



سازمان بورس و اوراق بهادار  
Securities & Exchange Organization

مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

بررسی تطبیقی - فقهی  
انتشار اوراق تجاری

رضا میرزاخانی

تیر ۱۳۹۶



سازمان بورس و اوراق بهادار  
مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی  
گروه بازارها و ابزارهای مالی

عنوان: بررسی تطبیقی - فقهی انتشار اوراق تجاری

تهیه کننده: رضا میرزاخانی

کد گزارش: ۲۰۱۷-۰۸-۹۶

تاریخ گزارش: تیر ۱۳۹۶

این اثر در گروه ابزارها و نهادهای مالی مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار تهیه گردیده و مباحث و نظرات ارائه شده در آن صرفاً نظرات و بررسی‌های صورت گرفته توسط کارشناسان و پژوهشگران این گروه می‌باشد نه نظرات رسمی سازمان بورس و اوراق بهادار.

# بررسی تطبیقی-نقشی انتشار اوراق تجاری

رضا میرزاخانی<sup>۱</sup>

## 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 به ویژه 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 به دلیل وجود اشکال ربا از نظر شریعت اسلام مجاز نیست. در این گزارش پس از معرفی اوراق تجاری متعارف، الگوهای برای طراحی اوراق تجاری اسلامی به همراه پیشنهاداتی برای انتشار آنها مطرح می‌گردد.

**کلمات کلیدی:** اوراق تجاری، اوراق اجاره، اوراق مرابحه، اوراق جعاله، اوراق سلف

---

<sup>۱</sup> کارشناس گروه بازارها و ابزارهای مالی مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

## مقدمه

با توجه به گستردگی و نیاز روز افزون شرکت‌ها به اوراق تجاری به منظور تأمین مالی کوتاه‌مدت، برخی از کشورهای اسلامی اقدام به طراحی این ابزار در چارچوب ضوابط اسلامی نموده‌اند و این مطالعات با عنوان اوراق تجاری اسلامی (ICP)<sup>۲</sup> مورد بررسی قرار گرفته است.

در این گزارش، الزامات طراحی اوراق تجاری اسلامی مطابق با فقه امامیه و بهره‌گیری از عقود شرعی مورد قبول، بررسی و تحلیل شده است تا زمینه‌های استفاده از این ابزار برای تأمین مالی شرکت‌ها و نیز سرمایه‌گذاری افراد حقیقی و حقوقی در بازارهای مالی اسلامی واکاوی گردد.

## شکل متعارف اوراق تجاری

یکی از مهمترین ابزارهای بازار پول، اوراق تجاری<sup>۳</sup> است. اوراق تجاری، ابزار بدهی تضمین‌شده کوتاه‌مدتی است که توسط شرکت، معمولاً برای تأمین مالی و برآوردن تعهدات کوتاه‌مدت منتشر می‌شود و سررسید آن‌ها غالباً کمتر از ۲۷۰ روز است. این اوراق معمولاً توسط هیچ وثیقه‌ای پشتیبانی نمی‌شوند. شرکت‌های با رتبه اعتباری بالا می‌توانند بدون این‌که نرخ‌های بهره بالایی را پیشنهاد بدهند، برای اوراق خریدار پیدا کنند.

اوراق تجاری غالباً 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 می‌توانند پیش از موعد سررسید در بازار ثانوی معامله شوند؛ هرچند که اغلب این اوراق تا زمان سررسید آن نزد سرمایه‌گذاران باقی می‌ماند.

این اوراق در اوایل قرن نوزدهم وارد بازارهای مالی شده و به سرعت رشد کرده است به طوری که اوراق تجاری یکی از مهمترین اوراق بدهی بازارهای مالی آمریکا محسوب می‌شود. معمولاً شرکت‌های غیرمالی (مانند شرکت‌های تولیدی) از این اوراق تجاری به عنوان نوعی وسیله تأمین مالی استفاده می‌کنند. عمده‌ترین شرکت‌هایی که در این‌گونه اوراق تجاری سرمایه‌گذاری می‌کنند شرکت‌های بیمه، صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری و صندوق‌های بازنشستگی هستند.

اوراق تجاری برای شرکت‌هایی که در کوتاه مدت به وجه نقد نیاز دارند، ابزار مالی مؤثری محسوب می‌شود. همچنین این اوراق می‌توانند به عنوان راهکار تأمین مالی میان مدت و حتی بلند مدت نیز مورد استفاده قرار گیرند. در این حالت، شرکت اوراق تجاری جدید را به قصد پرداخت بدهی‌های سررسید شده قبلی خود منتشر می‌کند.

اوراق تجاری بدون پشتوانه هستند و معمولاً بازپرداخت آن‌ها به وسیله دارایی خاصی تضمین نمی‌شود. هرچند که بنگاه‌های فروشنده این اوراق، باید دارای خطوط پشتیبانی‌کننده از طرف بانک‌های تجاری باشند. اوراق تجاری همانند اسناد خزانه، به صورت تنزیل شده به فروش می‌رسند و بازده آن‌ها به روش نرخ تنزیل محاسبه می‌شود. اوراق تجاری بر خلاف اسناد خزانه، بازار ثانوی قابل توجهی ندارد و این عامل باعث کاهش قدرت نقدشوندگی آن شده است.

<sup>۲</sup> Islamic Commercial Paper

<sup>۳</sup> Commercial Papers

اوراق تجاری اغلب برای تأمین مالی نیازهای سرمایه در گردش منتشر شده و یکی از بزرگترین ابزارهای بازار پول محسوب می‌شود؛ به نحوی که میزان اوراق تجاری منتشر شده در سال ۲۰۰۷ میلادی بالغ بر ۲ تریلیون دلار بوده است. یکی از دلایلی که در خصوص انتشار حجم بالای اوراق تجاری می‌توان بیان کرد، این است که شرکت‌های با رتبه اعتباری بالا اغلب می‌توانند وجوه مورد نیاز خود را به جای استقراض مستقیم از بانک‌ها، با نرخ بهره کمتر و از راه انتشار اوراق تجاری تأمین کنند.

سررسید اوراق تجاری بر اساس قانون کمیسیون بورس و اوراق بهادار (SEC) به این دلیل بیشتر از ۲۷۰ روز نیست که اوراق بهاداری که سررسید آن‌ها بیشتر از ۲۷۰ روز باشد، فرآیند زمان‌بر و پرهزینه‌ای دارند. ناشران اوراق تجاری می‌توانند آن را به صورت مستقیم به خریدارانی از قبیل صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری بفروشند و یا اینکه آن را در بازار اوراق تجاری به طور مستقیم و از راه معامله‌گران به فروش برسانند. به طور معمول، سرمایه‌گذاران اوراق تجاری را از زمان انتشار تا موعد سررسید آن نگهداری می‌کنند. به همین دلیل بازار ثانوی فعالی برای اوراق تجاری وجود ندارد. از آنجا که اوراق تجاری به طور فعالانه معامله نمی‌شود و به دلیل اینکه این اوراق یک بدهی تضمین نشده محسوب می‌شود، رتبه اعتباری شرکت منتشرکننده اوراق تجاری نقش بسزایی در تعیین قابلیت خرید و فروش اوراق تجاری ایفا می‌کند. رتبه اعتباری می‌تواند حاوی اطلاعاتی از قبیل توانایی شرکت ناشر در بازپرداخت وجوه استقراض شده و قابلیت مقایسه اوراق تجاری شرکت‌های مختلف برای سرمایه‌گذاران بالقوه باشد. هرچه رتبه اعتباری ناشر اوراق تجاری وضعیت بهتری داشته باشد، نرخ بهره آن نیز کمتر خواهد بود.

درجه اعتبار بیشتر ناشران اوراق تجاری آن‌چنان بالا است که اوراق منتشرشده از طرف آنان، نرخ بهره کمی دارند. اساساً نرخ اوراق تجاری در عرضه اولیه، نوعی نرخ بهره بدون ریسک تلقی می‌شود و تقریباً عایدی آن‌ها مشابه عایدی گواهی سپرده قابل معامله و پذیرش بانک می‌باشد.

حدود ۶۰ درصد اوراق تجاری به صورت مستقیم توسط منتشرکننده به خریدار فروخته می‌شود. بقیه توسط دلالان در بازار اسناد تجاری فروخته می‌شوند. یک دلال در صورتی اوراق تجاری را بازخرید می‌کند که خریدار نیاز مبرم به نقدینگی داشته باشد هرچند این مسئله معمولاً اتفاق نمی‌افتد.

اکثر منتشرکنندگان اوراق تجاری با استفاده از یک خط اعتباری در یک بانک، اسناد خود را پشتیبانی می‌کنند و این حمایت بدان معنی است که اگر ناشر اوراق نتواند اوراقی که سررسیدشان فرا رسیده است را تسویه کند، بانک وامی را برای این منظور در اختیار ناشر قرار می‌دهد. خط اعتباری، ریسک خریداران اوراق را کاهش داده و بنابراین نرخ بهره را کاهش می‌دهد. بانکی که به عنوان پشتیبان اعتباری عمل می‌کند، از قبل برای اعطای وام به ناشر اسناد موافقت کرده است تا در صورت لزوم ناشر بتواند اوراق معوقه را تسویه نماید. در گذشته بانک‌های تجاری، خریداران اصلی اوراق تجاری بودند. امروزه بازار بسیار توسعه یافته است و شرکت‌های بیمه‌ای عمده، بنگاه‌های تجاری غیر مالی، گروه‌های تراست بانکی و صندوق‌های بازنشستگی دولتی در این بازار حضور دارند. اسناد این شرکت‌ها به خاطر ریسک نکول نسبتاً کم، سررسید کوتاه و عواید بالای پرداختی، جذاب و مورد توجه هستند.

## تاریخچه اوراق تجاری

از دهه ۱۹۲۰ به بعد، از اسناد تجاری به صورت‌های مختلفی استفاده شده است. در سال ۱۹۶۹ فضای رکود مالی باعث شد که شرکت‌های هلدینگ بانکی به انتشار اوراق تجاری بپردازند تا بدین وسیله وجوه لازم برای وام‌های جدید خود را تأمین کنند.

فدرال رزرو در سال ۱۹۷۰ در واکنشی برای کنترل عرضه پول، ذخایر قانونی را برای اسناد تجاری منتشر شده توسط بانکها وضع کرد. وضع ذخایر قانونی مزایای عمده بانکها در استفاده از اسناد تجاری را از بین برد. شرکت‌های هلدینگ بانکی هنوز از اسناد تجاری جهت تأمین مالی لیزینگ و مشتریان خود استفاده می‌کنند.

استفاده از اسناد تجاری در اوایل دهه ۸۰ به دلیل افزایش هزینه وام‌های بانکی به صورت چشمگیری رونق یافت. این اوراق به خاطر هزینه پایین به جایگزینی مهم برای وام‌های بانکی تبدیل شده‌اند. در واقع اگر چه در بین سال‌های ۱۹۶۵ تا ۱۹۹۰، وام‌های تجاری عمده دارایی‌های مربوط به ترازنامه بانکها را تشکیل می‌دادند، اما از سال ۱۹۹۰ به بعد، ارزش خود را از دست دادند. این روند بیانگر رشد بازار اسناد تجاری است.

شایان ذکر است که میزان کل اوراق تجاری منتشر شده که تا جولای ۲۰۱۶ منتشر شد، ۱۰۲۲ میلیارد دلار و کمتر از نصف ۲۲۰۰ میلیارد دلار است که تا جولای ۲۰۱۷ منتشر شده است.

## اوراق تجاری در ایالات متحده

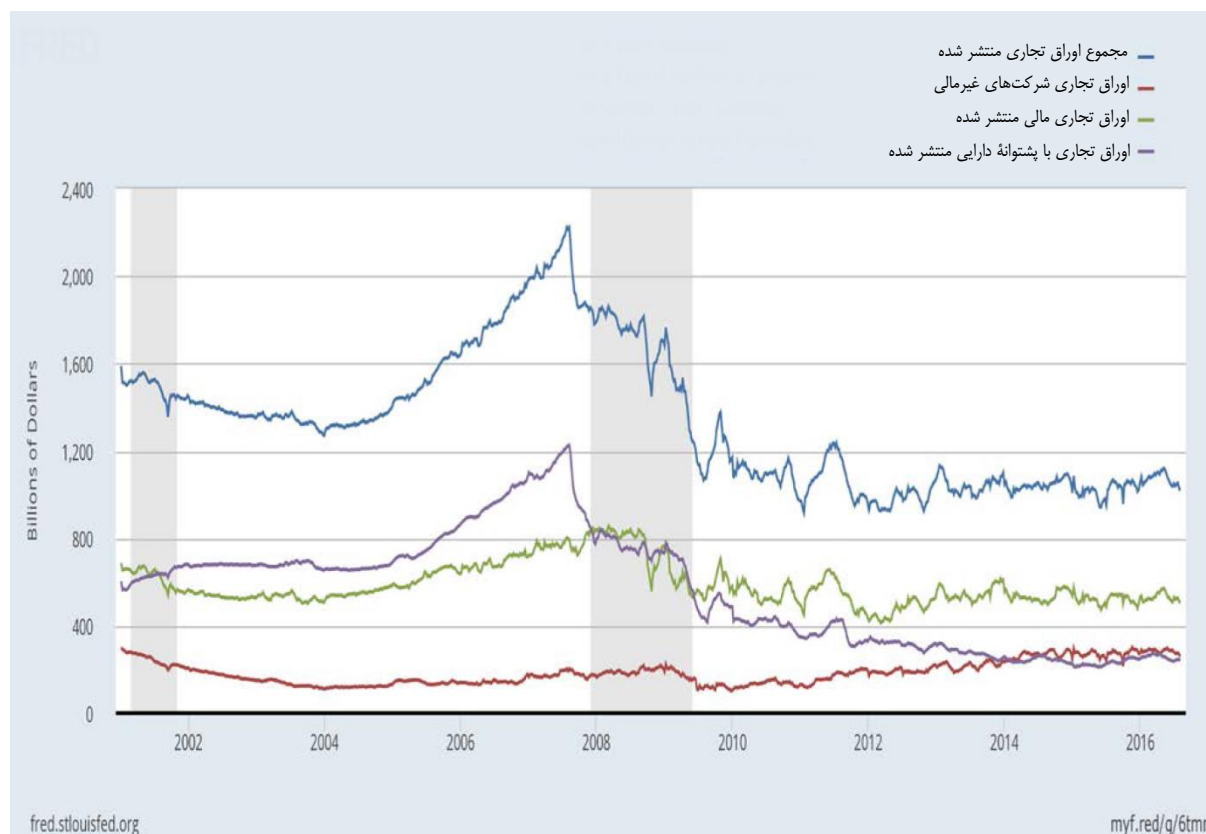
اوراق تجاری، اوراق ضمانت نشده‌ای است (نوعی برات محسوب می‌شود) برای پرداخت مقداری مشخص، در تاریخی معین. مزیت این اوراق آن است که از ثبت نزد کمیسیون بورس و اوراق بهادار (SEC)، ذیل شرایط زیر، معاف هستند:

- از این اوراق باید برای «تراکنش‌های جاری»<sup>۴</sup> یعنی هزینه‌های عملیاتی و دارایی‌های جاری مانند دریافتی‌ها و موجودی کالا بهره جست. از این اوراق نمی‌توان برای تأمین مالی دارایی‌های ثابت مانند خرید زمین و تجهیزات (بر مبنایی دائمی) استفاده کرد. وجوه جمع شده توسط شرکت را نمی‌توان مستقیماً از انتشار تا بهره‌گیری از آنها رصد و پیگیری نمود؛ بنابراین، شرکت‌ها ملزمند تا صرفاً ثابت کنند که ظرفیت تراکنش جاری آنها برای توجیه اندازه برنامه اوراق تجاری، کافی است.
- سررسید این اوراق باید کمتر از ۲۷۰ روز باشد. اما در عمل اغلب اوراق تجاری سرسیدی بین ۵ تا ۴۵ روز دارند. بعد از پایان این مدت سررسید، معمولاً اوراق غلتانده می‌شوند (با اوراق جدیدی جایگزین می‌شوند).
- این اوراق را نباید به عموم مردم یا سرمایه‌گذاران حقیقی فروخته شوند. از این رو، معمولاً این اوراق با اندازه‌های بزرگ که ضرایب ۱ میلیون دلاری است، منتشر می‌شوند.
- اوراق تجاری به کسر فروخته می‌شوند و تفاوت قیمت اسمی و مقدار کسر شده، به‌عنوان نرخ بهره محسوب می‌شود.
- نرخ بهره در اوراق تجاری از نرخ اسناد خزانه با سررسید مشابه بیشتر است اما از وام‌های بین بانکی تا حدودی کمتر است.
- اغلب سرمایه‌گذاران اوراق تجاری را تا سررسید نگه می‌دارند لذا بازار ثانوی این اوراق بسیار کوچک است.

بسته به ناشر، سه نوع اوراق تجاری را می‌توان برشمرد: با پشتوانه دارایی، مالی و اوراق تجاری شرکتی. شکل ۱، مقدار اوراق تجاری موجود را نشان می‌دهد. در اوراق تجاری با پشتوانه دارایی، نهاد واسط (SPV) دارایی‌های خاصی مانند دریافتی‌ها یا اوراق بهادار با پشتوانه دارایی مانند اوراق بهادار با پشتوانه وام‌های رهنی را از یک شرکت یا گروهی از شرکت‌ها خریداری می‌کند و خرید خود را از طریق انتشار اوراق تجاری تأمین مالی می‌نماید. نهاد واسط از طریق تفاوت دریافت سود بالاتر از اوراق

<sup>4</sup> Current Transactions

با پشتوانه دارایی نسبت به اوراق تجاری، منفعت کسب می‌نماید. در سال ۲۰۱۶، مقدار اوراق تجاری با پشتوانه دارایی در ایالات متحده حدود ۲۵۰ میلیارد دلار بوده است.



## ویژگی‌های مهم اوراق تجاری

ویژگی‌های اوراق تجاری عبارتند از:

۱- **سررسید کوتاه مدت:** سررسید اوراق تجاری منتشر شده از ۵ روز شروع شده و به ندرت به یک سال می‌رسد؛ به طوری که کوتاه مدت بودن سررسید را می‌توان ویژگی مشترک و شاخص اصلی این اوراق دانست که البته این سررسید می‌تواند برای دوره‌های آتی تمدید شود.

۲- **بازدهی ثابت و معین:** اوراق تجاری جزو اوراق با درآمد ثابت طبقه‌بندی می‌شوند؛ 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 بوده‌است، دریافت می‌کنند و ریسک مشارکت در کسب و کار را نمی‌پذیرند.

۳- **قابلیت ایجاد 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.

## الگوی انتشار اوراق تجاری

اوراق تجاری برای برنامه‌های بلندمدت‌تر نیز مدنظر قرار می‌گیرند. به عنوان نمونه، اوراق تجاری یورویی معمولاً برای برنامه‌های سه تا پنج ساله منتشر شده و به فروش رسانیده می‌شوند. اوراق تجاری در آمریکا عموماً بدون در نظر گرفتن محدودیت زمانی و یا قید شرط مشخص منتشر می‌شوند. به عنوان 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 که دارای سررسیدهای ۳۰ یا ۶۰ روزه هستند، منتشر کنند. در این ارتباط لازم به 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 (نوعی انتشار مرحله‌ای<sup>۵</sup> صورت می‌گیرد).

از آنجایی که این اوراق، به‌طور مستمر به سررسید 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 منتشر شده ابتدایی، 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 می‌شود، لذا می‌تواند برای منتشرکنندگان اوراق، علاوه بر یک ابزار کوتاه‌مدت بازار سرمایه، به‌عنوان یک منبع تأمین مالی بلندمدت نیز محسوب شود. عمده‌ترین ریسک برای دارندگان این اوراق آن است که ناشر در وضعیتی نباشد که اوراق جایگزینی را در سررسید اوراق فعلی به فروش برساند؛ اما این ریسک معمولاً اندک ارزیابی می‌شود؛ زیرا بیشتر این اوراق مورد این حمایت قرار می‌گیرند که شرکت ناشر به تسهیلات اعتباری بانکی دسترسی دارد و در صورت لزوم می‌تواند با وام گرفتن، بدهی خود را به دارندگان اسناد تجاری بپردازد. به علاوه، نهادهای اعتبارسنجی، اعتبار ناشران اوراق را مستمراً ارزیابی و رتبه‌بندی می‌کنند (گرچه در بحران سال ۲۰۰۷-۲۰۰۹، انتشار اوراق تجاری با پشتوانه دارایی که معمولاً از سوی بانک‌ها صورت می‌گرفت، به‌عنوان یکی از عوامل ایجاد بحران مطرح شده است).

## تطبیق اوراق تجاری با اوراق اسلامی

اوراق تجاری متعارف، از مبلغی قرض حاکی است که به وسیله ناشر استقراض می‌شود و سندی که حاوی اصل و بهره قرض است، به قرض‌دهنده ارائه می‌شود. بنابراین، ماهیت آن قرض با بهره خواهد بود که از نظر شریعت اسلامی باطل است. به عبارت دیگر، این اوراق، اسناد بدهی واقعی نیستند و فروش اولیه آن‌ها هرچند به عنوان تنزیل نامیده می‌شود، ولی از باب بیع دین نخواهد بود و حقیقت آن چیزی جز قرض با بهره نیست. لذا عملیات تنزیل اوراق تجاری، در واقع اعطای قرضی از جانب دارنده اوراق خواهد بود که همراه با ربا می‌باشد. ربای قرضی به این معنا است که فردی جنس یا پولی را به فرد دیگری قرض بدهد و شرط کند که به هنگام بازگرداندن، چیزی اضافه بدهد، خواه چیز اضافی از همان جنس باشد یا جنس دیگر یا حتی خدمتی از

<sup>5</sup> Shelf-Registration



خدمات باشد. شایان ذکر است که اکثر آیات و روایات ربا، ناظر به ربا در مورد وام‌ها و ربای قرضی هستند، همانطور که فلسفه‌های پنج‌گانه حرمت ربا (اکل مال به باطل، ظلم، تعطیلی کارهای خیر و نیکوکاری، تعطیلی کارهای سودمند تجاری، منافات داشتن با فلسفه تشکیل پول و تبدیل به کالا شدن پول) نیز عمدتاً ناظر به ربای قرضی است؛ به همین جهت تحریم این نوع از ربا از اهمیت خاصی برخوردار است.

شایان ذکر است که در شکل متعارف اوراق تجاری، چون فروش اوراق به شکل تنزیل، ناشی از دین و بدهی واقعی نمی‌باشد، با ربا مواجه خواهیم بود بنابراین در صورتی که فروش این اوراق برای پرداخت بدهی‌های واقعی باشد، مشکل ربوی بودن نداشته و مطابق با ادله تنزیل دین صحیح خواهد بود.

با توجه به این که اوراق تجاری متعارف مبتنی بر قرض و دارای شرایط ربوی می‌باشند، باید قالب و روش انتشار آن را مطابق عمومات و کلیات ادله عقود اسلامی طراحی و اجرایی نمود. برای این مهم، می‌توان اوراق تجاری را در قالب اوراق اسلامی دیگر همچون اوراق اجاره، اوراق مرابحه، اوراق سلف و اوراق جعاله نیز مورد بررسی و تطبیق قرار داد.

## • 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. طبق مصوبه کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار، اوراق اجاره قابلیت طراحی و انتشار به قیمت بازاری و کسر را نیز دارد. اوراق اجاره می‌تواند با دو هدف تأمین مالی دارایی‌های بلندمدت و تأمین نقدینگی و برای تسویه بدهی‌ها نیز طراحی و منتشر شود. 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 انعطاف پذیری زیادی دارد و می‌تواند در بازه زمانی کوتاه نیز محقق شود.

در این فرآیند، بانی تقاضای انتشار اوراق اجاره را به ناشر اوراق (واسط) ارائه کرده تا از طریق انتشار این اوراق نقدینگی مورد نیاز بانی تأمین شود. سپس اوراق اجاره از طریق مشاور عرضه به صورت واحدهای مجزا در اختیار سرمایه‌گذاران قرار گرفته و وجوه جمع‌آوری شده از سرمایه‌گذاران توسط مشاور عرضه در اختیار شرکت واسط (ناشر اوراق) قرار می‌گیرد و مبلغ مورد نیاز برای خرید دارایی پایه مورد نظر بانی، از طریق شرکت واسط به بانی پرداخت می‌گردد. در این مرحله شرکت واسط، دارایی مورد نظر را در قالب یک قرارداد اجاره عملیاتی یا اجاره به شرط تملیک در اختیار شرکت بانی قرار می‌دهد و بانی اجاره تعیین شده را در سررسیدهای مشخص از طریق شرکت واسط و یا مشاور عرضه به دارندگان اوراق اجاره پرداخت می‌نماید.

## • اوراق مرابحه

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 جایز نیست. 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 است 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 است که البته به عنوان اوراق تجاری، عمدتاً شامل دارایی‌های جاری است. لذا اوراق مرابحه تأمین مالی، قابلیت طراحی در قالب اوراق تجاری با هدف تأمین موجودی کالای تجاری را برای شرکت‌های بازرگانی خواهد داشت.

در این فرآیند، بانی تقاضای انتشار اوراق مرابحه را به ناشر اوراق (نهاد واسط) ارائه کرده تا از طریق انتشار این اوراق نقدینگی مورد نیاز بانی برای خرید کالای مورد نظر تأمین شود. سپس اوراق مرابحه از طریق مشاور عرضه به صورت واحدهای مجزا در اختیار سرمایه‌گذاران قرار گرفته و وجوه جمع‌آوری شده از سرمایه‌گذاران توسط مشاور عرضه در اختیار شرکت واسط (ناشر اوراق) قرار می‌گیرد و مبلغ مورد نیاز برای خرید دارایی پایه مورد نظر بانی، از طریق نهاد واسط به فروشنده (تولیدکننده) کالای مورد نظر پرداخت می‌گردد. نهاد واسط پس از خرید کالا، آن را طی یک قرارداد مرابحه در اختیار بانی قرار می‌دهد. سپس بانی بهای کالای ارائه‌شده را در سررسیدهای مشخص، از طریق نهاد واسط و یا مشاور عرضه، به دارندگان اوراق مرابحه پرداخت می‌نماید.

#### • اوراق سلف

طراحی اوراق تجاری در قالب اوراق سلف، هم نیاز نقدینگی شرکت‌های بازرگانی را فراهم می‌کند و 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. شرکت واسط با انتشار اوراق و جمع‌آوری وجوه، با انعقاد قرارداد سلف با بانی (شرکت بازرگانی) وجه کالای 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.

در این فرآیند، بانی تقاضای انتشار اوراق سلف را به ناشر اوراق (نهاد 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. سپس اوراق سلف از طریق مشاور عرضه به صورت واحدهای مجزا در اختیار سرمایه‌گذاران قرار گرفته و وجوه جمع‌آوری شده از سرمایه‌گذاران توسط مشاور عرضه در اختیار شرکت واسط (ناشر اوراق) قرار می‌گیرد و مبلغ مورد نیاز برای خرید کالا در قالب قرارداد سلف از طریق شرکت واسط به بانی پرداخت می‌گردد. سپس کالای موضوع قرارداد سلف، در سررسید، در اختیار نهاد واسط قرار گرفته و کالای تحویلی از بانی را طبق قرارداد جعاله در اختیار متقاضی قرار می‌دهد. نهاد واسط مبلغ مورد توافق را از متقاضی کالا (جاعل) تحویل گرفته و از طریق مشاور عرضه به دارندگان اوراق سلف پرداخت می‌کند.

شایان ذکر است که به نظر مشهور فقهاء، اوراق سلف قبل از سررسید قرارداد سلف (تحویل کالا) قابل معامله نمی‌باشد و لذا قابلیت معامله اوراق تجاری در قالب سلف، در بازار ثانوی با مشکل رو به رو است.

## • اوراق جعاله

اوراق جعاله سه ویژگی اصلی اوراق تجاری، یعنی بازدهی ثابت و معین، قابلیت بازار ثانوی و انتفاعی بودن را دارد و دو ویژگی، یعنی سررسید کوتاه مدت و تأمین مالی کوتاه مدت 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. بنابراین این اوراق می‌تواند برای تأمین نقدینگی واحدهای بازرگانی برای تأمین کالای مشخص و تحویل آن کاربرد داشته باشد.

در این فرآیند واسط به عنوان جاعل با بانی به عنوان عامل برای تأمین کالای مشخص قرارداد جعاله می‌بندد. نهاد واسط همزمان با شرکت یا سازمان متقاضی کالا یا خدمات مذکور (به عنوان جاعل) قرارداد جعاله دیگری برای ارائه همان کالا، منعقد می‌سازد. پس از انتشار اوراق جعاله، این اوراق از طریق مشاور عرضه به صورت واحدهای مجزا در اختیار سرمایه‌گذاران قرار گرفته و وجوه جمع‌آوری شده از سرمایه‌گذاران توسط مشاور عرضه در اختیار نهاد واسط (ناشر اوراق) قرار می‌گیرد و مبلغ مورد نیاز برای تأمین کالای مورد نظر متقاضی از طریق نهاد واسط به بانی پرداخت می‌گردد. سپس کالای موضوع جعاله در اختیار نهاد واسط قرار گرفته و آن را در اختیار متقاضی قرار می‌دهد. متقاضی پس از دریافت کالا، مبلغ مشخص در قرارداد جعاله خود با واسط (که متضمن اصل و سود سرمایه‌گذاران است) را پرداخت می‌کند. نهاد واسط نیز مبلغ پرداختی متقاضی را از طریق مشاور عرضه به دارندگان اوراق جعاله پرداخت می‌نماید.

### جمع بندی

با توجه به بررسی‌های صورت گرفته بر روی اوراق اسلامی، و با در نظر گرفتن کوتاه بودن سررسید، ثابت و معین بودن بازدهی و قابلیت بازار ثانوی که ویژگی‌های اصلی اوراق تجاری است، اوراق اجاره، اوراق مرابحه، اوراق سلف، اوراق جعاله قابلیت تطبیق با شرایط اوراق تجاری را دارد. این اوراق می‌تواند مبنای طراحی و انتشار اوراق تجاری برای شرکت‌های بازرگانی قرار گیرند زیرا این اوراق علاوه بر این که واجد شرایط اصلی اوراق تجاری می‌باشد، از طرف دیگر منطبق بر الزامات و کلیات عقود شرعی و متناسب با نوع فعالیت و نیاز مالی شرکت‌های بازرگانی می‌باشد.

شایان ذکر است که اوراق مرابحه و اوراق سلف که به عنوان تأمین مالی کوتاه مدت و با سررسید کوتاه مدت مطرح است، بیش از اوراق دیگر قابلیت تطبیق با اوراق تجاری را دارد. بنابراین برای تأمین نقدینگی شرکت‌های بازرگانی، می‌توان اوراق تجاری را مبتنی بر عقود اجاره، سلف و جعاله طراحی و منتشر کرد و برای تأمین موجودی کالای تجاری شرکت‌ها نیز اوراق تجاری مبتنی بر عقد مرابحه را طراحی نمود.

## منابع

۱. آنتونی ساندرز، مارسیا کورنت – ترجمه: رضا تهرانی، بازارها و نهادهای مالی، انتشارات دانشگاه تهران، چاپ اول، ۱۳۹۰ش،
۲. علاء، عین‌اله، اصول مدیریت سرمایه‌گذاری در بورس و اوراق بهادار، انتشارات طهوری، چاپ اول، تهران، ۱۳۸۴ش،
۳. فردریک میشکین و استانیلی ایکینز، ترجمه: حمید کردیچه، بازارها و نهادهای مالی، پژوهشکده پولی و بانکی، چاپ اول، ۱۳۹۱ش،
۴. کیث پیل بیم، ترجمه: حسین قضاوی، تأمین مالی و بازارهای مالی، پژوهشکده پولی و بانکی، ۱۳۹۱ش،
۵. مصباحی‌مقدم غلامرضا، فدایی‌نژاد محمد اسماعیل، سجادی علی، «تبیین مدل انتشار اوراق تجاری اسلامی برای شرکتهای بازرگانی»؛ فصلنامه تحقیقات مالی اسلامی، سال چهارم، شماره اول، ۱۳۹۳ش،
۶. شیرازی، ناصر مکارم، ربا و بانکداری اسلامی، در یک جلد، قم – ایران، اول، بی تا

7. <https://fred.stlouisfed.org>