

## تبیین مدل مفهومی اوراق تجاری اسلامی برای شرکت‌های تولیدی

غلامرضا مصباحی مقدم<sup>۱</sup> / محمد اسماعیل فدایی نژاد<sup>۲</sup> / سید علی سجادی<sup>۳</sup>

### چکیده

ابزارهای تأمین مالی به عنوان معجاری گردش و انتقال پول از منابع پس‌انداز به مصارف سرمایه‌گذاری، نقش مهمی در اقتصاد و بازارهای مالی دارند. این ابزارها علاوه بر اینکه امکان تأمین مالی از منابع عمومی و اختصاصی را برای شرکت‌ها فراهم می‌سازد، به عنوان ابزار سرمایه‌گذاری برای وجوه نقد پس‌انداز شده در اقتصاد می‌باشد که می‌تواند در قالب ابزار سرمایه‌گذاری، بازدهی مناسبی را برای سرمایه‌گذاران فراهم سازد.

امروزه ابزارهای مالی متعدد و متنوعی طراحی و عرضه شده است که می‌تواند نیازهای مختلف تأمین مالی شرکت‌ها را برآورده سازد و از طرف دیگر متناسب با سلاقی و ترجیحات سرمایه‌گذاران باشد. ازجمله این ابزارها، اوراق تجاری است که عمدتاً به عنوان ابزار تأمین مالی کوتاه‌مدت و میان‌مدت و برای مصارف سرمایه در گردش شرکت‌ها استفاده می‌شود و بخش قابل توجهی از انتشار اوراق در بازارهای مالی بین‌المللی را به خود اختصاص می‌دهد. با این وجود، این ابزار نیز همانند سایر ابزارهای مالی متعارف، در بازارهای غربی طراحی و مدل‌سازی شده است و بدلیل شرایط و محدودیت‌های مقرر در شریعت اسلام، قابلیت انتشار در بازارهای اسلامی را ندارد. ضوابط و قواعد اسلامی این قابلیت را دارد که این ابزار مهم مالی را در چارچوب مورد قبول اسلام و عقود تجویز شده در فقه، طراحی نماید. این تحقیق با مطالعه تطبیقی و با نظرسنجی از خبرگان، مدل مفهومی اوراق تجاری اسلامی را برای استفاده شرکت‌های تولیدی طراحی می‌نماید، بطوریکه این اوراق قابلیت انتشار در بازارهای مالی اسلامی و بطور مشخص بازار سرمایه ایران را داشته باشد.

**واژگان کلیدی:** مالی اسلامی، اوراق تجاری، صکوک، تأمین مالی

**طبقه‌بندی موضوعی:** G23, G32

۱. دانشیار دانشگاه امام صادق (علیه السلام)

۲. دانشیار دانشگاه شهید بهشتی

۳. دانشجوی دکتری مدیریت مالی دانشگاه شهید بهشتی

## مقدمه

مالی اسلامی هر چند در حال حاضر به عنوان گرایش ضروری و علمی در دانش مالی شناخته شده و مجلات و کتاب‌های متعددی حتی توسط نشریات معتبر غربی در این زمینه منتشر شده و دانشمندان در دانشگاه‌های اسلامی و حتی غربی و غیر مسلمان به تحقیق در این موضوع مشغول می‌باشند، اما به هر صورت و در مقایسه با تاریخ دانش مالی، جوان می‌باشد. در زمینه ابزارهای مختلف مالی اسلامی، تحقیقات متعددی صورت گرفته و در کشور ما نیز چند کتاب در قالب ترجمه و تألیف و چند مقاله و پایان‌نامه در زمینه مطالعه تطبیقی ابزارهای مختلف مالی مانند قراردادهای آتی<sup>۱</sup> و اختیار معاملات<sup>۲</sup> با ضوابط اسلامی انجام شده است اما در زمینه اوراق تجاری<sup>۳</sup> و طراحی آن در چارچوب مالی اسلامی، پژوهش خاصی انجام نشده است. با توجه به اهمیت این ابزار، تحقیق مستقل و اختصاصی در مورد آن ضرورت می‌یابد.

در برخی کشورهای اسلامی، با توجه به گستردگی کاربرد و نیاز شرکت‌ها به اوراق تجاری، به طراحی این ابزار در چارچوب ضوابط اسلامی پرداخته شده است، به طوری که اصطلاح اوراق تجاری اسلامی (ICP)<sup>۴</sup> در حال حاضر یک اصطلاح شناخته شده در مالی اسلامی می‌باشد، اما به طور جامع و با توجه به ظرفیت عقود مختلف اسلامی، به آن پرداخت نشده است.

بنابراین هدف این تحقیق تبیین مدل مفهومی و الزامات طراحی اوراق تجاری اسلامی (ICP) در چارچوب ضوابط فقه شیعه و با استفاده از عقود تجویز شده در شریعت است، به گونه‌ای 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 تولیدی پرداخته می‌شود. با توجه به نوع فعالیت شرکت‌های تولیدی، نیازهای مالی کوتاه مدت آنها برای تأمین سرمایه در گردش لازم برای تولید و ادامه فعالیت می‌باشد که عمدتاً

1. Futures

2. Options

3. Comercial Paper

4. Islamic Comercial Paper

معطوف به موجودی کالای لازم برای تولید و نیز نقدینگی لازم برای ایفای تعهدات کوتاه مدت و پرداخت‌های جاری شرکت است.

### ادبیات نظری و پیشینه تحقیق

با توجه به ماهیت تطبیقی این پژوهش، بررسی مبانی نظری و سوابق آن نیز در دو بخش ادبیات متعارف اوراق تجاری و ادبیات مالی اسلامی، صورت می‌گیرد.

#### الف) اوراق تجاری و ویژگی‌های اصلی آن

اوراق تجاری یک ابزار بدهی تضمین نشده کوتاه‌مدت است که توسط یک شرکت، معمولاً برای تأمین مالی و برآوردن تعهدات کوتاه‌مدت منتشر می‌شود. 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. 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 ثانوی معامله شود. هرچند که اغلب این اوراق تا زمان سررسید آن نزد سرمایه‌گذاران باقی می‌ماند.

اوراق تجاری با درآمد ثابت معمولاً برای تأمین 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 شده‌اند و به سرعت رشد کرده است؛ به طوری که اوراق تجاری یکی از مهم‌ترین اوراق بدهی بازارهای آمریکا می‌باشد. معمولاً شرکت‌های به اصطلاح غیرمالی (مثل شرکت‌های تولیدی) از این اوراق تجاری به عنوان نوعی وسیله تأمین مالی استفاده می‌کنند. این گونه اوراق را مؤسسات مالی (مثل بانک‌ها) نیز منتشر می‌کنند. عمده‌ترین شرکت‌هایی که در این گونه اوراق تجاری سرمایه‌گذاری می‌کنند شرکت‌های بیمه، صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری و صندوق‌های بازنشستگی هستند.

شرکت‌های تجاری در جهت تأمین مالی خود برای موارد زیر، از انواع اوراق تجاری استفاده می‌کنند:

○ تأمین مالی برای نیازهای مالی کوتاه مدت و فصلی؛

- تأمین مالی سرمایه در گردش مورد نیاز دائمی: زمانی که شرکت نیاز به منابع مالی بلندمدت دارد ولی به دلیل شرایط بازار سرمایه تهیه این منابع با نرخ مورد نظر شرکت میسر نباشد، شرکت به طور موقت، نیاز مالی خود را از طریق انتشار اوراق تجاری تأمین می کند و بعد از بهبود شرایط در بازار سرمایه، به انتشار سهام یا اوراق قرضه بلندمدت اقدام می کند.
  - به جای استفاده از وام های بانکی، شرکت ها ترجیح می دهند از طریق انتشار این اوراق (برای دوره های کوتاه مدت) تأمین مالی کنند. حجم اوراق تجاری که شرکت ها منتشر می کنند، تا حد زیادی به میزان و نرخ بهره وام بانکی بستگی دارد. زمانی که سیاست پولی انقباضی گردد و بانک ها در دادن وام سخت گیری کنند، شرکت هایی که از نظر درجه اعتباری دارای وضع مناسبی هستند اقدام به انتشار اوراق تجاری می کنند تا بدین طریق تأمین مالی شوند (در واقع، این اوراق جانشین وام های کوتاه مدت بانک ها می شود). این اوراق را اشخاصی می خرند که دارای مازاد نقدینگی موقت هستند.
- ویژگی های مهم اوراق تجاری به شرح زیر است:
- سررسید کوتاه مدت (با امکان تمدید): سررسید اوراق تجاری منتشر شده از ۵ روز شروع شده و به ندرت به یک سال می رسد بطوری که کوتاه بودن سررسید را می توان ویژگی مشترک و شاخص اصلی این اوراق دانست که البته این سررسید می تواند برای دوره های آتی تمدید شود.
  - تأمین مالی کوتاه مدت با امکان تجدید برای دوره های آتی: اوراق تجاری یک ابزار تأمین مالی کوتاه مدت است که جهت رفع نیازهای مالی کوتاه مدت و کمبود نقدینگی جاری و تأمین سرمایه در گردش مورد نیاز، منتشر می شود. بنابراین معمولاً برای نیازهای فصلی و دوره ای طراحی می گردد. هرچند در صورت لزوم می تواند برای یک یا چند دوره دیگر تمدید شود.
  - بازدهی ثابت و معین: اوراق تجاری جزء اوراق با درآمد ثابت طبقه بندی می شود، یعنی سرمایه گذارانی که اوراق را با نرخ سود معین و یا با تنزیل خریداری کرده اند با فرض نگهداری اوراق تا سررسید، بازدهی ثابتی را که از ابتدا معین بوده است، دریافت می کنند و ریسک مشارکت در کسب و کار را نمی پذیرند.
  - قابلیت بازار ثانوی: هرچند اوراق تجاری، کوتاه مدت است و معمولاً تا سررسید توسط سرمایه گذاران نگهداری می شود، اما قابلیت نقدشوندگی قبل از سررسید و معامله در بازار ثانوی را دارد.

- انتفاعی بودن: اوراق تجاری در فضای کسب و کار منتشر می‌شود و فی‌نفسه واجد انتفاع و سود است و ابزار سرمایه‌گذاری تلقی می‌شود.

### ب) اوراق اسلامی

هر نظام مالی متشکل از بازارها، نهادها و ابزارهای مالی می‌باشد و یکی از مهمترین ابزارهای مالی، اوراق بهادار می‌باشد. نظام مالی اسلامی نیز شامل ابعاد فوق می‌باشد که هر کدام مباحث خاص خود را دارد که با توجه به موضوع این تحقیق، در این بخش بر ادبیات اوراق اسلامی تأکید شده است. استاندارد شرعی شماره ۱۷ سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی، صکوک (اوراق اسلامی) را اینگونه تعریف کرده است<sup>۱</sup>:

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

فرآیند طراحی و انتشار اوراق بهادار اسلامی دو شکل مختلف دارد:

✓ از طریق انتشار مستقیم اوراق بهادار<sup>۲</sup>: فرآیندی است که در آن، ابتدا اوراق بهادار 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 اوراق بهادار، توزیع می‌شود.

✓ از طریق انتشار اوراق بهادار بر مبنای دارایی<sup>۳</sup>: یک فرآیند معکوس است که در آن، دارایی‌های موجود، مشخص شده و گردآوری<sup>۴</sup> می‌شوند و سپس بر مبنای 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 (واسطه)<sup>۵</sup>: شخصیت حقوقی که وظیفه انتشار اوراق را بر عهده دارد.
- ۳- سرمایه‌گذاران (دارندگان اوراق): اشخاص حقوقی یا حقیقی که اوراق را خریداری می‌کنند.

1. Accounting and Auditing Organization For Islamic Financial Institutions, Shari'a Standard No.

(17): Investment Sukuk, 2004.

2. Direct Structuring of Securities

3. Asset-Securitization

4. Pooled

5. Special Purpose Vehicle (SPV)

- ۴- 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 مصداق این نهاد می‌باشد.
- ۶- شرکت رتبه‌بندی اعتباری: شرکتی که با داشتن مجوز، وظیفه رتبه‌بندی اعتباری اوراق را بر عهده دارد.

### تحلیل تطبیقی و تبیین مدل‌های مفهومی

در بخش ادبیات تحقیق، ادبیات نظری و حرفه‌ای متداول در زمینه اوراق تجاری و ادبیات مالی اسلامی با تأکید بر اوراق اسلامی، تشریح شد. برای تبیین مدل مفهومی 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 تولیدی، ارزیابی می‌شود، و در نهایت مدل مفهومی اوراق اسلامی که واجد شرایط اوراق تجاری برای شرکت‌های تولیدی 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

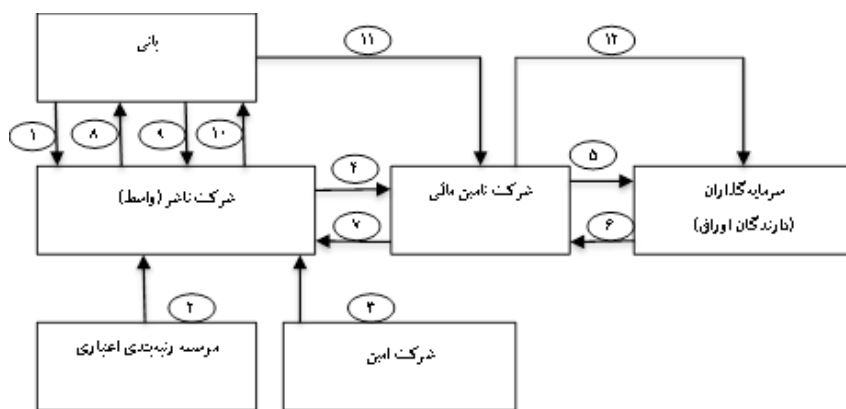
| اوراق اسلامی | ویژگی‌ها و شرایط<br>اوراق تجاری | سررسید<br>کوتاه مدت | تأمین مالی<br>کوتاه مدت | بازدهی ثابت<br>و معین | قابلیت بازار<br>ثانوی | انتفاعی بودن |
|--------------|---------------------------------|---------------------|-------------------------|-----------------------|-----------------------|--------------|
| اجاره        |                                 | -                   | -                       | ✓                     | ✓                     | ✓            |
| مرابحه       |                                 | ✓                   | ✓                       | ✓                     | ✓                     | ✓            |
| سلف          |                                 | ✓                   | ✓                       | ✓                     | ✓                     | ✓            |
| استصناع      |                                 | -                   | -                       | ✓                     | ✓                     | ✓            |
| جعاله        |                                 | -                   | -                       | ✓                     | ✓                     | ✓            |
| مضاربه       |                                 | -                   | -                       | ×                     | ✓                     | ✓            |
| مشارکت       |                                 | -                   | -                       | ×                     | ✓                     | ✓            |
| مزارعه       |                                 | -                   | -                       | ×                     | ✓                     | ✓            |
| مساقات       |                                 | -                   | -                       | ×                     | ✓                     | ✓            |
| قرض الحسنه   |                                 | -                   | -                       | ×                     | ✓                     | ×            |

علامت ✓ نشان دهنده امکان قطعی، علامت × نشان‌دهنده 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، بدلیل اینکه فاقد بازدهی ثابت و مشخص هستند، حذف می‌شوند. البته می‌توان با اضافه کردن عقود مثل صلح به این اوراق، حداقل سود تضمین‌شده‌ای برای سرمایه‌گذاران در نظر گرفت، اما علاوه بر اینکه ایراداتی به آن وارد است، با ماهیت این عقود، که مشارکت در سود و زیان و پذیرفتن ریسک کسب و کار می‌باشد نیز منافات دارد. اوراق قرض الحسنه نیز بدلیل ماهیت غیرانتفاعی بودن آن، خارج می‌شود. بدین ترتیب به بررسی تفصیلی اوراق واجد شرایط، در تطبیق با ویژگی‌های اوراق تجاری، پرداخته می‌شود.

## ❖ اوراق اجاره

این اوراق، انتفاعی بوده و قابلیت طراحی با سود ثابت و مشخص و امکان معامله قبل از سررسید در بازار ثانوی را دارد اما دو ویژگی سررسید کوتاه مدت و تأمین مالی کوتاه مدت، بستگی به نوع طراحی این اوراق دارد. اوراق اجاره می تواند با دو هدف تأمین مالی دارایی های بلند مدت 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 می تواند قالبی برای انتشار اوراق تجاری باشد؛ زیرا وجوه نقد مهمترین جزء اقلام سرمایه در گردش شرکت های تولیدی می باشد و از طرف دیگر عقد اجاره انعطاف پذیری زیادی دارد و می تواند در بازه زمانی کوتاه نیز محقق شود. بنابراین شرکت تولیدی که نیازمند نقدینگی برای نیازهای فصلی خود می باشد، می تواند 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 به صورت اجاره به شرط تملیک می باشد که در پایان دوره، مالکیت دارایی پایه، به بانی بر می گردد. اما اگر این نیاز، مستمر باشد و لازم باشد که اوراق، مرتباً تجدید شوند، عقد اجاره بصورت اجاره عملیاتی، منعقد می شود تا دارایی پایه که پشتوانه اوراق است، بنابر درخواست بانی، برای دوره های آتی نیز مجدداً در قالب اجاره عملیاتی در اختیار بانی باشد. بنابراین نقدینگی حاصل از فروش دارایی پایه نیز برای دوره های آتی در اختیار بانی می باشد. انعطاف بالای عقد اجاره این امکان را فراهم می کند که زمان پرداخت اجاره بها با توجه به وضعیت بانی و جریان نقدینگی آن، تنظیم شود. مدل مفهومی انتشار اوراق تجاری در چارچوب اوراق اجاره را می توان بشرح زیر ترسیم نمود:

شکل (۱): مدل مفهومی اوراق تجاری در چارچوب اوراق اجاره



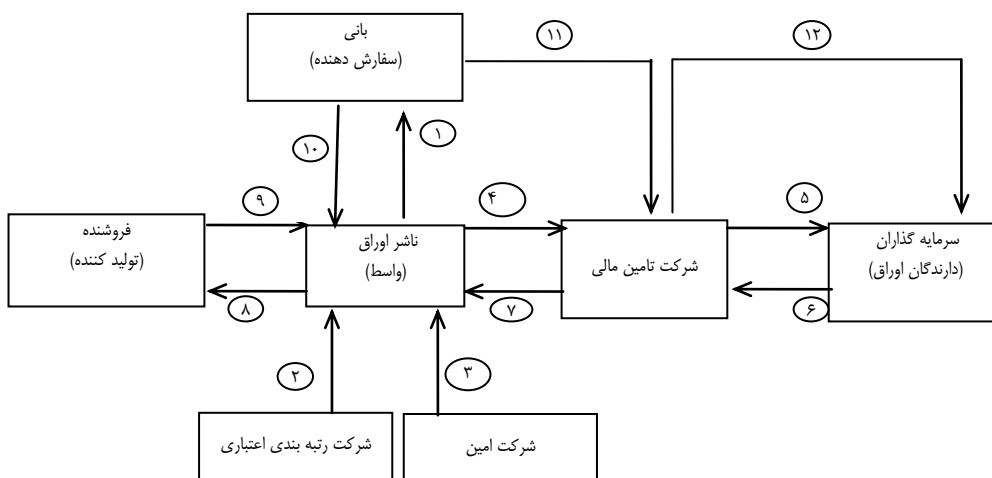
۱. در گام اول، بانی تقاضای انتشار اوراق اجاره را به ناشر اوراق (واسط) ارائه کرده تا از طریق انتشار این اوراق نقدینگی مورد نیاز بانی تأمین شود.
۲. شرکت رتبه‌بندی اعتباری، رتبه اعتباری اوراق اجاره را تعیین می‌کند.
۳. مؤسسه امین بر فرایند انتشار اوراق و مصرف وجوه تا سررسید و تسویه اوراق نظارت می‌کند.
۴. در مرحله بعدی اوراق منتشره در اختیار یک شرکت تأمین مالی قرار می‌گیرد.
۵. اوراق اجاره منتشره از طریق شرکت تأمین مالی به صورت واحدهای معجزا در اختیار سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرد.
۶. سرمایه‌گذاران مبلغ اوراق اجاره را در اختیار شرکت تأمین مالی قرار می‌دهند.
۷. در این مرحله مبالغ جمع‌آوری شده توسط شرکت تأمین مالی در اختیار شرکت واسط (ناشر اوراق) قرار می‌گیرد.
۸. در این گام مبلغ مورد نیاز برای خرید دارایی پایه مورد نظر بانی (سفارش‌دهنده) از طریق شرکت واسط به بانی پرداخت می‌گردد.
۹. دارایی پایه بعد از پرداخت مبلغ آن در اختیار شرکت واسط (ناشر اوراق) قرار می‌گیرد.
۱۰. 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.
۱۱. در این مرحله بانی اجاره تعیین شده را در سررسیدهای مشخص به انتشاردهنده اوراق (شرکت واسط) یا شرکت تأمین مالی پرداخت می‌نماید.
۱۲. شرکت تأمین مالی نیز مبالغ پرداختی از طرف بانی را به دارندگان اوراق اجاره انتقال می‌دهد.

#### ❖ اوراق مرابحه

همانطور که در جدول ۱ 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 شرکت-های تجاری و اوراق رهنی) قابل طراحی و انتشار می‌باشد. اوراق مرابحه تأمین نقدینگی متضمن بیع‌العینه بوده و طبق 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. اوراق مرابحه رهنی نیز برای بانک‌ها و مؤسسات اعتباری مناسب می‌باشد که با تجمع 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 مواد اولیه مورد نیاز تولید) می‌باشد. بنابراین، اوراق مرابحه تأمین مالی، قابلیت طراحی در قالب اوراق تجاری، با هدف تأمین موجودی مواد و کالا را خواهد داشت که یکی از نیازهای فصلی شرکت‌های تولیدی برای تکمیل چرخه تولید می‌باشد. به طوریکه بسیاری از شرکت‌ها بطور منظم در دوره‌های مشخصی نیاز به نقدینگی برای تأمین موجودی مواد و کالا برای تولید دارند و در کمتر از یک سال با وجوه مازاد حاصل از فروش محصولات خود قادر به بازپرداخت آن می‌باشند. مدل مفهومی اوراق تجاری مبتنی بر مرابحه تأمین مالی بشرح زیر می‌باشد:

شکل (۲): مدل مفهومی اوراق تجاری در چارچوب اوراق مرابحه



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، کالا یا خدمت مورد نظر را طی یک قرارداد مرابحه در اختیار شرکت بانی قرار می‌دهد.

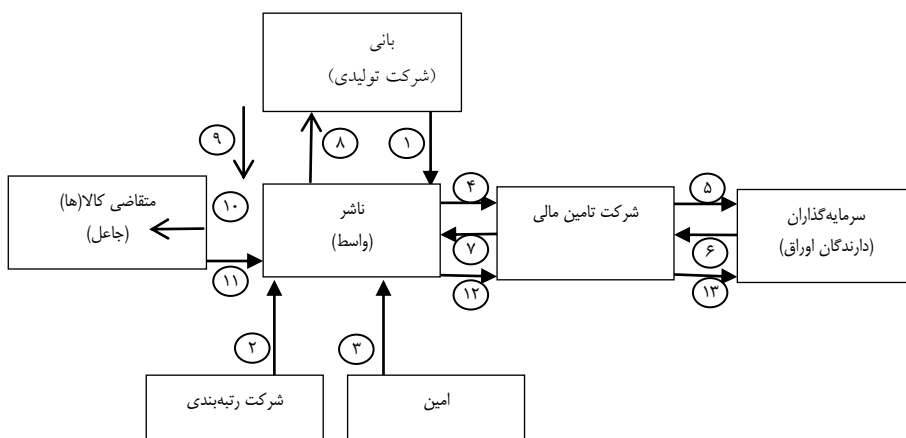
۱۱. بانی، بهای کالا یا خدمت ارائه شده را در سررسیدهای مشخصی به ناشر اوراق (شرکت واسطه) یا شرکت تأمین مالی پرداخت می‌نماید.
۱۲. انتشار دهنده اوراق نیز مبالغ پرداختی از طرف بانی را از طریق شرکت تأمین مالی به دارندگان اوراق مراحله انتقال می‌دهد و یا مبالغ مستقیماً از طرف شرکت تأمین مالی به دارندگان اوراق مراحله پرداخت خواهد شد.

#### ❖ اوراق سلف

با انتشار اوراق سلف نیز می‌توان نقدینگی لازم را برای شرکت تولیدی فراهم کرد. بدین ترتیب که شرکت واسطه با انتشار اوراق و جمع‌آوری وجوه، با انعقاد قرارداد سلف با بانی (تولید کننده) وجه کالاهای مشخصی را نقداً پرداخت می‌کند و در زمان مشخصی در آینده، کالاهای تعیین شده را تحویل می‌گیرد. بنابراین از این ابزار می‌توان به تأمین مالی فعالیت‌های تولیدی 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 اجماع فقهای شیعه بر ابطال آن 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 واسطه، 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 جعل 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 واحدهای تولیدی 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 مفهومی انتشار اوراق تجاری با هدف نقدینگی واحدهای تولیدی با استفاده از ساختار اوراق سلف به شرح زیر می‌باشد:

شکل ۳- مدل مفهومی اوراق تجاری در چارچوب اوراق سلف



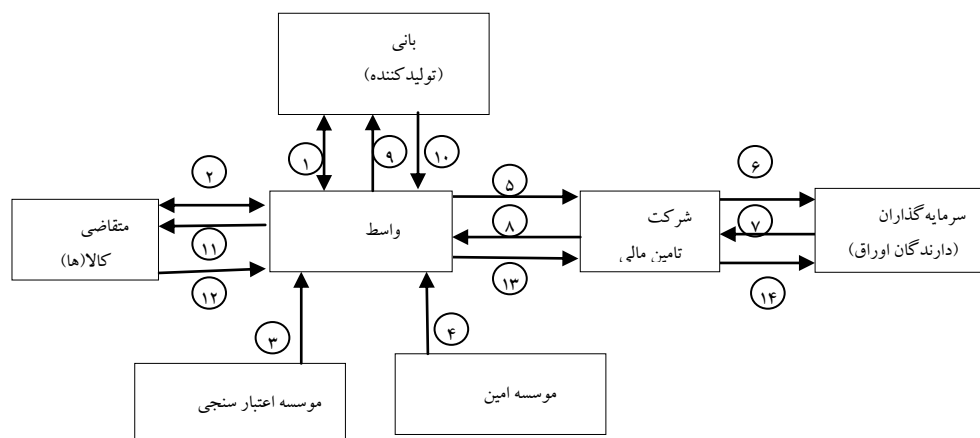
۱. در گام اول بانی تقاضای انتشار اوراق سلف را به ناشر اوراق (واسط) ارائه کرده تا از طریق انتشار این اوراق نقدینگی مورد نیاز بانی تأمین شود. همزمان، ناشر با متقاضی کالای مورد نظر وارد قرارداد جعاله می‌شود که در صورت تحویل کالا در زمان مشخص در آینده، مبلغ آن را که متضمن اصل و سود اوراق است، تحویل می‌گیرد.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

#### ❖ 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. این اوراق قابل مبادله در بازار ثانوی بوده و دارای

بازده معین است. بنابراین اوراق استصناع واجد سه ویژگی اصلی اوراق تجاری (بازدهی ثابت و معین - قابلیت بازار ثانوی - انتفاعی بودن) می‌باشد. اما در خصوص دو ویژگی اصلی سررسید کوتاه مدت و تأمین مالی کوتاه‌مدت، ابهام وجود دارد. اوراق استصناع معمولاً برای طرح‌های سرمایه‌ای و پروژه‌های عمرانی تعریف می‌شود که میان‌مدت و بلندمدت می‌باشند. اما سفارش ساخت می‌تواند برای یک یا تعدادی کالای مشخص (مثلاً یک فروند کشتی یا ده هزار دستگاه خودرو) باشد که در یک بازه زمانی کوتاه‌مدت، ساخت و تحویل شود و این با ماهیت عقد استصناع، منافاتی ندارد. بنابراین از این اوراق می‌توان برای تأمین نقدینگی کوتاه‌مدت شرکت‌های تولیدی استفاده کرد. بدین ترتیب که واسطه، اقدام به قرارداد سفارش ساخت کالا یا کالاهای مورد نظر با تولید کننده می‌کند و با انتشار اوراق و جمع‌آوری وجوه، نقدینگی لازم برای تأمین سرمایه در گردش بانی (شرکت تولیدی) را فراهم می‌کند. در این مرحله باید وضعیت کالای تولید شده و تحویلی در آینده مشخص شود به گونه‌ای که بتواند اصل وجوه و بازدهی مشخص را برای صاحبان اوراق فراهم کند. برای رفع این مشکل می‌توان با شخص ثالثی که متقاضی کالا یا کالاهای مورد نظر است و در حقیقت سفارش‌دهنده اصلی است، وارد قرارداد دیگری شد که در عمل، استصناع اول می‌باشد. نکته جالب توجه این است که در این طراحی، سفارش‌دهنده اصلی که می‌تواند یک شرکت بازرگانی، لیزینگ یا مصرف کننده نهایی (مانند شرکت کشتیرانی) باشد نیز به نوعی تأمین مالی شده است و بدون اینکه تا زمان تحویل کالا، ملزم به پرداخت مبالغی باشد، نیاز خود به کالا یا کالاهای مورد نظر در آینده را تأمین نموده است. بنابراین مدل مفهومی انتشار اوراق تجاری در قالب اوراق استصناع و با هدف تأمین نقدینگی شرکت‌های تولیدی، به شرح زیر ترسیم می‌شود:

شکل (۴): مدل مفهومی اوراق تجاری در چارچوب اوراق استصناع



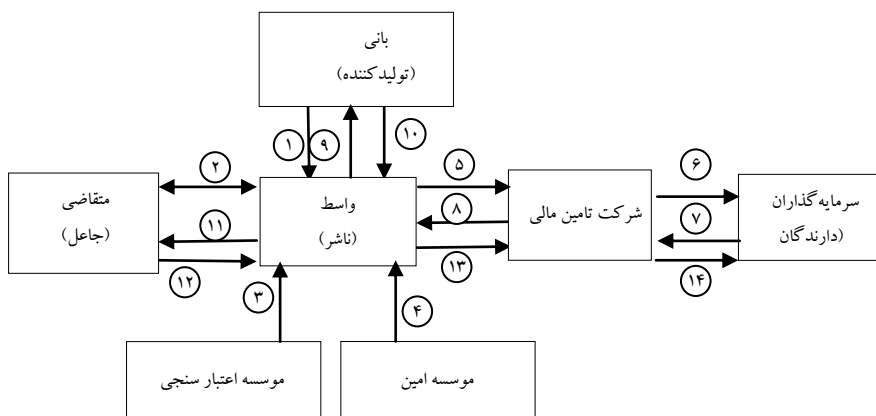
۱. واسط، مطابق قرارداد استصناع، سفارش تولید کالا(ها)ی مشخصی را در مقابل مبلغ معینی به تولیدکننده می‌دهد.
۲. واسط همزمان سفارش همان کالا(ها) را از متقاضی اصلی (شرکت بازرگانی، لیزینگ، شرکت حمل و نقل و ...) می‌گیرد.
۳. شرکت رتبه‌بندی اعتباری، رتبه اعتباری اوراق را تعیین می‌کند.
۴. مؤسسه امین بر فرایند انتشار اوراق و مصرف وجوه تا سررسید و تسویه اوراق نظارت می‌کند.
۵. در مرحله بعدی، اوراق منتشره در اختیار یک شرکت تأمین مالی قرار می‌گیرد.
۶. در این مرحله، اوراق منتشره از طریق شرکت تأمین مالی به صورت واحدهای مجزا در اختیار سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرد.
۷. سرمایه‌گذاران با خرید اوراق، مبلغ اوراق را در اختیار شرکت تأمین مالی قرار می‌دهند.
۸. در این مرحله مبالغ جمع‌آوری شده توسط شرکت تأمین مالی در اختیار شرکت واسط(ناشر اوراق) قرار می‌گیرد.
۹. مبلغ مورد نیاز جهت ساخت کالا(ها)ی مشخص در قالب قرارداد استصناع، از طریق شرکت واسط در اختیار بانی(تولیدکننده) قرار می‌گیرد.
۱۰. کالا(ها)ی مورد نظر در قرارداد استصناع، در سررسید در اختیار شرکت واسط(ناشر) قرار می‌گیرد.
۱۱. واسط، کالا(ها) را عیناً به متقاضی کالا(ها) تحویل می‌دهد.
۱۲. متقاضی با تحویل کالا، مبلغ مورد نظر طبق قرارداد استصناع اول با واسط را در اختیار واسط قرار می‌دهد.
۱۳. واسط نیز وجه را به شرکت تأمین مالی منتقل می‌کند.
۱۴. شرکت تأمین مالی وجوه را به سرمایه‌گذاران (دارندگان اوراق) پرداخت می‌کند.

#### ❖ 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 (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 جعل مورد نظر در قرارداد اول که شامل اصل پول خریداران اوراق (سرمایه‌گذاران) و سود مشخص 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 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 تولیدی برای تولید تعداد مشخص کالا و تحویل آن، کاربرد داشته باشد. از طرف دیگر، جاعل اصلی که می‌تواند شرکت متقاضی کالاهای مشخص (مانند شرکت بازرگانی یا لیزینگ) باشد 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 مفهومی انتشار اوراق تجاری در قالب اوراق جعاله بشرح زیر قابل ترسیم است:

شکل (۵): مدل مفهومی اوراق تجاری در چارچوب اوراق جعاله



۱. واسط به عنوان جاعل با بانی به عنوان عامل (تولیدکننده) برای تولید 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 تولید کالا(ها) یا ارائه خدمات مورد نظر متقاضی از طریق شرکت واسط به بانی (تولید کننده) پرداخت می‌گردد.
  ۱۰. کالا(ها) یا خدمات موضوع جعاله در اختیار شرکت واسط (ناشر اوراق) قرار می‌گیرد.
  ۱۱. شرکت واسط، کالا(ها) یا خدمات مورد نظر را در اختیار متقاضی قرار می‌دهد.
  ۱۲. در این مرحله متقاضی با کالا(ها) یا خدمات 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.
  ۱۴. 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.

## روش تحقیق

با توجه به اینکه این تحقیق هم از منابع کتابخانه‌ای و اسناد و مدارک استفاده می‌کند و هم در یک مطالعه میدانی به نظرسنجی از خبرگان می‌پردازد، 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.

پس از تشریح صکوک در مقایسه با شرایط و الزامات اوراق تجاری و محدود کردن اوراق اسلامی (صکوک) به اوراقی 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 بوده است. این پرسشنامه شامل هفت گویه یا سؤال برای ارزیابی هر مدل می‌باشد که نظرات و آراء جامعه آماری در خصوص هر مدل از طریق این سؤالات 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 کوتاه مدت را دارد.
- این اوراق، امکان طراحی و انتشار برای تأمین مالی کوتاه مدت (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، انتفاعی می‌باشد.
- این اوراق منطبق بر شرایط عقد ... و طبق ضوابط فقه شیعه، مشروع و مجاز می‌باشد.
- با توجه به شرایط فوق و مدل ارائه شده، اوراق تجاری (Commercial Papers) 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 شده است. همچنین پرسشنامه شامل پنج مدل طراحی شده برای انتشار اوراق تجاری اسلامی می‌باشد که خبرگان در مورد آنها اظهار نظر می‌نمایند. این مدل‌ها عبارتند از: مدل مفهومی اوراق تجاری اسلامی در قالب اوراق اجاره (تأمین نقدینگی)، مدل مفهومی اوراق تجاری اسلامی در قالب اوراق مرابحه (تأمین مواد و کالا)، مدل مفهومی اوراق تجاری اسلامی در قالب اوراق سلف، مدل مفهومی اوراق تجاری اسلامی در قالب اوراق استصناع و مدل مفهومی اوراق تجاری اسلامی در قالب اوراق جعاله.

علاوه بر روش‌های آمار توصیفی، از آزمون‌های آماری مناسب برای آزمون فرضیه‌ها، در بخش آمار استنباطی استفاده می‌شود. آزمون‌های آماری استفاده شده در این تحقیق، آزمون تی یک نمونه (one sample T test) برای آزمون معنی داری تفاوت میانگین بدست آمده برای هریک از مؤلفه‌های مدل‌های پیشنهادی با عدد ثابت مشخص شده به عنوان حد ضعیف بودن مدل است که برای اثبات یا رد فرضیه‌های آماری و به تبع آن فرضیه‌های تحقیق استفاده شده است.

## نتایج تحقیق میدانی و آزمون مدل‌ها

در این بخش به ارائه نتایج تحقیق میدانی و تحلیل آن بر اساس روش‌های آمار استنباطی پرداخته می‌شود و سؤالات تحقیق بر اساس داده‌های جمع‌آوری شده، مورد بررسی قرار می‌گیرند. مدل‌های بدست آمده 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  $t$  یک گروهی استفاده می‌شود، بدین صورت که میانگین نظرات افراد برای هر مدل به طور کلی و تک تک مؤلفه‌های ارائه شده در هر مدل، به چه میزان است و آیا اختلاف معنی‌داری با ضعیف‌بودن مدل دارد یا خیر. در این پژوهش پاسخ ضعیف را می‌توان گزینه "مخالف" (۲) قلمداد کنیم؛ زیرا با توجه به احتیاط خبرگان به خصوص در مواردی که با موضوعات شرعی ارتباط می‌یابد، می‌توان استنباط کرد که هرگاه نظرات دانشمندان و خبرگان در مورد یک مدل یا مؤلفه‌های آن، از "مخالف" بالاتر باشد و به سمت موافق سوق پیدا کند، حاکی از آن است که این مدل مورد تأیید خبرگان می‌باشد و اگر نظرات مخالف بیشتر باشد، مدل نمی‌تواند مورد تأیید صاحب‌نظران و خبرگان جامعه آماری تحقیق قرار بگیرد. با این وجود، با توجه به نوآوری تحقیق در مدل‌های پیشنهادی و اعتقاد به اینکه موفقیت ابزارهای جدید منوط به اجماع موافقین (از خبرگان و متخصصین) می‌باشد؛ رویکرد سختگیرانه‌ای در این خصوص اتخاذ گردید و حد وسط (۳) و گزینه "بدون نظر" برای شاخص ضعیف بودن مدل تعیین شد. بنابراین تأیید مدل توسط خبرگان، منوط به بالاتر بودن میانگین نظرات ایشان از گزینه وسط در طیف لیکرت (بدون نظر) و اختلاف معنی‌دار آن با این گزینه (ضعیف بودن مدل)، می‌باشد.

همانطور که در جدول زیر مشاهده می‌شود، آزمون  $t$  برای مؤلفه‌های مدل مفهومی 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  $t$  بدست آمده، در سطح ۹۹ درصد معنی‌دار است. بنابراین بر اساس آزمون  $t$  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 ۵/۸۴، در سطح خطای یک درصد معنی‌دار است. بنابراین می‌توان ادعا نمود که مدل مفهومی ارائه شده، مورد تأیید خبرگان می‌باشد.

جدول (۲): آمار استنباطی در مورد مدل مفهومی اوراق تجاری اسلامی در قالب اوراق اجاره

| خلاصه آزمون t تک نمونه‌ای |                                                |         |              |         |            |                |
|---------------------------|------------------------------------------------|---------|--------------|---------|------------|----------------|
| ردیف                      | نام مؤلفه                                      | میانگین | انحراف معیار | میزان t | درجه آزادی | اختلاف میانگین |
| ۱                         | امکان طراحی و انتشار در سررسید کوتاه مدت       | ۳/۵۱    | ۰/۸۶         | ۳/۵۹    | ۳۶         | ۰/۵۱           |
| ۲                         | امکان طراحی و انتشار برای تأمین مالی کوتاه مدت | ۳/۴۳    | ۰/۹۵         | ۲/۷۴    | ۳۶         | ۰/۴۳           |
| ۳                         | بازدهی ثابت و معین                             | ۴/۳۲    | ۰/۶۲         | ۱۲/۸۶   | ۳۶         | ۱/۳۲           |
| ۴                         | قابلیت معامله در بازار ثانوی                   | ۴/۴۵    | ۰/۵۰         | ۱۷/۵۱   | ۳۶         | ۱/۴۵           |
| ۵                         | انتفاعی بودن                                   | ۴/۶۴    | ۰/۴۸         | ۲۰/۷۲   | ۳۶         | ۱/۶۴           |
| ۶                         | انطباق بر شرایط عقد اجاره طبق ضوابط فقه شیعه   | ۴/۲۱    | ۰/۵۸         | ۱۲/۶۷   | ۳۶         | ۱/۲۱           |
| ۷                         | تأیید کلی مدل                                  | ۳/۸۱    | ۰/۸۴         | ۵/۸۴    | ۳۶         | ۰/۸۱           |

جدول (۳): آمار استنباطی در مورد مدل مفهومی اوراق تجاری اسلامی در قالب اوراق مرابحه

| خلاصه آزمون t تک نمونه‌ای |                                                |         |              |         |            |                |
|---------------------------|------------------------------------------------|---------|--------------|---------|------------|----------------|
| ردیف                      | نام مؤلفه                                      | میانگین | انحراف معیار | میزان t | درجه آزادی | اختلاف میانگین |
| ۱                         | امکان طراحی و انتشار در سررسید کوتاه مدت       | ۴/۲۴    | ۰/۷۶         | ۹/۹۴    | ۳۶         | ۱/۲۴           |
| ۲                         | امکان طراحی و انتشار برای تأمین مالی کوتاه مدت | ۴/۱۳    | ۰/۹۴         | ۷/۲۸    | ۳۶         | ۱/۱۳           |
| ۳                         | بازدهی (تا سررسید) ثابت و معین                 | ۴/۴۸    | ۰/۶۵         | ۱۳/۸۹   | ۳۶         | ۱/۴۸           |
| ۴                         | قابلیت معامله در بازار ثانوی                   | ۴/۳۲    | ۰/۵۲         | ۱۵/۲۰   | ۳۶         | ۱/۳۲           |
| ۵                         | انتفاعی بودن                                   | ۴/۵۶    | ۰/۵۰         | ۱۹/۹۸   | ۳۶         | ۱/۵۶           |
| ۶                         | انطباق بر شرایط عقد مرابحه طبق ضوابط فقه شیعه  | ۴/۱۰    | ۰/۶۵         | ۱۰/۲۵   | ۳۶         | ۱/۱۰           |
| ۷                         | تأیید کلی مدل                                  | ۴/۲۷    | ۰/۵۶         | ۱۳/۷۹   | ۳۶         | ۱/۲۷           |

بر اساس اطلاعات مندرج در جدول بالا آزمون t برای مؤلفه‌های مدل مفهومی اوراق تجاری اسلامی در قالب اوراق مرابحه (تأمین مواد و کالا) در همه ابعاد معنی‌دار است، در همه آزمون‌های فوق، میزان t بدست آمده با درجه آزادی ۳۶، حداقل در سطح ۹۹ درصد معنی‌دار است. بنابراین مدل

مفهومی اوراق تجاری اسلامی در قالب اوراق مرابحه (تأمین مواد و کالا) از نظر شش فاکتور موردنظر، 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 مرابحه (تأمین مواد و کالا) است، نیز با آماره ۱۳/۷۹، در سطح خطای یک هزارم معنی‌دار است. بنابراین می‌توان ادعا کرد که مدل مفهومی ارائه شده، مورد تأیید خبرگان می‌باشد.

جدول (۴): آمار استنباطی در مورد مدل مفهومی اوراق تجاری اسلامی در قالب اوراق سلف

| خلاصه آزمون t تک نمونه‌ای |                                                      |         |                 |         |               |                   |                  |
|---------------------------|------------------------------------------------------|---------|-----------------|---------|---------------|-------------------|------------------|
| ردیف                      | نام مؤلفه                                            | میانگین | انحراف<br>معیار | میزان t | درجه<br>آزادی | اختلاف<br>میانگین | سطح<br>معنی‌داری |
| ۱                         | امکان طراحی و انتشار در<br>سررسید کوتاه مدت          | ۴/۰۲    | ۰/۶۴            | ۹/۶۸    | ۳۶            | ۱/۰۲              | ۰/۰۰۱            |
| ۲                         | امکان طراحی و انتشار<br>برای تأمین مالی کوتاه<br>مدت | ۴/۰۰    | ۰/۷۴            | ۸/۱۶    | ۳۶            | ۱/۰۰              | ۰/۰۰۱            |
| ۳                         | بازدهی (تا سررسید) ثابت<br>و معین                    | ۳/۸۹    | ۱/۰۷            | ۵/۰۴    | ۳۶            | ۰/۸۹              | ۰/۰۰۱            |
| ۴                         | قابلیت معامله در بازار<br>ثانوی                      | ۳/۳۲    | ۱/۱۳            | ۱/۷۴    | ۳۶            | ۰/۳۲              | ۰/۰۰۹            |
| ۵                         | انتفاعی بودن                                         | ۴/۴۰    | ۰/۴۹            | ۱۷/۱۷   | ۳۶            | ۱/۴۰              | ۰/۰۰۱            |
| ۶                         | انطباق بر شرایط عقد<br>سلف طبق ضوابط فقه<br>شیعه     | ۳/۸۳    | ۰/۷۹            | ۶/۳۷    | ۳۶            | ۰/۸۳              | ۰/۰۰۱            |
| ۷                         | تأیید کلی مدل                                        | ۳/۹۴    | ۰/۷۷            | ۷/۳۷    | ۳۶            | ۰/۹۴              | ۰/۰۰۱            |

همانطور که در جدول مشاهده می‌شود، آزمون t برای مؤلفه‌های مدل مفهومی 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 t به عمل آمده مدل مفهومی 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 چندان 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 مفهومی ارائه شده غیر از گزینه قابلیت معامله در بازار ثانویه، مورد تأیید خبرگان می‌باشد.

جدول (۵): آمار استنباطی در مورد مدل مفهومی اوراق تجاری اسلامی در قالب اوراق استصناع

| 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 کوتاه مدت       | ۳/۴۰    | ۰/۹۸         | ۲/۵۰    | ۳۶         | ۰/۴۰                         |
| ۲                         | امکان طراحی و انتشار برای تأمین مالی کوتاه مدت | ۳/۴۵    | ۰/۹۶         | ۲/۹۱    | ۳۶         | ۰/۴۵                         |
| ۳                         | بازدهی (تا سررسید) ثابت و معین                 | ۴/۱۳    | ۰/۷۱         | ۹/۶۷    | ۳۶         | ۱/۱۳                         |
| ۴                         | قابلیت معامله در بازار ثانوی                   | ۴/۰۵    | ۰/۸۴         | ۷/۵۶    | ۳۶         | ۱/۰۵                         |
| ۵                         | انتفاعی بودن                                   | ۴/۳۵    | ۰/۵۳         | ۱۵/۲۷   | ۳۶         | ۱/۳۵                         |
| ۶                         | انطباق بر شرایط عقد استصناع طبق ضوابط فقه شیعه | ۳/۹۱    | ۰/۶۸         | ۸/۱۹    | ۳۶         | ۰/۹۱                         |
| ۷                         | تأیید کلی مدل                                  | ۳/۷۲    | ۰/۸۳         | ۵/۲۹    | ۳۶         | ۰/۷۲                         |

همانگونه که مشاهده می‌شود، آزمون t برای همه موارد این مدل و مورد نهایی و تأیید کلی آن معنی‌دار است و نمی‌توان این اختلاف را حاصل شانس یا تصادف نامید. لذا بر اساس آزمون t به عمل آمده، مدل مفهومی اوراق تجاری اسلامی در قالب اوراق استصناع، تأیید متخصصان و اندیشمندان تحقیق را اخذ نموده است. در مورد آخرین مؤلفه این مدل یعنی قابلیت طراحی اوراق تجاری اسلامی در قالب اوراق استصناع، نیز با آماره ۵.۲۹، در سطح اطمینان ۹۹ درصد معنی‌دار است. بنابراین بر اساس نظر خبرگان حوزه مالی اسلامی، با اطمینان آماری زیادی، می‌توان مدعی بود که مدل مفهومی ارائه شده، مورد تأیید خبرگان می‌باشد.

جدول (۶): آمار استنباطی در مورد مدل مفهومی 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 معنی داری |
| ۱                         | امکان طراحی و انتشار در سررسید کوتاه مدت       | ۳/۷۲    | ۰/۸۷         | ۵/۰۹    | ۳۶         | ۰/۷۲           | ۰/۰۰۱         |
| ۲                         | امکان طراحی و انتشار برای تأمین مالی کوتاه مدت | ۳/۶۷    | ۰/۹۱         | ۴/۴۹    | ۳۶         | ۰/۶۷           | ۰/۰۰۱         |
| ۳                         | بازدهی (تا سررسید) ثابت و معین                 | ۴/۰۲    | ۰/۸۳         | ۷/۵۰    | ۳۶         | ۱/۰۲           | ۰/۰۰۱         |
| ۴                         | قابلیت معامله در بازار ثانوی                   | ۳/۸۱    | ۰/۷۷         | ۶/۳۵    | ۳۶         | ۰/۸۱           | ۰/۰۰۱         |
| ۵                         | انتفاعی بودن                                   | ۴/۱۰    | ۰/۶۹         | ۹/۶۴    | ۳۶         | ۱/۱۰           | ۰/۰۰۱         |
| ۶                         | انطباق بر شرایط عقد جعاله طبق ضوابط فقه شیعه   | ۳/۷۸    | ۰/۷۵         | ۶/۳۵    | ۳۶         | ۰/۷۸           | ۰/۰۰۱         |
| ۷                         | تأیید کلی مدل                                  | ۳/۷۲    | ۰/۸۷         | ۵/۰۹    | ۳۶         | ۰/۷۲           | ۰/۰۰۱         |

همانگونه که در جدول فوق مشاهده می‌شود، آزمون t برای هفت مؤلفه فوق در سطح خطای ۱ درصد معنی دار بوده است. مندرجات فوق حاکی از آن است که مدل مفهومی 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 معنی دار است. بر اساس تحلیل فوق، در سطح اطمینان ۹۹ درصد، می‌توان مدعی بود که مدل مفهومی ارائه شده، مورد تأیید خبرگان می‌باشد.

## نتیجه گیری

بر اساس نتایج حاصل از نظرات خبرگان و آزمون‌های آماری انجام شده، پنج مدل پیشنهادی برای انتشار اوراق تجاری اسلامی در چارچوب عقود و اوراق اسلامی، تأیید گردید. بر اساس نتایج تحلیل‌های آماری، این مدل‌ها می‌تواند مبنای طراحی و انتشار اوراق تجاری اسلامی برای شرکت‌های تولیدی قرار گیرند، زیرا مدل‌های مذکور واجد همه شرایط اصلی اوراق تجاری بوده و از طرف دیگر

منطبق بر الزامات عقود شرعی مربوطه می‌باشد. فقط یک مورد مربوط به قابلیت معامله در بازار ثانوی اوراق سلف، مورد تأیید خبرگان قرار نگرفت ولی با این وجود، کلیت مدل (قابلیت طراحی اوراق تجاری در قالب اوراق سلف) مورد تأیید قرار گرفته است. علت این موضوع را این گونه می‌توان تفسیر کرد که هر چند وجود بازار ثانوی جزء ویژگی‌های اوراق تجاری می‌باشد و از طرف دیگر بنابر نظر اکثر فقهای شیعه، اوراق سلف قبل از سررسید قرارداد سلف (موعد تحویل کالا) قابل معامله نمی‌باشد، 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 در سایر شرایط و معیارها، وضعیت خوبی دارد و با قوت تأیید می‌شود، بنابراین از نظر خبرگان، صرف‌نظر از وجود بازار ثانوی و مشروط به نگهداری اوراق تا سررسید، اوراق تجاری در قالب اوراق سلف، قابل طراحی می‌باشد.

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

## منابع و مأخذ

۱. موسویان، سیدعبّاس. (۱۳۹۰). ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)، سازمان انتشارات پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، تهران.
۲. پژوهشکده پولی و بانکی، صکوک، پژوهشکده پولی و بانکی، تهران (۱۳۸۵).
۳. صالح آبادی، علی، (۱۳۸۵). بازارهای مالی اسلامی، دانشگاه امام صادق علیه السلام، تهران.
۴. کلیه مصوبات کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار.
۵. عیدالله، محمد. (۱۳۸۹). خدمات مالی اسلامی، ترجمه بمانپور، سیفلو، انتشارات دانشگاه امام صادق (ع).
۶. سرمد، زهره. (۱۳۹۳). روش‌های تحقیق در علوم رفتاری، نشر آگه، تهران، چاپ بیست و ششم.
7. Sarker, Abdul Awwal.(1995) Islamic Financial Instruments: Definition And Types, Review of Islamic Economics, Vo4, No.1,
8. Fabozzi, Frank J & Mann Steven,(2011) The Handbook Of Fixed Income Securities, Mcgraw-Hill, Eighth Edition.
9. Fabozzi, Frank J.(2002) The Handbook Of Financial Instruments, John Wiley & Sons.