی نیز شامل ابعاد فوق می‌باشد که هر کدام مباحث خاص خود را داردکه با توجه به موضوع این تحقیق، در این بخش بر ادبیات اوراق اسلامی تأکید شده است.

استاندارد شرعی شمارهٔ ۱۷ سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی، صکوک (اوراق اسلامی) را اینگونه تعریف کرده است:[۱]

«گواهی‌هایی با ارزش اسمی یکسان که پس از اتمام عملیات پذیره‌نویسی، بیانگر پرداخت مبلغ اسمی مندرج در آن توسط خریدار به ناشر است و دارندهٔ آن مالک یک یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها، منافع حاصل از دارایی و یا ذینفع یک پروژه یا یک فعالیت سرمایه‌گذاری خاص می‌شود».

Archive of SID

www.SID.ir

فرآیند طراحی و انتشار اوراق‌بهادار اسلامی دو شکلِ مختلف دارد:

- ✓ از طریق انتشار مستقیم اوراق بهادار،[۲] فرآیندی است که در آن، ابتدا اوراق‌بهادار منتشر می‌شوند و سپس سرمایه‌های تأمین‌شده از این طریق، برای تهیه انواع خاصی از دارایی‌ها یا پروژه‌های تعیین شده سرمایه‌گذاری می‌شوند و سپس درآمد حاصل از این دارایی‌ها یا پروژه‌ها، بین دارندگان اوراق‌بهادار، توزیع می‌شود.
- ✓ از طریق انتشار اوراق‌بهادار بر مبنای دارایی،[۳] یک فرآیند معکوس است که در آن، دارایی‌های موجود، مشخص شده و گردآوری[٤] می‌شوند و سپس برمبنای آنها اوراق بهادار منتشر می‌شود.

در انتشار اوراق اسلامی بطور معمول ارکان زیر دخالت دارند:

۱. بانی: شخصیت حقوقی که فرآیند تأمین مالی از طریق اوراق صکوک برای این رکن انجام می‌گیرد. این شخصیت حقوقی آغازگر این فرآیند خواهد بود.
۲. ناشر (واسط):[۵] شخصیت حقوقی که وظیفه انتشار اوراق را بر عهده دارد.
۳. سرمایه‌گذاران (دارندگان اوراق): اشخاص حقوقی یا حقیقی که اوراق را خریداری می‌کنند.
٤. امین: شخصیتی حقوقی است که بر فرآیند انتشار اوراق و کلیه نقل و انتقالات مالی که با اجازه او انجام می‌شود نظارت دارد.
۵. شرکت تأمین مالی: شرکتی است که به عنوان یک واسطه میان انتشاردهنده اوراق و سرمایه‌گذاران می‌باشد و عمدتاً وظیفه طراحی و مشاوره عرضه اوراق و بازاریابی و فروش آن را بر عهده دارد. شرکت‌های تأمین سرمایه از جمله مصادیق این نهاد می‌باشد.
٦. شرکت رتبه‌بندی اعتباری: شرکتی که با داشتن مجوز، وظیفه رتبه‌بندی اعتباری اوراق را بر عهده دارد.

Archive of SID

www.SID.ir

٤. تحلیل تطبیقی و تبیین مدل‌های مفهومی

برای تبیین مدل انتشار اوراق تجاری اسلامی که در تحقیق میدانی به نظرسنجی خبرگان می‌رسد، بررسی تطبیقی با هدف تعیین اوراق اسلامی که واجد شرایط اوراق تجاری است، انجام شده است. در مطالعات تطبیقی، پس از بررسی ویژگی‌های اصلی اوراق تجاری، هر یک از انواع اوراق اسلامی، در مقایسه با این شرایط، بررسی می‌شود تا مشخص شود که کدامیک از این اوراق، قابلیت تطبیق با شرایط اوراق تجاری را دارد. اوراق استخراجی از این بررسی تطبیقی، مورد بررسی دقیق‌تر قرار گرفته و تناسب آن با شرایط کلی و نوع فعالیت شرکت‌های بازرگانی، ارزیابی می‌شود، و در نهایت مدل انتشار اوراق اسلامی که واجد شرایط اوراق تجاری برای شرکت‌های بازرگانی است، ارائه می‌شود. اوراق تجاری ویژگی‌هایی دارد که بعضاً در کشورها و نظام‌های مالی و حقوقی مختلف، متفاوت می‌باشد اما این اوراق ویژگی‌هایی اصلی دارند که متمایزکننده آن از سایر اوراق و لازمه تحقق کارکرد مختص آن می‌باشد. در جدول زیر ویژگی‌های مذکور و قابلیت تطبیق هر یک از اوراق اسلامی با این شرایط نشان داده می‌شود.

جدول (۱). بررسی ویژگی‌های اوراق تجاری در مقایسه با اوراق اسلامی

ویژگی‌ها و شرایط / اوراق اسلامی	سررسید کوتاه مدت	تأمین مالی کوتاه مدت	بازدهی ثابت و معین	قابلیت بازار ثانوی
اجاره	–	–	✓	✓
مرابحه	✓	✓	✓	✓
سلف	✓	✓	✓	–
استصناع	–	–	✓	✓
جعاله	–	–	✓	✓
مضاربه	–	–	×	✓
مشارکت	–	–	×	✓

www.SID.ir

مزارعه	–	–	×	✓
مساقات	–	–	×	✓
قرض‌الحسنه	–	–	×	✓

علامت ✓ نشان دهنده امکان قطعی، علامت × نشان دهنده امتناع قطعی و علامت – مربوط به ویژگی‌هایی است که وضعیت اوراق در آن از پیش مشخص نیست و می‌تواند با توجه به نوع طراحی، واجد یا فاقد آن ویژگی باشد. هر یک از اوراق که فاقد یکی از ویژگی‌های اصلی اوراق تجاری باشند، خارج می‌شوند. بر این اساس، همه اوراق مبتنی بر عقود مشارکتی و نیز اوراق قرض‌الحسنه، بدلیل اینکه فاقد بازدهی ثابت و مشخص هستند، حذف می‌شوند. بدین ترتیب به بررسی تفصیلی اوراق واجد شرایط، در تطبیق با ویژگی‌های اوراق تجاری، پرداخته می‌شود.

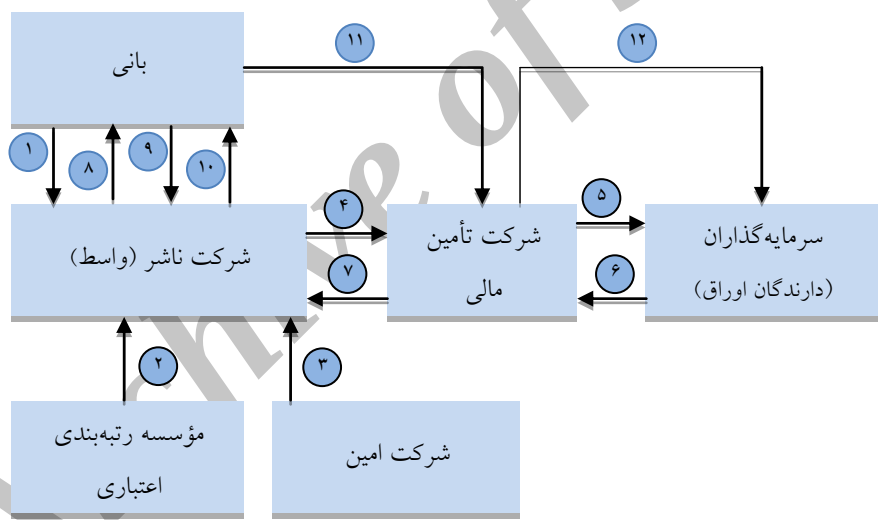
۵. اوراق اجاره

این اوراق، قابلیت طراحی با سود ثابت و مشخص و امکان معامله قبل از سررسید در بازار ثانوی را دارد، اما دو ویژگی سررسید کوتاه‌مدت و تأمین مالی کوتاه‌مدت، بستگی به نوع طراحی این اوراق دارد. اوراق اجاره می‌تواند با دو هدف تأمین مالی دارایی‌های بلندمدت و تأمین نقدینگی، طراحی و منتشر شود. نوع اول فاقد شرایط اول و دوم بوده و خارج از چارچوب اوراق تجاری است، اما اوراق اجاره تأمین نقدینگی می‌تواند قالبی برای انتشار اوراق تجاری باشد زیرا وجوه نقد مهمترین جزء اقلام سرمایه در گردش شرکت‌های بازرگانی میباشد و از طرف دیگر عقد اجاره انعطاف‌پذیری زیادی دارد و می‌تواند در بازه زمانی کوتاه نیز محقق شود. بنابراین شرکت بازرگانی که نیازمند نقدینگی برای نیازهای فصلی خود می‌باشد، می‌تواند یک دارایی ثابت واجد شرایط اجاره خود را به عنوان دارایی پایه، پشتوانه انتشار اوراق، قرار دهد و با فروش آن به SPV و اجاره آن برای دوره مشخص، نقدینگی لازم را تأمین نماید. اگر این نیاز تنها برای یک دوره باشد، قرارداد اجاره بصورت اجاره به شرط تملیک می‌باشد که در پایان

Archive of SID

www.SID.ir

دوره، مالکیت دارایی پایه، به بانی بر می‌گردد. اما اگر این نیاز، مستمر باشد و لازم باشد که اوراق، مرتباً تجدید شوند، عقد اجاره بصورت اجاره عملیاتی، منعقد می‌شود تا دارایی پایه که پشتوانه اوراق است، بنابر درخواست بانی، برای دوره‌های آتی نیز مجدداً در قالب اجاره عملیاتی در اختیار بانی باشد. بنابراین نقدینگی حاصل از فروش دارایی پایه نیز برای دوره‌های آتی در اختیار بانی می‌باشد. انعطاف بالای عقد اجاره این امکان را فراهم می‌کند که زمان پرداخت اجاره‌بها با توجه به وضعیت بانی و جریان نقدینگی آن، تنظیم شود. مدل انتشار اوراق تجاری در چارچوب اوراق اجاره را می‌توان بشرح زیر ترسیم نمود:



نمودار (۱). مدل انتشار اوراق تجاری در چارچوب اوراق اجاره

۱. در گام اول بانی، تقاضای انتشار اوراق اجاره را به ناشر اوراق (واسط) ارائه کرده تا از طریق انتشار این اوراق نقدینگی مورد نیاز بانی تامین شود.
۲. شرکت رتبه‌بندی اعتباری، رتبه اعتباری اوراق اجاره را تعیین می‌کند.

Archive of SID

www.SID.ir

٣. مؤسسه امین بر فرآیند انتشار اوراق و مصرف وجوه تا سررسید و تسویه اوراق نظارت می‌کند.
٤. در مرحله بعدی اوراق منتشره در اختیار یک شرکت تأمین مالی قرار می‌گیرد.
٥. اوراق اجاره منتشره از طریق شرکت تأمین مالی به صورت واحدهای مجزا در اختیار سرمایه گذاران قرار می‌گیرد.
٦. سرمایه‌گذاران مبلغ اوراق اجاره را در اختیار شرکت تأمین مالی قرار می‌دهند.
٧. در این مرحله مبالغ جمع‌آوری شده توسط شرکت تأمین مالی در اختیار شرکت واسط (ناشر اوراق) قرار می‌گیرد.
٨. در این گام مبلغ مورد نیاز برای خرید دارایی پایه مورد نظر بانی (سفارش‌دهنده) از طریق شرکت واسط به بانی پرداخت می‌گردد.
٩. دارایی پایه بعد از پرداخت مبلغ آن در اختیار شرکت واسط (ناشر اوراق) قرار می‌گیرد.
١٠. در این گام شرکت واسط، دارایی مورد نظر را طی یک قرارداد اجاره عملیاتی یا اجاره به شرط تملیک در اختیار شرکت بانی قرار می‌دهد.
١١. در این مرحله بانی اجاره تعیین شده را در سررسیدهای مشخص به انتشاردهنده اوراق (شرکت واسط) یا شرکت تأمین مالی پرداخت می‌نماید.
١٢. شرکت تأمین مالی نیز مبالغ پرداختی از طرف بانی را به دارندگان اوراق اجاره انتقال می‌دهد.

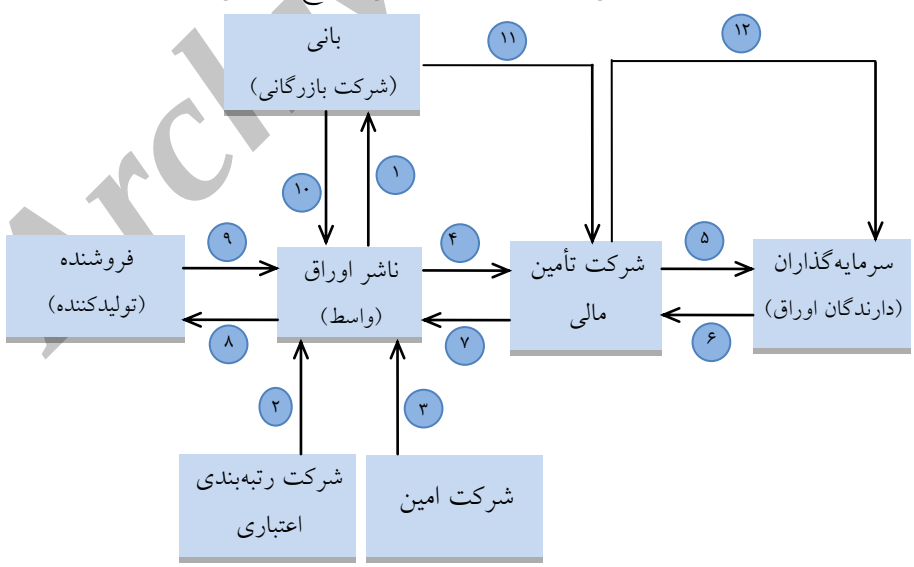
٦. اوراق مرابحه

همانطور که در جدول ١ مشاهده می‌شود، اوراق مرابحه بیشترین تطبیق را با ویژگی‌های اوراق تجاری دارد. اوراق مرابحه در چهار شکل (تأمین مالی خرید دارایی‌ها، تأمین نقدینگی، تأمین سرمایه شرکت‌های تجاری و اوراق رهنی) قابل طراحی و انتشار می‌باشد. اوراق مرابحه تأمین نقدینگی متضمن بیع‌العینه بوده و طبق

Archive of SID

www.SID.ir

نظر کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار، جایز نمی‌باشد. اوراق مرابحه تأمین سرمایه شرکت‌های تجاری نیز نوعاً اوراق بلندمدت تلقی می‌شود که کارکردی شبیه سهام شرکت دارد (کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۸۹). اوراق مرابحه رهنی نیز برای بانک‌ها و مؤسسات اعتباری مناسب می‌باشد که با تجمیع و واگذاری مطالبات ناشی از عقود مرابحه و یا فروش اقساطی خود با مشتریان، تأمین نقدینگی نمایند. اما اوراق مرابحه تأمین مالی، ابزاری کارآمد برای تأمین دارایی‌های مورد نیاز شرکت‌ها و سازمان‌ها می‌باشد که البته به عنوان اوراق تجاری، عمدتاً شامل دارایی‌های جاری (مانند موجودی کالا) می‌باشد. بنابراین، اوراق مرابحه تأمین مالی، قابلیت طراحی در قالب اوراق تجاری، با هدف تأمین موجودی کالای تجاری را برای شرکتهای بازرگانی خواهد داشت. بطوریکه بسیاری از این شرکت‌ها بطور منظم در دوره‌های مشخصی نیاز به تأمین مالی برای خرید موجودی کالای تجاری دارند و در کمتر از یک سال با وجوه حاصل از فروش این کالاها قادر به بازپرداخت آن می‌باشند. مدل انتشار اوراق تجاری مبتنی بر مرابحه تأمین مالی بشرح زیر می‌باشد:



نمودار (۲). مدل انتشار اوراق تجاری در چارچوب اوراق مرابحه

Archive of SID

www.SID.ir

مراحل یک تا هفت، مشابه مدل قبلی می‌باشد.

۸. در این گام مبلغ مورد نیاز برای خرید کالای مورد نیاز بانی از طریق شرکت واسط به فروشنده (تولید کننده) پرداخت می‌گردد.
۹. در این مرحله کالای مورد نظر بانی بعد از پرداخت مبلغ آن در اختیار شرکت واسط(ناشر اوراق) قرار می‌گیرد.
۱۰. در این گام شرکت واسط، کالای مورد نظر را طی یک قرارداد مرابحه در اختیار شرکت بانی قرار می دهد.
۱۱. بانی، بهای کالای ارائه شده را در سررسیدهای مشخص به ناشر اوراق (شرکت واسط) یا شرکت تأمین مالی پرداخت می‌نماید.
۱۲. ناشر اوراق نیز مبالغ پرداختی از طرف بانی را از طریق شرکت تأمین مالی به دارندگان اوراق مرابحه انتقال می‌دهد و یا مبالغ مستقیماً از طرف شرکت تأمین مالی به دارندگان اوراق مرابحه پرداخت خواهد شد.

۷. اوراق سلف

با انتشار اوراق سلف نیز می‌توان نقدینگی لازم را برای شرکت بازرگانی فراهم کرد. بدین ترتیب که شرکت واسط با انتشار اوراق و جمع‌آوری وجوه، با انعقاد قرارداد سلف با بانی (شرکت بازرگانی) وجه کالاهای مشخصی را نقداً پرداخت می‌کند و در زمان مشخصی در آینده، کالاهای تعیین شده را تحویل می‌گیرد. بنابراین با استفاده از این ابزار می‌توان به تأمین مالی فعالیت‌های بازرگانی اقدام نمود. نکته قابل توجه در این فرآیند این است که برای تضمین اصل پول و سود مشخص سرمایه‌گذاران لازم است نسبت به فروش کالای آتی در قیمت معین اطمینان حاصل شود. برای این منظور اشکال زیر متصور است:

- فروش کالای آتی و دریافت بهای آن در زمان تحویل: در حقیقت بیع کالی به کالی می‌باشد که مشهور فقهای شیعه قائل به ابطال آن می‌باشند. با توجه به

Archive of SID

www.SID.ir

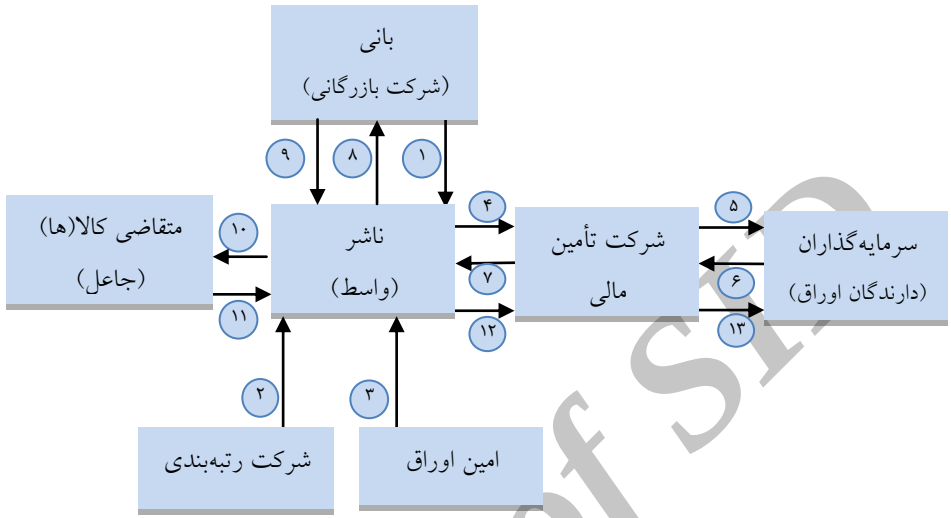
اینکه در طراحی اوراق اسلامی، التزام به نظر اجماع فقها و یا حداقل اکثریت ایشان داریم، این گزینه مردود می‌باشد.

- تعهد فروش کالای آتی در قیمت مشخص توسط شخص ثالث: یک شرکت که طبق برنامه کسب و کار خود نیازمند کالای مورد نظر در زمان مشخص در آینده می‌باشد یا یک شرکت متخصص در امر بازاریابی و فروش کالای مورد نظر، اقدام به تعهد خرید در قیمت معین می‌نماید.
- عقد جعاله با شخص ثالثی که نیازمند کالای مذکور در زمان مورد نظر است: در این حالت واسط، عامل تدارک کالای مورد نظر در زمان مشخص آینده برای جاعل که متقاضی کالای مورد نظر است، می‌باشد و طبق توافق در همان زمان یا در چند مرحله تا زمان تحویل کالا، مبلغ مورد توافق را از جاعل گرفته و بین صاحبان اوراق توزیع می‌کند.

با توجه به اینکه جعاله یک عقد مشخص، مجاز و متعارف می‌باشد، شکل سوم قابل ترجیح است. بنابراین اوراق تجاری در قالب اوراق سلف، هم نیاز نقدینگی شرکت‌های بازرگانی را فراهم می‌کند هم این امکان را برای متقاضیان کالا در زمان مشخص آینده فراهم می‌کند که بدون نیاز به پرداخت در حال حاضر، تأمین کالای خود را در آینده تضمین نمایند. مدل انتشار اوراق تجاری با هدف تأمین نقدینگی شرکت‌های بازرگانی با استفاده از ساختار اوراق سلف به شرح زیر می‌باشد:

Archive of SID

www.SID.ir



نمودار (۳). مدل مفهومی اوراق تجاری در چارچوب اوراق سلف

۱. در گام اول بانی تقاضای انتشار اوراق سلف را به ناشر اوراق (واسط) ارائه کرده تا از طریق انتشار این اوراق نقدینگی مورد نیاز بانی تامین شود. همزمان، ناشر با متقاضی کالای مورد نظر وارد قرارداد جعاله می‌شود که در صورت تحویل کالا در زمان مشخص در آینده، مبلغ آن را که متضمن اصل و سود اوراق است، تحویل می‌گیرد.

مراحل دو تا هفت، مشابه مدل قبلی می‌باشد.

۸. در این گام مبلغ مورد نیاز برای خرید کالا در قالب قرارداد سلف از طریق شرکت واسط به بانی پرداخت می‌گردد.

۹. در این مرحله کالای مورد نظر در قرارداد سلف، در سررسید در اختیار شرکت واسط (ناشر اوراق) قرار می‌گیرد.

۱۰. شرکت واسط، کالای تحویلی از بانی را طبق قرارداد جعاله در اختیار متقاضی قرار می‌دهد.

Archive of SID

www.SID.ir

۱۱. شرکت واسط (ناشر) مبلغ مورد توافق را از متقاضی کالا (جاعل) تحویل می‌گیرد.
۱۲. ناشر اوراق نیز مبالغ پرداختی از طرف متقاضی را به طریق شرکت تأمین مالی انتقال می‌دهد.
۱۳. شرکت تأمین مالی در نهایت مبالغ دریافتی را به دارندگان اوراق سلف پرداخت می‌کند.

۸. اوراق استصناع

اوراق استصناع، اوراق بهاداری است که دارندگان آن بصورت مشاع مالک دارایی مالی (دینی) هستند که بر اساس قرارداد استصناع حاصل شده است. هرچند این اوراق می‌تواند واجد شرایط اوراق تجاری باشد اما عقد استصناع، برای سفارش ساخت است و بانی در حقیقت سازنده کالاست بنابراین تناسب با نوع فعالیت شرکت‌های تولیدی دارد و قابل طراحی برای شرکت‌های بازرگانی نمی‌باشد.

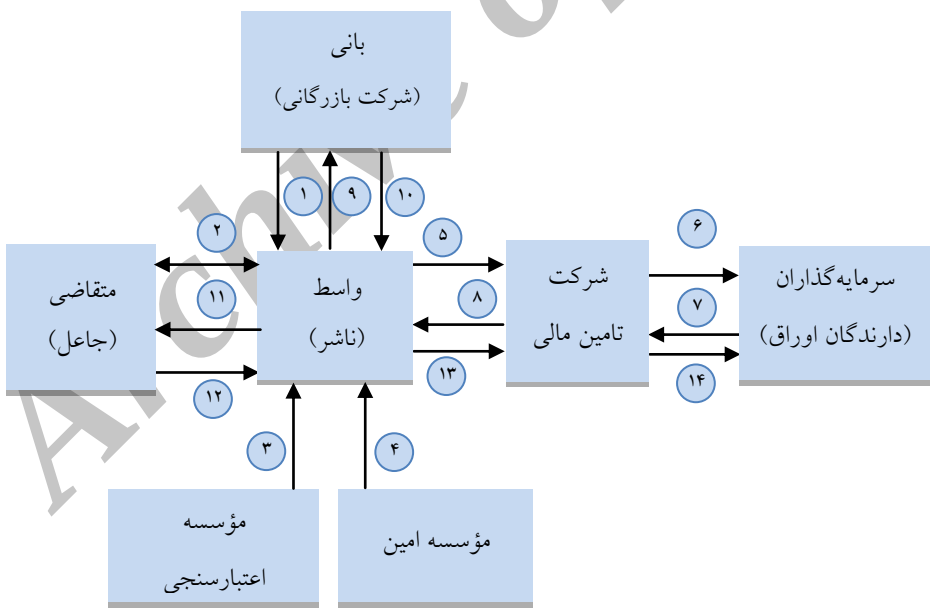
۹. اوراق جعاله

اوراق جعاله، اوراق بهاداری است که بر اساس عقد جعاله طراحی می‌شود. ناشر اوراق جعاله در نقش عامل برای قرارداد جعاله اول، با جاعل اصلی (متقاضی) می‌باشد، با واگذاری اوراق، وجوه سرمایه‌گذاران را جمع‌آوری کرده و به عنوان وکیل، خدمات موضوع جعاله اول را در قالب قرارداد جعاله دوم به عامل (بانی) واگذار می‌کند و پس از انجام آن، به متقاضی اصلی تحویل و مبلغ مورد توافق در قرارداد جعاله اول بابت تأمین کالای مشخص که شامل اصل پول خریداران اوراق (سرمایه‌گذاران) و سود مشخص (مابه التفاوت مبلغ پرداختی به بانی و دریافتی از متقاضی) می‌باشد را در سررسید به دارندگان اوراق می‌دهد. این اوراق سه ویژگی اصلی اوراق تجاری (بازدهی ثابت و معین- قابلیت بازار ثانوی و انتفاعی بودن) را دارد و دو ویژگی سررسید

Archive of SID

www.SID.ir

کوتاه‌مدت و تأمین مالی کوتاه‌مدت نیز منافاتی با ماهیت عقد جعاله ندارد و هرچند این اوراق بیشتر برای خدمات پیمانکاری بلندمدت، مانند تعمیرات اساسی و احداث و واگذاری دارایی‌های سرمایه‌ای استفاده می‌شود، اما با توجه به موضوع جعاله، می‌تواند واجد این شرایط نیز باشد. لذا این اوراق می‌تواند برای تأمین نقدینگی واحدهای بازرگانی برای تأمین کالای مشخص و تحویل آن (موضوع جعاله)، کاربرد داشته باشد. از طرف دیگر، جاعل اصلی که شرکت متقاضی کالاهای مشخص (مانند شرکت بازرگانی دولتی یا یک فروشگاه زنجیره‌ای) است نیز به نوعی تأمین مالی شده است و مبلغ مورد نظر برای خرید کالای مورد نیاز خود را پس از دریافت کالا (بصورت دفعی یا تدریجی) پرداخت می‌کند. مدل انتشار اوراق تجاری در قالب اوراق جعاله بشرح زیر قابل ترسیم است:



نمودار (٤). مدل انتشار اوراق تجاری در چارچوب اوراق جعاله

Archive of SID

www.SID.ir

۱. واسط به عنوان جاعل با بانی به عنوان عامل (شرکت بازرگانی) برای تأمین کالا(ها)ی مشخص قرارداد جعاله می‌بندد.
۲. واسط همزمان با شرکت یا سازمان متقاضی کالا یا خدمات مذکور (به عنوان جاعل) قرارداد جعاله دیگری برای ارائه همان کالاها، منعقد می‌سازد.

مراحل سه تا هشت همانند مدل قبلی است.

۹. در این گام مبلغ مورد نیاز برای تأمین کالا(ها)ی مورد نظر متقاضی از طریق شرکت واسط به بانی (شرکت بازرگانی) پرداخت می‌گردد.
۱۰. کالا(ها)ی موضوع جعاله در اختیار شرکت واسط (ناشر اوراق) قرار می‌گیرد.
۱۱. شرکت واسط، کالا(ها)ی مورد نظر را در اختیار متقاضی قرار می‌دهد.
۱۲. در این مرحله متقاضی کالا(ها)ی مشخص را از واسط دریافت می‌کند.
۱۳. متقاضی مبلغ مشخص در قرارداد جعاله خود با واسط (که متضمن اصل و سود سرمایه‌گذاران است) را پرداخت می‌کند.
۱٤. واسط(ناشر اوراق) نیز مبالغ پرداختی متقاضی را به شرکت تأمین مالی منتقل می‌کند.
۱۵. شرکت تأمین مالی وجوه دریافتی را به دارندگان اوراق جعاله پرداخت می‌کند.

۱۰. روش تحقیق

در این تحقیق، از دو روش مطالعات اسنادی و کتابخانه‌ای و نیز بررسی میدانی در تحقیق استفاده می‌شود. در روش مطالعات اسنادی و کتابخانه‌ای نیز با عنایت به اینکه این تحقیق ماهیت تطبیقی دارد، مطالعات در دو بخش ادبیات اوراق تجاری و نیز ادبیات اوراق اسلامی (صکوک) انجام میشود. سپس در مطالعات میدانی، از روش دلفی بعنوان روشی سیستماتیک برای بهره‌مندی از نظرات خبرگان استفاده شده است.

Archive of SID

www.SID.ir

پس از مقایسه اوراق اسلامی و اوراق تجاری و انتخاب انواعی از این صکوک که واجد شرایط اصلی اوراق تجاری هستند، مدل مفهومی انتشار اوراق تجاری در چارچوب این اوراق اسلامی بر اساس نظر خبرگان و در دو فاز نظرسنجی، به آزمون گذاشته می‌شود. ابزار مورد استفاده در این تحقیق «پرسشنامه» بوده است. پرسشنامه مورد استفاده در این تحقیق یک پرسشنامه محقق ساخته بوده‌است. این پرسشنامه شامل شش گویه یا سوال برای ارزیابی هر مدل می‌باشد که نظرات و آراء جامعه آماری در خصوص هر مدل از طریق این سوالات پرسیده می‌شود. برای هر کدام از این گویه‌ها بر اساس طیف لیکرت، پاسخ‌های بسیار موافق، موافق، نظری ندارم، مخالف، بسیار مخالف در نظر گرفته شده است که پاسخ دهندگان یکی از این گزینه‌ها را برای عبارات زیر انتخاب می‌کنند:

- این اوراق، امکان طراحی و انتشار در سررسید کوتاه‌مدت را دارد.
- این اوراق، امکان طراحی و انتشار برای تأمین مالی کوتاه‌مدت (سرمایه در گردش) را دارد.
- این اوراق، بازدهی ثابت و معین (تا سررسید) را دارد.
- این اوراق، قابلیت معامله در بازار ثانوی را دارد.
- این اوراق منطبق بر شرایط عقد ... و طبق ضوابط فقه شیعه، مشروع و مجاز می‌باشد.
- با توجه به شرایط فوق و مدل ارائه‌شده، اوراق تجاری[۶] در قالب اوراق قابل طراحی است.

برای تجزیه و تحلیل سوالات و امتیازبندی گزینه‌های طیف لیکرت، برای گزینه بسیار موافق عدد ۵ و برای خیلی مخالف عدد ۱ در گرفته شده‌است. همچنین پرسشنامه شامل چهار مدل طراحی شده برای انتشار اوراق تجاری اسلامی می‌باشد که خبرگان در مورد آنها اظهارنظر می‌نمایند. این مدل‌ها عبارتند از: مدل انتشار اوراق تجاری اسلامی

Archive of SID

www.SID.ir

در قالب اوراق اجاره (تأمین نقدینگی)، مدل انتشار اوراق تجاری اسلامی در قالب اوراق مرابحه (تأمین مواد و کالا)، مدل انتشار اوراق تجاری اسلامی در قالب اوراق سلف و مدل انتشار اوراق تجاری اسلامی در قالب اوراق جعاله.

در بخش آمار استنباطی از آزمون‌های آماری مناسب برای آزمون فرضیه‌ها، استفاده می‌شود. آزمون‌های آماری استفاده شده در این تحقیق، آزمون تی یک برای آزمون معنی‌داری تفاوت میانگین بدست آمده برای هریک از مؤلفه‌های مدل‌های پیشنهادی با عدد ثابت مشخص شده بعنوان حد ضعیف بودن مدل است که برای اثبات یا رد فرضیه‌های آماری و به تبع آن فرضیه‌های تحقیق استفاده شده است.

۱۱. نتایج تحقیق میدانی و آزمون مدل‌ها

مدل‌های ارائه شده در بخش قبل، در تحقیق میدانی به آزمون نظرسنجی خبرگان گذاشته می‌شود که شامل ۳۷ نفر از متخصصین و افراد مجرب در حوزه مالی اسلامی می‌باشند. برای بررسی میانگین‌های بدست آمده از آزمون تی یک نمونه‌ای استفاده می‌شود، بدین صورت که میانگین نظرات افراد برای هر مدل به طور کلی و تک‌تک مؤلفه‌های ارائه شده در هر مدل، به چه میزان است و آیا اختلاف معنی‌داری با ضعیف بودن مدل دارد یا خیر. در این پژوهش با توجه به نوآوری تحقیق در مدل‌های پیشنهادی و اعتقاد به اینکه موفقیت ابزارهای جدید منوط به اجماع نسبی خبرگان و متخصصین می‌باشد؛ رویکرد سختگیرانه‌ای اتخاذ شده و حد وسط (۳) و گزینه "بدون نظر" برای شاخص ضعیف بودن مدل تعیین شده است. بنابراین تأیید مدل توسط خبرگان، منوط به بالاتر بودن میانگین نظرات ایشان از گزینه وسط (بدون نظر) در طیف لیکرت و اختلاف معنی‌دار آن با این گزینه (شاخص ضعیف بودن مدل) می‌باشد.

Archive of SID

www.SID.ir

جدول (۲). آمار استنباطی در مورد مدل انتشار اوراق تجاری اسلامی در قالب اوراق اجاره

خلاصه آزمون t تک نمونه‌ای							
ردیف	نام مؤلفه	میانگین	انحراف معیار	میزان t	درجه آزادی	اختلاف میانگین	سطح معنی‌داری
۱	امکان طراحی و انتشار در سررسید کوتاه‌مدت	۳/۵۱	۰/۸٦	۳/۵۹	۳٦	۰/۵۱	۰/۰۰۱
۲	امکان طراحی و انتشار برای تأمین مالی کوتاه‌مدت	۳/٤۳	۰/۹۵	۲/۷٤	۳٦	۰/٤۳	۰/۰۰۹
۳	بازدهی ثابت و معین	٤/۳۲	۰/٦۲	۱۲/۸٦	۳٦	۱/۳۲	۰/۰۰۱
٤	قابلیت معامله در بازار ثانوی	٤/٤۵	۰/۵۰	۱۷/۵۱	۳٦	۱/٤۵	۰/۰۰۱
۵	انطباق بر شرایط عقد اجاره طبق ضوابط فقه شیعه	٤/۲۱	۰/۵۸	۱۲/٦۷	۳٦	۱/۲۱	۰/۰۰۱
٦	تأیید کلی مدل	۳/۸۱	۰/۸٤	۵/۸٤	۳٦	۰/۸۱	۰/۰۰۱

همانطور که در جدول فوق مشاهده می‌شود، آزمون تی برای مؤلفه‌های مدل انتشار اوراق تجاری اسلامی در قالب اوراق اجاره (تأمین نقدینگی)، در همه ابعاد معنی‌دار است، میانگین نظرات افراد با نمره ۳ که معادل نمره متوسط خبرگان محسوب می‌شود، اختلاف معنی‌داری دارد، در این آزمون‌ها میزان تی بدست آمده، در سطح ۹۹ درصد معنی‌دار است. بنابراین بر اساس آزمون تی به عمل آمده مدل مفهومی اوراق تجاری اسلامی در قالب اوراق اجاره (تأمین نقدینگی) در همه ابعاد تأیید خبرگان را گرفته‌است. در مورد مؤلفه نهایی این مدل، که نظر متخصصان و افراد نمونه در مورد قابلیت طراحی اوراق تجاری اسلامی در قالب اوراق اجاره (تأمین نقدینگی) است، نیز با آماره ۵/۸٤، در سطح خطای یک درصد معنی‌دار است. بنابراین می‌توان ادعا نمود که مدل ارائه شده، مورد تأیید خبرگان می‌باشد.

Archive of SID

www.SID.ir

جدول(۳). آمار استنباطی در مورد مدل انتشار اوراق تجاری اسلامی در قالب اوراق مرابحه

خلاصه آزمون t تک نمونه‌ای							
ردیف	نام مولفه	میانگین	انحراف معیار	میزان t	درجه آزادی	اختلاف میانگین	سطح معنی‌داری
۱	امکان طراحی و انتشار در سررسید کوتاه‌مدت	٤/٢٤	۰/٧٦	۹/۹٤	٣٦	۱/٢٤	۰/۰۰۱
۲	امکان طراحی و انتشار برای تأمین مالی کوتاه‌مدت	٤/۱۳	۰/۹٤	۷/۲۸	٣٦	۱/۱۳	۰/۰۰۱
۳	بازدهی (تا سررسید) ثابت و معین	٤/٤٨	۰/٦٥	۱۳/۸۹	٣٦	۱/٤٨	۰/۰۰۱
٤	قابلیت معامله در بازار ثانوی	٤/٣٢	۰/٥٢	۱٥/۲۰	٣٦	۱/٣٢	۰/۰۰۱
٥	انطباق بر شرایط عقد مرابحه طبق ضوابط فقه شیعه	٤/۱۰	۰/٦٥	۱۰/۲٥	٣٦	۱/۱۰	۰/۰۰۱
٦	تأیید کلی مدل	٤/٢٧	۰/٥٦	۱۳/۷۹	٣٦	۱/٢٧	۰/۰۰۱

بر اساس اطلاعات مندرج در جدول بالا آزمون تی برای مؤلفه‌های مدل انتشار اوراق تجاری اسلامی در قالب اوراق مرابحه (تأمین مواد و کالا) در همه ابعاد معنی‌دار است، در همه آزمون‌های فوق، میزان تی بدست آمده با درجه آزادی ٣٦، حداقل در سطح ۹۹ درصد معنی‌دار است. بنابراین مدل انتشار اوراق تجاری اسلامی در قالب اوراق مرابحه (تامین مواد و کالا) از نظر شش فاکتور مورد نظر، تأیید خبرگان را گرفته است. در مورد مؤلفه نهایی این مدل، که نظر متخصصان و افراد نمونه در مورد قابلیت طراحی اوراق تجاری اسلامی در قالب اوراق مرابحه (تأمین مواد و کالا) است، نیز با آماره ۱۳/۷۹، در سطح خطای یک هزارم معنی‌دار است. بنابراین می‌توان ادعا کرد که مدل انتشار ارائه شده، مورد تأیید خبرگان می‌باشد.

Archive of SID

www.SID.ir

جدول (٤). آمار استنباطی در مورد مدل انتشار اوراق تجاری اسلامی در قالب اوراق سلف

خلاصه آزمون t تک نمونه‌ای							
ردیف	نام مؤلفه	میانگین	انحراف معیار	میزان t	درجه آزادی	اختلاف میانگین	سطح معنی‌داری
۱	امکان طراحی و انتشار در سررسید کوتاه‌مدت	٤/۰۲	۰/٦٤	۹/٦۸	۳٦	۱/۰۲	۰/۰۰۱
۲	امکان طراحی و انتشار برای تأمین مالی کوتاه‌مدت	٤/۰۰	۰/۷٤	۸/۱٦	۳٦	۱/۰۰	۰/۰۰۱
۳	بازدهی (تا سررسید) ثابت و معین	۳/۸۹	۱/۰۷	۵/۰٤	۳٦	۰/۸۹	۰/۰۰۱
٤	قابلیت معامله در بازار ثانوی	۳/۳۲	۱/۱۳	۱/۷٤	۳٦	۰/۳۲	۰/۰۹
۵	انطباق بر شرایط عقد سلف طبق ضوابط فقه شیعه	۳/۸۳	۰/۷۹	٦/۳۷	۳٦	۰/۸۳	۰/۰۰۱
٦	تأیید کلی مدل	۳/۹٤	۰/۷۷	۷/۳۷	۳٦	۰/۹٤	۰/۰۰۱

همانطور که در جدول مشاهده می‌شود، آزمون تی برای مؤلفه‌های مدل انتشار اوراق تجاری اسلامی در قالب اوراق سلف، در همه ابعاد و مؤلفه‌ها به غیر از مؤلفه قابلیت معامله در بازار ثانویه، معنی‌دار است. بنابراین بر اساس آزمون تی به عمل آمده مدل انتشار اوراق تجاری اسلامی در قالب اوراق سلف، در همه موارد تأیید خبرگان را گرفته و تنها در مورد مؤلفه چهارم، یعنی قابلیت معامله در بازار ثانوی، مورد تأیید قرار نگرفته است. لذا از نظر خبرگان و متخصصان این حوزه، اوراق تجاری اسلامی در قالب اوراق سلف، قابلیت معامله در بازار ثانوی را ندارد. در مورد مؤلفه نهایی این مدل، که نظر متخصصان و افراد نمونه را در مورد قابلیت طراحی اوراق تجاری اسلامی در قالب اوراق سلف اخذ شده، نیز با آماره ۷/۳۷، در سطح اطمینان ۹۹ درصد معنی‌دار است. بنابراین می‌توان ادعا کرد که مدل ارائه شده غیر از گزینه قابلیت معامله در بازار ثانویه، مورد تأیید خبرگان می‌باشد.

Archive of SID

www.SID.ir

جدول (٦). آمار استنباطی در مورد مدل انتشار اوراق تجاری اسلامی در قالب اوراق جعاله

خلاصه آزمون t تک نمونه‌ای							
ردیف	نام مؤلفه	میانگین	انحراف معیار	میزان t	درجه آزادی	اختلاف میانگین	سطح معنی‌داری
١	امکان طراحی و انتشار در سررسید کوتاه‌مدت	٣/٧٢	٠/٨٧	٥/٠٩	٣٦	٠/٧٢	٠/٠٠١
٢	امکان طراحی و انتشار برای تأمین مالی کوتاه‌مدت	٣/٦٧	٠/٩١	٤/٤٩	٣٦	٠/٦٧	٠/٠٠١
٣	بازدهی (تا سررسید) ثابت و معین	٤/٠٢	٠/٨٣	٧/٥٠	٣٦	١/٠٢	٠/٠٠١
٤	قابلیت معامله در بازار ثانوی	٣/٨١	٠/٧٧	٦/٣٥	٣٦	٠/٨١	٠/٠٠١
٥	انطباق بر شرایط عقد سلف طبق ضوابط فقه شیعه	٣/٧٨	٠/٧٥	٦/٣٥	٣٦	٠/٧٨	٠/٠٠١
٦	تأیید کلی مدل	٣/٧٢	٠/٨٧	٥/٠٩	٣٦	٠/٧٢	٠/٠٠١

همانگونه که در جدول فوق مشاهده می‌شود، آزمون تی برای هفت مؤلفه فوق در سطح خطای ١ درصد معنی‌دار بوده است. مندرجات فوق حاکی از آن است که مدل انتشار اوراق تجاری اسلامی در قالب اوراق جعاله، در همه ابعاد تأیید متخصصان و اندیشمندان مالی اسلامی را دارد. آخرین مؤلفه این مدل یعنی قابلیت طراحی اوراق تجاری اسلامی در قالب اوراق جعاله، نیز در سطح خطای یک درصد معنی‌دار است. بر اساس تحلیل فوق، در سطح اطمینان ٩٩ درصد، می‌توان مدعی بود که مدل ارائه شده، مورد تأیید خبرگان می‌باشد.

جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

چهار مدل پیشنهادی برای انتشار اوراق تجاری اسلامی برای شرکت‌های بازرگانی، بر اساس نتایج آزمون‌های آماری، مورد تأیید خبرگان قرار گرفته است. بر اساس مطالعات

Archive of SID

www.SID.ir

تطبیقی، این مدل‌ها می‌تواند مبنای طراحی و انتشار اوراق تجاری اسلامی برای شرکت‌های بازرگانی قرار گیرند زیرا مدل‌های مذکور واجد همه شرایط اصلی اوراق تجاری بوده و از طرف دیگر منطبق بر الزامات عقود شرعی مربوطه و متناسب با نوع فعالیت و نیاز مالی شرکت‌های بازرگانی می‌باشد. فقط یک مورد مربوط به قابلیت معامله در بازار ثانوی اوراق سلف، مورد تایید خبرگان قرار نگرفت زیرا بنابر نظر اکثر فقهای شیعه، اوراق سلف قبل از سررسید قرارداد سلف (موعد تحویل کالا) قابل معامله نمی‌باشد ولی با این وجود، کلیت مدل (قابلیت طراحی اوراق تجاری در قالب اوراق سلف) مورد تأیید قرار گرفته است. علت این موضوع را اینگونه می‌توان تفسیر کرد که هر چند وجود بازار ثانوی جزء ویژگی‌های اوراق تجاری می‌باشد، اما در عمل با توجه به سررسید کوتاه‌مدت اوراق تجاری، بازار ثانوی فعالی برای این اوراق وجود ندارد و این اوراق عمدتاً تا سررسید نگهداری می‌شوند بنابراین با توجه به اینکه این مدل واجد سایر شرایط و معیارها می‌باشد، بنابراین از نظر خبرگان، مشروط به نگهداری اوراق تا سررسید، اوراق تجاری در قالب اوراق سلف، قابل طراحی می‌باشد.

با توجه به نوع فعالیت شرکت‌های بازرگانی، نیاز به تأمین مالی کوتاه مدت و سرمایه در گردش این شرکت‌ها، عمدتاً در جهت تامین نقدینگی و تأمین موجودی کالای تجاری می‌باشد بنابراین نتایج تحقیق را می‌توان اینگونه جمع‌بندی و تلخیص نمود که برای تأمین نقدینگی شرکت‌های بازرگانی، اوراق تجاری اسلامی مبتنی بر عقود اجاره، سلف و جعاله در قالب مدل‌های ارائه شده، قابل طراحی و انتشار می‌باشد. همچنین برای تأمین موجودی کالای تجاری شرکت‌های بازرگانی نیز اوراق تجاری اسلامی مبتنی بر عقد مرابحه بر اساس مدل پیشنهادی، قابلیت طراحی و انتشار دارد.

یادداشت‌ها

1. Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (2004), Shari’a Standard No. 17, Investment Sukuk.

Archive of SID

www.SID.ir

2. Direct Structuring of Securities
3. Asset- Securitization
4. Pooled
5. Special Purpose Vehicle
6 Commercial Papers

کتابنامه

حافظ‌نیا، محمدرضا (۱۳۸٦)، *مقدمه‌ای بر روش تحقیق در علوم انسانی*، تهران: انتشارات سمت.

خاکی، غلامرضا، (۱۳۷۹)، *روش تحقیق در مدیریت*، تهران، انتشارات بازتاب.

دلاور، علی، (۱۳۷٤)، *مبانی نظری و علمی پژوهش در علوم انسانی و اجتماعی*، تهران: انتشارات رشد.

سرمد، زهره، الهه حجازی و عباس بازرگان (۱۳۸٦)، روش‌های تحقیق در علوم رفتاری، تهران: نشر آگه.

عبیدالله، محمد (۱۳۸۹)، *خدمات مالی اسلامی*، ترجمه بمانپور، مسلم و سجاد سیفلو، تهران: انتشارات دانشگاه امام صادق(ع).

کرمی، محمدمهدی (۱۳۸۰)، *مبانی فقهی اقتصاد اسلامی*. تهران: انتشارات سمت.

مجلسی، محمدباقر (۱٤۰۳) هق، *بحارالانوار*، بیروت: دار احیاء التراث العربی.

مکارم‌شیرازی، ناصر (۱۳۷۹) *القواعد الفقهیة*، قم: مدرسهٔ الامام علی بن ابیطالب، چاپ پنجم.

موسوی خمینی، سید روحا... (۱۳۷۹)، *البیع*، قم: مؤسسه تنظیم و نشر آثار ۱۳۷۹، چاپ اوّل، جلد ۱.

موسویان، سیدعباس (۱۳۹۰)، *ابزارهای مالی اسلامی*، تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.

Bacha, Obiyathulla Ismath, & Mirakhor Abbas (2013), *Islamic Capital Markets*: A Comparative Approach, Willey Finance Series.

Choudhry, Moorad (2006), *Corporate Bound Markets*, Instruments and Applications, Johan Wiley and sons, Singapore.

Coyle, Brian (2002), *Corporate Bounds and Commercial Paper*, Global Professional Publishing, UK. Duska, R., & Clarke, J (2002), *Ethical*

Archive of SID

www.SID.ir

Issues in Financial Services. IN BOWIE, N. E. (Ed.) The Blackwell Guide to Business Ethics. Oxford, Blackwell

Fabozzi, Frank J & Mann Steven (2012), T*he handbook of fixed income securities*, McGraw-Hill, eighth edition.

Fabozzi, Frank J (2002), *The handbook of financial instruments*, John Wiley & Sons.

Hahn, K (1993), "Thomas", *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, No.2.

Hasan, Zubair (2014), *Islamic Banking and Finance*, An Integrative Approach, Oxford.

Sarker, Abdul Awwal (1995), "Islamic financial instruments: definition and types", *Review of Islamic Economics*, Vol.4, No.1.

Archive of SID

www.SID.ir