

## بررسی میزان تاثیر عوامل موثر بر الگوی بهینه برای نوآوری در صکوک مضاربه برای واردات کالا

محمودرضا زکیخانی<sup>۱</sup>، صفیاری امینی<sup>۲\*</sup>، عطاالله محمدی<sup>۳</sup><sup>۱</sup> دانشجوی دکتری، گروه مدیریت، واحد سنندج، دانشگاه آزاد اسلامی، شهر سنندج، ایران.<sup>۲</sup> استادیار علوم اقتصادی، گروه اقتصاد، واحد سنندج، دانشگاه آزاد اسلامی، سنندج، ایران.<sup>۳</sup> استادیار حسابداری، گروه حسابداری، واحد سنندج، دانشگاه آزاد اسلامی، سنندج، ایران.

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۵/۱۲ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۶/۱۴

## Investigating the impact of factors on the optimal model for innovation in mudaraba sukuk for importing goods

Mahmoudreza Zakikhani<sup>1</sup>, Safiyar Amini<sup>2\*</sup>, Ataollah Mohammadi<sup>3</sup><sup>1</sup>PhD student, Department of Management, Sanandaj Branch, Islamic Azad University, Sanandaj, Iran<sup>2</sup>Assistant Professor of Economic Sciences, Department of Economics, Sanandaj Branch, Islamic Azad University, Sanandaj, Iran.<sup>3</sup>Assistant Professor of Accounting, Department of Accounting, Sanandaj Branch, Islamic Azad University, Sanandaj, Iran.

Received: (30/11/2021) Accepted: (29/01/2022)

شناسه یکتا: <https://dorl.net/dor/>

mudarabah sukuk for importing goods. The statistical population of this research was 290 financial and marketing managers and import industry specialists in stock exchange companies between 1397 and 1399. Based on Cochran's formula, 166 people were selected. After identifying the components, based on the obtained information, a researcher-made questionnaire based on the Likert scale was prepared to examine the current situation. First, in order to choose the appropriate test for the exploratory factor analysis test, it is necessary to examine the assumption of normality of the research constructs. For this purpose, the Kolmogorov-Smirnov test was used, and to perform the test, Lisrel software was used to extract the model by the confirmatory factor analysis method. The results showed the variables of the amount of financing required, whether the bond rate is fixed or floating, issue cost, the underwriting element, the guarantor element and its nature, the type and nature of the asset underlying the issuance of the bonds, the possibility of trading in the secondary market, the auditor element of the founder, The way of offering the bonds, the nature of the sukuk in terms of the type of ownership, the target market, the place of use of the proceeds by the originator, the ability to convert the bonds and the intermediary institution (issuer) have been to provide the optimal model for the mudarabah sukuk for importing goods.

**Keyword**

sukuk, financing, mudarabah sukuk, import of goods

**چکیده**

هدف این تحقیق بررسی میزان تاثیر عوامل موثر بر الگوی بهینه برای صکوک مضاربه برای واردات کالا بوده است. جامعه آماری این تحقیق را ۲۹۰ نفر از مدیران مالی و بازاریابی و متخصصین صنعت واردات در شرکت های بورس اوراق بهادار بین سالهای ۱۳۹۷ الی ۱۳۹۹ بوده اند. بر اساس فرمول کوکران ۱۶۶ نفر انتخاب گردید. پس از شناسایی مؤلفه ها، بر اساس اطلاعات به دست آمده یک پرسش نامه محقق ساخته بر اساس طیف لیکرت جهت بررسی وضعیت موجود تنظیم گردید. در ابتدا جهت انتخاب آزمون مناسب برای تست تحلیل عاملی اکتشافی، لازم است فرض نرمال بودن سازه های تحقیق بررسی شود. بدین منظور آزمون کلموگروف-اسمیرنوف مورد استفاده قرار گرفته شده و برای انجام تست از نرم افزار لیزرل جهت استخراج مدل به روش تحلیل عاملی تاییدی استفاده شده است. نتایج نشان داد متغیرهای حجم تامین مالی مورد نیاز، ثابت یا شناور بودن نرخ اوراق، هزینه انتشار، رکن متعهد به پذیره نویسی، رکن ضامن و ماهیت آن، نوع و ماهیت دارایی مبنای انتشار اوراق، امکان معامله در بازار ثانویه، رکن حسابرس بانی، شیوه عرضه اوراق، ماهیت صکوک مورد نظر از منظر نوع مالکیت، بازار هدف، محل به کارگیری عواید توسط بانی، قابلیت تبدیل اوراق و نهاد واسط (ناشر) بر ارائه الگوی بهینه برای صکوک مضاربه برای واردات کالا بوده اند.

**واژه های کلیدی**

صکوک، تامین مالی، صکوک مضاربه، واردات کالا

**Abstract**

The purpose of this research was to investigate the impact of factors on the optimal model for

## مقدمه

گرفته‌اند، دارای مشکلات فقهی نبوده و استفاده از آنها بنا به شریعت مجاز است. با توجه به آنچه که شرح داده شد، می‌توان گفت برنامه‌ریزی و ایجاد بسترهای استفاده از صکوک به عنوان نوآوری صورت گرفته در زمینه تامین مالی اسلامی<sup>۱</sup> ضروری است. مضاربه از عقود معینی است که در فقه امامیه، قانون مدنی و قانون عملیات بانکی بدون ربا مورد بحث قرار گرفته است. فقهای امامیه احکام و شرایط این عقد را به دقت مورد بررسی قرار داده‌اند. حقوقدانان نیز به پیروی از فقهای بزرگ، عقد مذکور را در مباحث حقوقی و قانون مدنی مطرح کرده‌اند که بسیاری از قواعد و احکام مربوط به آن را از فقه امامیه اتخاذ نموده‌اند. در فقه و حقوق، عقد مضاربه در کنار دو عقد مزارعه و مساقات مورد مطالعه قرار گرفته است. عقود مذکور اگرچه در زمره عقود معوض قرار دارند اما چون در جوهر و ذات همه‌ی آنها نوعی تعاون، همکاری و اتحاد وجود دارد و مشارکت وصف مشترک آنهاست، از سایر عقود متمایزند. باید گفت که تفاوت بین مضاربه، مزارعه و مساقات این است که مضاربه مشارکت کار و سرمایه برای تجارت است در حالی که این مشارکت در مزارعه فعالیت‌های کشاورزی و در مساقات باغداری است. از طرف دیگر بحث از قراردادهای یاد شده به‌ویژه عقد مضاربه اهمیت خاصی برخوردار است. زیرا از دیدگاه اقتصادی، عقود نامبرده مبین نقش کار و سرمایه در قلمرو فعالیت‌های اقتصادی است. به طور کلی، کشورهای در حال توسعه، از نظر ساختار اقتصادی دارای ویژگی‌های مشترکی هستند. به عنوان مثال می‌توان نوع تولید در این کشورها را نام برد که بیشتر، محصولات کشاورزی و سنتی را در بر می‌گیرد. حال جهت انتقال از مرحله سنتی به مرحله تولید صنعتی و گذراندن مراحل توسعه اقتصادی، واردات کالاهای سرمایه‌ای و واسطه‌ای و فن‌آوری مناسب، زمینه‌ساز تحول صنعتی و اجتماعی می‌باشد. اگر سیاست‌های عمرانی کشور در طول دوره مورد نظر در جهت تشویق و توسعه صنعتی طرح ریزی شده باشد، در چنین شرایطی واردات به طور طبیعی سیر صعودی خود را طی خواهد کرد؛ زیرا کشورهای در حال توسعه در مراحل انتقالی توسعه اقتصادی، به تأسیس زیربنای سرمایه‌ای - که واردات کالاهای سرمایه‌ای نقش بسیار مهمی در ایجاد آن دارد نیازمندند. طبق نظر هیرشمن، استراتژی‌های جانیشینی واردات با تولید کالاهای مصرفی با دوام آغاز می‌شود. در این صورت، کالاهای سرمایه‌ای مورد نیاز باید از

امروزه در اقتصاد جهانی، واردات کالاهای اساسی که جایگزینی در داخل ندارند، نقش مهم و بسزایی را در نیازمندیهای هر کشوری، از جمله اقتصاد کشورهای در حال توسعه، ایفا می‌کند، یکی از مسائل مهم اقتصادی که بسیاری از کشورها، از جمله کشورهای در حال توسعه، اکنون با آن روبه‌رو هستند، تامین مالی برای واردکنندگان کالاها می‌باشد. پژوهش‌های نظری و تجربی، در زمینه توسعه تجارت بین‌الملل، سبب افزایش تخصص و کارایی در بخش‌های وارداتی شده و در نهایت، باعث تخصیص دوباره منابع از بخش‌های غیر تجاری و غیر کارآمد به بخش‌های تجاری می‌شود که این پدیده می‌تواند به تامین نیازهای جامعه و رفع کمبود در کالاهای مهم و اساسی، کمک کند. در ایران به دلیل آنکه ساخت نظام مالی به بانک متکی است، تامین مالی بخش‌های مختلف اقتصاد، از جمله واردات کالا به شدت به این بخش وابسته است. از طرف دیگر، نظام بانکی کشور، به دلیل محدودیت‌های اعتبار دهی به واردکنندگان، بخش ناچیزی از نیازهای مالی آنها را پوشش می‌دهد و جریان مالی این بخش در کشور به کندی صورت می‌گیرد. برای حل این مشکل، سازمان بورس اوراق بهادار به عنوان یک نظام تخصصی، از طریق انتشار اوراق بهادار و تامین مالی به واسطه آن، می‌توانند به توسعه این بخش کمک بسزایی کند. یکی از روش‌هایی که این بانک می‌تواند با اتکال به منابع مردمی برای تامین مالی بخش واردات استفاده کند، انتشار صکوک مضاربه است. صکوک مضاربه، یکی از انواع متنوع اوراق بهادار اسلامی، مبتنی بر قرارداد مضاربه است. این اوراق با توجه به آنکه قابلیت مبادله در بازار ثانویه را دارد، می‌تواند به عنوان یک ابزار کارآمد مالی، علاوه بر تامین مالی بخش واردات، وابستگی نظام مالی را به تامین مالی به وسیله بانک کاهش دهد و به توسعه بازار سرمایه و تامین مالی، از این راه کمک کند (بیکر، ۲۰۱۸).

تامین مالی به معنای فراهم آوردن سرمایه برای یک پروژه یا هر نوع موسسه دولتی یا خصوصی است. صکوک نیز ابزاری جدید برای تامین مالی بوده که این ابزار آزمون شده و مناسب برای فرآیند تامین مالی اسلامی است. با توجه به رونق استفاده از این ابزار در سایر کشورهای اسلامی و به ویژه در کشورهای همسایه ایران، انتشار صکوک می‌تواند روشی مناسب برای تامین مالی باشد. با توجه به تحریم‌های مالی و اقتصادی و محدودیت‌های نهادها و شرکت‌های ایرانی برای دسترسی به بازار سرمایه بین‌المللی، ایجاد و توسعه این ابزار باید از اولویت‌های اصلی دولت و نهادهای تصمیم‌گیرنده باشد. برخی از انواع اوراق صکوک که در کمیته تخصصی فقهی بورس مورد بررسی قرار

<sup>۱</sup> Islamic Finance

طریق واردات تأمین گردد و تولید با مونتاژ محصولات مصرفی بادوام صورت گیرد. سپس در مراحل بعدی، کالاهای واسطه‌ای و سرمایه‌ای از طریق آثار پیوندهای پسین، تولید می‌گردد. اگر اقتصاد سیاسی واردات در کشوری شناخته و تدوین نشده باشد و الگویی برای آن طراحی نشده باشد در بلند مدت نمی‌توان مسیر واردات کشور را پیش بینی و مدیریت کرد و نمیتوان واردات و صادرات را با ساختار کلان اقتصاد کشور هماهنگ نمود. داشتن یک بخش وارداتی قوی، موثر و توسعه‌گرا مستلزم داشتن یک الگوی اقتصاد سیاسی واردات توسعه‌گرا و پویا است. این الگو را باید طراحی کرد تا واردات هم بتواند نقش توسعه‌خواهانه خود را ایفا نماید. بنابراین مشکل واردات کشور این است که دولت با بی‌ثبات کردن فضای کسب و کار، علاوه بر اینکه هزینه مبادله و ریسک فعالیتها را در این حوزه بالا برده، آن به سمت فضای عدم اطمینان سوق داده است. حوزه واردات به شدت در تهاجم بی‌ثباتی‌هایی است که حوزه سیاست تولید کرده، و این وضعیت باید ساماندهی شود.

وظیفه بازارهای مالی پشتیبانی از بخش واقعی اقتصاد میباشد همه مؤسسات، شرکت‌ها و سازمان‌ها برای راه اندازی، تجهیز نمودن و گسترش فعالیت‌هایشان، به منابع مالی نیاز دارند که در بازارهای مالی این نیاز با استفاده از انتشار اوراق قرضه رفع میشود. اوراق قرضه‌ای که بر پایه قرض است با بهره‌مندی که این مسئله از دید اسلام ربا و حرام است و برای تأمین مالی از راه حلال و اسلامی اندیشمندان مسلمان در ابتدا به فکر ایجاد یک نظام بانکداری اسلامی و سپس به فکر طراحی یک بازار سرمایه اسلامی افتادند که در کشورهای اسلامی امروزه از ابزارهای مالی اسلامی یا صکوک در نظام تأمین مالی اسلامی، استفاده می‌شود. استفاده از لفظ صکوک جهت ابزارهای مالی اسلامی برای نخستین بار در سال ۲۰۰۲ در جلسه فقهی بانک توسعه اسلامی پیشنهاد شد. بعد از آن سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی اقدام به معرفی انواع صکوک نمود که یکی از مهم‌ترین آنها صکوک مضاربه می‌باشد. مضاربه عبارت از مشارکت در سود است که به موجب آن سرمایه از یک طرف (مالک) و کار از طرف شخص دیگر (عامل/ مضارب) تأمین می‌شود. به عبارتی میتوان گفت مضاربه، به مشارکت مبتنی بر سهم دلالت دارد که شخص عامل از سرمایه طرف دیگر استفاده کرده و در نهایت بر اساس توافقی که کرده اند، سود را بین خودشان تقسیم می‌کنند. در صکوک مضاربه نیز، یک واسطه تأسیس شده تا بتواند اوراق را منتشر کند و از سرمایه‌گذاران وجه نقد تأمین کند. بانی به واسطه تخصص و نیروی کار خود و منابعی که از ناشر اخذ کرده است در جهت مدیریت هر چه بهتر این منابع گام بر می‌دارد. هر گونه سودی

که به واسطه این قرارداد به دست می‌آید، در پایان بر اساس توافق بین مالک (صاحب سرمایه) و عامل بین آنها تقسیم می‌شود. نهاد واسطه نیز به کمک عواید حاصل از قرارداد مضاربه، پرداخت‌های دوره‌ای دارندگان اوراق را بین آنها توزیع می‌کند. اوراق مضاربه اوراق بهاداری است که براساس عقد مضاربه طراحی می‌شود. ناشر اوراق مضاربه با واگذاری اوراق، وجوه متقاضیان اوراق را جمع‌آوری کرده به عنوان مضاربه در اختیار بانی قرار می‌دهد، بانی در فعالیت اقتصادی سودآور (بازرگانی) به کار می‌گیرد و در پایان هر معامله یا پایان هر دوره مالی سود حاصله را براساس نسبت‌هایی که روی اوراق نوشته شده، میان خود و صاحبان اوراق تقسیم می‌کند. دارندگان اوراق نقش مالک و بانی نقش عامل قرارداد مضاربه را دارند. اوراق مضاربه را می‌توان با کاربری‌های مختلف طراحی کرد. نکته مهم آن است که این عقد شرعی با کمی بی‌دقتی، آلوده به حرام شده و سر از ربا در می‌آورد. اسلام برای کسانی که دارای سرمایه نقدی هستند و به دلایلی نمی‌خواهند و یا نمی‌توانند با سرمایه‌ای که در اختیار دارند کسب و کاری کنند و دارایی خود را افزایش دهند. اسلام برای افرادی که به دنبال راه شرعی و حلال برای افزایش موجودیشان هستند راه‌های متعددی را قرار داده است که یکی از آنها مضاربه است. از نظر اسلام هر داد و ستد و یا معامله و تجارتي باید بر اساس یکی از عقود شرعی صورت پذیرد تا سود حاصل از آن حلال باشد و گرنه آن قرار داد باطل بوده و تصرف در سود حاصله جایز نمی‌باشد. هرگاه یکی از طرفین عقد سرمایه‌گذار باشد و طرف دیگر با آن سرمایه تجارت کند و در سود آن شریک بشود، چنین عقدی را عقد مضاربه می‌گویند. موضوع واردات و ترکیب کالاهای وارداتی و تأثیر آن بر توازن پرداخت‌ها و صنایع داخلی یکی از مباحث مورد علاقه کارشناسان بوده و از این رو بر مدیریت واردات تأکید می‌گردد. بررسی بیست قلم عمده کالاهای وارداتی نشان می‌دهد کالاهای واسطه‌ای به لحاظ وزن و ارزش حائز رتبه اول بوده و به لحاظ کاربرد آنها در تولیدات داخلی و نهایتاً صادرات نوید حرکت نوین در بخش صنعت را می‌دهد معهداً شرایط کالاهای سرمایه‌ای متفاوت است زیرا به نسبت حجم اندک در واردات از ارزش بالاتری برخوردارند و متوسط قیمت کالاهای سرمایه‌ای نسبت به کالاهای واسطه‌ای و مصرفی بیشتر است و این امر نشأت گرفته از جایگاه ممتاز صنایع تولیدکننده کالاهای سرمایه‌ای در پهنه تجارت جهانی بوده و استیلا در این عرصه تعیین کننده است. از این رو با توجه به اهمیت مطالب عنوان شده تحقیق حاضر به بررسی میزان تأثیر عوامل موثر بر الگوی بهینه برای صکوک مضاربه برای واردات کالامی‌پردازد. در ادامه مقاله به ارایه یک نمای کلی از دیبایات پژوهش و فرضیه

ها پرداخته می شود. در بخش بعدی، به طرح پژوهش و جمع آوری اطلاعات پرداخته پس از تفسیر یافته های پژوهش، به نتیجه گیری پرداخته می شود.

### مبانی نظری و توسعه فرضیه ها

ایده اولیه انتشار اوراق اسلامی به دهه ۱۹۸۰ بر می گردد. در آن زمان تلاش های زیادی توسط بانک های اسلامی جهت غلبه بر مساله نقدینگی صورت گرفت. در حقیقت این ایده ناشی از ایده دیگری بود که در دهه ۱۹۷۰ در آمریکا شکل گرفته بود. در آن زمان افراد و سازمان ها به دلیل افزایش رقابت بین نهادهای مالی به دنبال روش های نوین تامین مالی بودند و در همین راستا تامین مالی از طریق بانک را به تامین مالی از طریق بازار سرمایه تبدیل کردند. از طرف دیگر بانک ها نیز با این کار بدنبال کسب درآمد بیشتری بودند، یعنی علیرغم اینکه تامین مالی از طریق وام های بانکی ارزانتر بود ولی بانک ها به امید جایگزینی کارمزد، درآمد و بدست آوردن سهم بیشتر از بازار، خود به عنوان محرک اصلی توسعه این بازار عمل می کردند. تبدیل دارایی ها به اوراق بهادار به عنوان یکی از ابزارهای جدید در عرصه تامین منابع مالی و همزمان با آن کاهش ریسک نهادهای مالی طراحی شد. با استفاده از این ابزار، نهادهای مالی و غیر مالی می توانستند سبکی از دارایی های با درآمد ثابت را فروخته و در نتیجه به منابع مالی ارزان تر و با ریسک کمتر در مقایسه با استقراض مستقیم دست یابند (باکار، ۲۰۱۸).

در جولای ۱۹۸۳، بانک مرکزی مالزی به عنوان پیشگام در این زمینه، از اوراق بهادار دولتی یا اسناد خزانه که بهره پرداخت می کردند استفاده نکرد و به جای آن از اوراق بدون بهره به نام گواهی سرمایه گذاری دولتی استفاده نمود. نرخ سود این اوراق از رابطه ثابتی تبعیت نمی کرد و بیشتر متکی بر ملاحظات کیفی طرح بود. برای تعیین نرخ بازدهی، معیارهای مختلفی مانند شرایط کلان اقتصادی، نرخ تورم و نرخ بازدهی سایر اوراق بهادار مشابه مورد توجه قرار می گرفت؛ بدین ترتیب شبه ربوی بودن سود به ظاهر بر طرف می شد و افراد مسلمان اقدام به خرید این اوراق می نمودند. در دهه ۱۹۹۰، همزمان با گسترش ساختارهای مختلف معاملات مالی توسط بانک های اسلامی، ایده استفاده از ابزارهای مالی اسلامی نیز تشدید شد. بدنبال آن متخصصان مالی در کنار علمای دینی اقدام به مطالعه راهکارهای مناسب نمودند. ایده انتشار صکوک اجاره برای

نخستین بار توسط منذر قحف<sup>۱</sup> در مقاله معروف وی با عنوان "استفاده از اوراق اجاره دارایی برای پوشش شکاف بودجه" در سال ۱۹۹۷ مطرح شد و پس از بررسی جزئیات، عملیات آن انتشار آن آغاز شد. استفاده از عبارت صکوک برای ابزارهای مالی اسلامی برای نخستین بار در سال ۲۰۰۲ در جلسه فقهی بانک توسعه اسلامی پیشنهاد شد. بعد از آن سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی اقدام به معرفی ۱۴ نوع صکوک سرمایه گذاری نمود. منظور از صکوک سرمایه گذاری صکوک است که سرمایه گذاران با خرید آن انتظار کسب انتفاع دارند.

صکوک روش تامین مالی مبتنی بر اصول اسلامی است که نوعی اوراق مهرموم و تایید شده می باشد که می توان به عنوان گواهی سرمایه گذاری مشاع هم از آن نامه برد. با استفاده از اوراق بهادار صکوک می توان منابع مالی را با پشتوانه ترازنامه و دارایی های فیزیکی شرکت خاص اجرای پروژه ای (SPC) جذب کرد. نوعی قرض گرفتن مبتنی بر دارایی ها است و اوراق صکوک دارای رتبه بندی است و به راحتی در بازارهای ثانویه معامله می شود. این اوراق در بورس های لابوان مالزی، لوزامبورگ و بحرین پذیرفته شده و براساس نرخ گذاری روزانه معامله می شود. نبود ماهیت ربوی و بی عدالتی را از ویژگی های خاص اوراق بهادار صکوک است و در خرید و فروش اوراق بهادار صکوک به هیچ وجه تقارن اطلاعات وجود ندارد و تمام گزارش ها شفاف و روشن است. همچنین عدم داشتن معسیر (قمار) در ماهیت اوراق از ویژگی های خاص صکوک است. ارزش بازار اوراق صکوک در جهان را تا نوامبر ۲۰۰۶ بیش از ۴۵ میلیارد دلار است و از این رقم ۶۸ درصد در حمایت از بخش خصوصی منتشر شده است. کشورهای انگلیس، آمریکا، آلمان و ژاپن برای جذب منابع مالی مسلمانان معتقد اقدام به انتشار اوراق بهادار صکوک کرده اند. امارات برای فاز دوم فرودگاه دبي ۳/۵ میلیارد دلار اوراق صکوک منتشر کرد که اکنون بالاترین حجم اوراق بهادار در دنیا است.

با توجه به اینکه بالاترین اوراق مشارکت فروخته شده برای پروژه های مختلف در آمریکا حدود ۱/۵ میلیارد دلار است، فروش ۳/۵ میلیارد دلار اوراق بهادار صکوک در دبي نشان می دهد که منابع زیادی در خاورمیانه وجود دارد که چشم تمام دنیا به دنبال آن است. اکنون دنیا با استفاده از ابزارهای مالی مبتنی بر اصول اسلامی به دنبال جذب منابع منطقه خاورمیانه هستند و زمان آن

<sup>۱</sup> Monzer kahaf

در طرح ها و پروژه های مختلف شریک خواهد بود. صکوک این اوراق دارای بازده ثابت به اضافه سهمی از سود یا زیان ناشی از سرمایه گذاری است که درصد سود و زیان میتواند ثابت یا شناور باشد لذا بازده صکوک مقدار ثابتی نیست و بر حسب ارزش واقعی محاسبه میگردد. انتشار صکوک همچون اوراق مشارکت می تواند توسط بخش خصوصی برای تأمین پروژه ها به جای استقراض از نظام بانکی مورد استفاده قرار گیرد. این اوراق نیز همچون اوراق مشارکت قابل انتقال به غیر است (باکار، ۲۰۱۸).

مضاربه عبارت از مشارکت در سود است که به موجب آن سرمایه از یک طرف (مالک) و کار از طرف شخص دیگر (عامل/مضارب) تأمین می شود. به عبارتی می توان گفت مضاربه، به مشارکت مبتنی بر سهم دلالت دارد که شخص عامل از سرمایه طرف دیگر استفاده کرده و در نهایت بر اساس توافقی که کرده اند، سود را بین خودشان تقسیم می کنند. در صکوک مضاربه نیز، یک واسط تاسیس شده تا بتواند اوراق را منتشر کند و از سرمایه گذاران وجه نقد تأمین کند. بانی به واسطه تخصص و نیروی کار خود و منابعی که از ناشر اخذ کرده است در جهت مدیریت هر چه بهتر این منابع گام بر می دارد. هر گونه سودی که به واسطه این قرارداد به دست می آید، در پایان بر اساس توافق بین مالک (صاحب سرمایه) و عامل بین آنها تقسیم می شود. نهاد واسط نیز به کمک عواید حاصل از قرارداد مضاربه، پرداخت های دوره ای دارندگان اوراق را بین آنها توزیع می کند.

قبل از انتشار بیانیه AAOIFI در سال ۲۰۰۸، معمولاً ساختار صکوک مضاربه شامل یک تعهد خرید به نفع واسط بود. بدین صورت که نهاد واسط بتواند سرمایه مالک را با قیمت اعمال از پیش تعیین شده خریداری کند. ولی طبق این بیانیه این امر خلاف موازین شریعت شناخته شد و باید بانی تعهد خرید دارایی پایه را بر مبنای ارزش بازار، تعیین می کرد.

الزامات شرعی در مورد صکوک مضاربه شامل موارد زیر است:

- قرارداد مضاربه ممکن است به صورت خاص یا عام باشد. در قرارداد مضاربه عام، صاحب سرمایه (واسط) به نمایندگی از دارندگان اوراق، به عامل (بانی) اجازه می دهد که بدون هیچ گونه محدودیتی سرمایه را مدیریت کند. عامل نیز باید از آزادی عملی که به او سپرده شده است مطابق با قرارداد، در جهت بالابردن منافع طرفین اقدام کند. ولی در مضاربه خاص، صاحب سرمایه مجموعه ای از محدودیت ها را بر عامل اعمال می کند.

رسیده که ایران با بسترسازی مناسب بهترین بهره برداری را از اوراق صکوک کند و گام های موثری را در راستای اجرای سیاست های کلی اصل ۴۴ بردارد (سلیمان پور و همکاران، ۱۳۹۲). سرمایه گذاری مطمئن، با "سود حلال" یکی از مهم ترین دغدغه ها در جوامع اسلامی بوده است. از این رو، اقتصاددانان مسلمان در کشورهایی مانند مالزی، قطر، بحرین، عربستان و حتی در آلمان و اروپا، فرمول هایی را ابداع کرده اند تا از یک سو بتوانند همپای اقتصاد روز جهان و بازارهای مالی آن حرکت کنند و از دیگر سو، بحث هایی مانند حلال و حرام و ربا و ... را حل و فصل نمایند و "سود طیب و طاهر" به سرمایه گذاران مسلمان بدهند. یکی از افتخارات نظام جمهوری اسلامی ایران بعد از انقلاب این بود که پایه گذار نظام بانکداری اسلامی است. اما با گذشت زمان، قانون عملیات بانکداری اسلامی با دو چالش اصلی مواجه شد. نکته اول این که از سال ۱۳۶۳ تاکنون تغییری در این قانون ایجاد نشد، در حالی که کشور ما دو دهه تجربه اجرایی جدید پیدا کرده است و نکته دوم این که حتی بخش زیادی از ظرفیت های این قانون نیز مسکوت مانده است. این در حالی است که سایر کشورهای اسلامی به بانکداری اسلامی توجه جدی دارند و اقدام های مؤثری در این زمینه انجام داده اند. از آنجایی که استفاده از اوراق قرضه رایج - به دلیل بهره ای که به سرمایه گذاران در این اوراق داده می شود - برای مسلمانان مجاز نیست در بازار کشورهای حاشیه خلیج فارس هم مورد استفاده نبود، اما در حال حاضر صکوک به جای پرداخت بهره، سهمی از درآمدهای حاصل از سرمایه گذاری در یک داد و ستد ریسک آمیز را ارائه می دهد که بر مبنای شریعت اسلام استفاده از آن بلا مانع می باشد (سلیمان پور و همکاران، ۱۳۹۲).

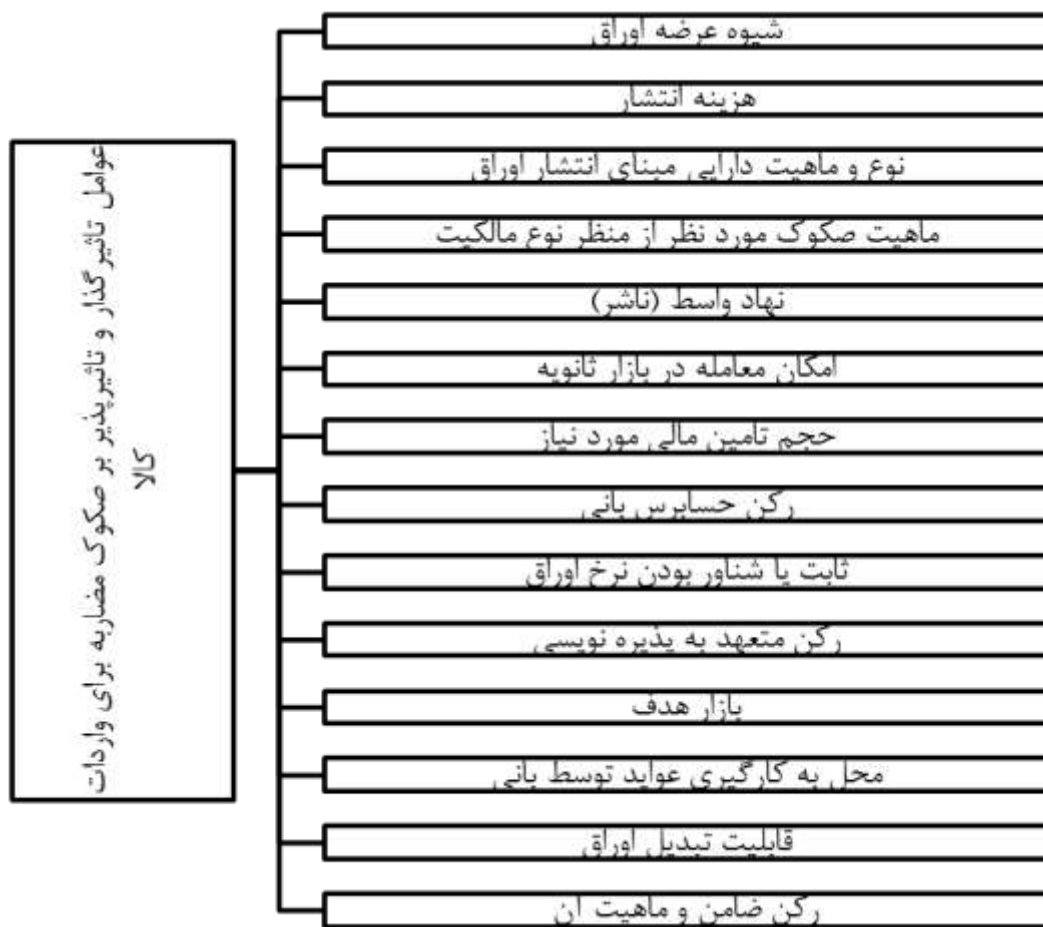
اصطلاح صکوک در اصل برگرفته از واژه عربی صک به معنای چک، نوشته بدهکار، سفته و یا قبض بدهی است اما در یک معنای کلی گواهی سرمایه گذاری اسلامی بهترین معنا برای آن است. برخی تصور می کنند صکوک را باید به صورت صکوک نوشت. این موضوع عمدتاً ناشی از تشابه کلمه صکوک با سکه است و آن ها را به نوعی با یکدیگر به ظاهر شبیه می داند. صکوک جمع صک است. در لغت نامه دهخدا در شرح کلمه صک آن را نبشتن چک دانسته است. صک در حقیقت معرب کلمه چک است. کلمه چک در حقیقت فارسی بوده و به همین صورت به زبان انگلیسی رفته است. وجوه تشابه صکوک و اوراق قرضه؛ شامل قابلیت نقدشوندگی در بازار ثانویه، درجه بندی اعتباری توسط مؤسسات رتبه بندی، قابلیت افزایش اعتبار و تنوع در طراحی و عرضه هستند. صکوک نوعی سند است که فرد دارای این اوراق در سود و زیان ناشی از مشارکت

بناگاه های اقتصادی از طریق تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی ها است. با توجه به مولفه های ۱۴ گانه استخراج شده بر اساس نظر خبرگان، در این تحقیق می توان بیان نمود که ۱۴ فرضیه نیز تدوین شده که به صورت زیر ارائه می گردد:

۱. مولفه نهاد واسط (ناشر) بر مدل صکوک مضاربه برای واردات کالا تاثیر معنادار دارد.
۲. مولفه هزینه انتشار بر مدل صکوک مضاربه برای واردات کالا تاثیر معنادار دارد.
۳. مولفه ثابت یا شناور بودن نرخ اوراق بر مدل صکوک مضاربه برای واردات کالا تاثیر معنادار دارد.
۴. مولفه رکن ضامن و ماهیت آن بر مدل صکوک مضاربه برای واردات کالا تاثیر معنادار دارد.
۵. مولفه امکان معامله در بازار ثانویه بر مدل صکوک مضاربه برای واردات کالا تاثیر معنادار دارد.
۶. مولفه رکن متعهد به پذیره نویسی بر مدل صکوک مضاربه برای واردات کالا تاثیر معنادار دارد.
۷. مولفه شیوه عرضه اوراق بر مدل صکوک مضاربه برای واردات کالا تاثیر معنادار دارد.
۸. مولفه قابلیت تبدیل اوراق مورد نیاز بر مدل صکوک مضاربه برای واردات کالا تاثیر معنادار دارد.
۹. مولفه بازار هدف بر مدل صکوک مضاربه برای واردات کالا تاثیر معنادار دارد.
۱۰. مولفه امکان معامله در بازار ثانویه بر مدل صکوک مضاربه برای واردات کالا تاثیر معنادار دارد.
۱۱. مولفه نوع و ماهیت دارایی مبنای انتشار اوراق بر مدل صکوک مضاربه برای واردات کالا تاثیر معنادار دارد.
۱۲. مولفه رکن حسابرسان بانی بر مدل صکوک مضاربه برای واردات کالا تاثیر معنادار دارد.
۱۳. مولفه محل به کارگیری عواید توسط بانی بر مدل صکوک مضاربه برای واردات کالا تاثیر معنادار دارد.
۱۴. مولفه حجم تامین مالی مورد نیاز بر مدل صکوک مضاربه برای واردات کالا تاثیر معنادار دارد.

- سرمایه مضاربه باید نقدی باشد. با این حال ممکن است این سرمایه به صورت دارایی های فیزیکی نیز فراهم شود که البته باید ارزش آنها مشخص گردد. حداقل یک سوم از سرمایه باید در دارایی های فیزیکی منطبق با موازین شرعی سرمایه گذاری شود.
- عامل باید به سرمایه تعیین شده برای مضاربه دسترسی آزادانه داشته باشد.
- نسبت تسهیم سود باید از قبل تعیین شده باشد و باید به صورت درصدی از سود واقعی باشد نه به صورت درصدی از سرمایه یا مبلغ پرداختی.
- اگر سود محقق شده بیشتر از میزان سودی که دو طرف پیش بینی کرده بودند شد، دو طرف می توانند توافق کنند که این میزان سود مازاد به یکی از آنها اختصاص داده شود.
- هر گونه ضرر و زیانی که به واسطه قرارداد مضاربه حاصل شود، توسط مالک حداکثر به میزان مبلغ سرمایه گذاری شده تحمل می شود. بنابراین دارندگان اوراق، تنها به میزان مبلغ سرمایه خود متحمل زیان خواهند شد (سلیمان پور و همکاران، ۱۳۹۲).

در این راستا موسوی ردادی (۱۳۸۹) در بررسی اوراق بهادار (صکوک) مضاربه؛ ابزاری مناسب برای توسعه بخش صادرات ایران نشان دادند که اوراق مضاربه از لحاظ فقهی و اقتصادی ابزاری مناسب برای تامین مالی بخش صادرات است و فعالان مالی بخش صادرات می توانند با استفاده از این اوراق، کمبود منابع لازم برای حمایت مالی و اعتباری از صادرکنندگان را پر کنند. بخردی و ژولانژاد (۱۳۹۶) در بررسی شیوه های جدید تامین مالی و تاثیر آن بر سودآوری شرکت ها در بازار سرمایه ایران نشان دادند چنانچه شرکت ها از صکوک اجاره استفاده نمایند، فرایند سوددهی در شرکت ها بهبود می یابد و با افزایش استفاده از اوراق اسلامی اجاره، سودآوری بالا می رود، ولی اوراق اسلامی مباحه به مراتب اثر کمتری بر سودآوری دارند. گودرزی و احمدی (۱۳۹۶) در بررسی نقش اوراق صکوک مضاربه موازی الگویی نوین در تامین مالی شهرداری ها نشان دادند اولین محدودیت برای حل مسایل شهری و ناکارآمدی خدمات رسانی فقدان منابع مالی کافی است از جمله مهمترین روش های تامین مالی استفاده از ابزارهای جدید مالی اسلامی است یکی از این ابزارها که جایگاه ویژه ای یافته صکوک می باشد صکوک ابزاری برای تامین مالی بانک ها موسسات مالی و اعتباری و



شکل ۱- مدل بهینه تامین مالی در راستای صکوک مضاربه برای واردات کالا

### روش‌شناسی پژوهش

برای جمع آوری داده‌های مورد نیاز از یک طرح تحقیق پیمایشی مقطعی استفاده شده است جامعه آماری این تحقیق را ۲۹۰ نفر از مدیران مالی و بازاریابی و متخصصین صنعت واردات در شرکت های بورس اوراق بهادار بین سالهای ۱۳۹۷ الی ۱۳۹۹ بوده اند. بر اساس فرمول کوکران ۱۶۶ نفر انتخاب گردید. پس از شناسایی مؤلفه‌ها، بر اساس اطلاعات به دست آمده یک پرسش نامه محقق ساخته بر اساس طیف لیکرت جهت بررسی وضعیت موجود تنظیم گردید. در ابتدا جهت انتخاب آزمون مناسب برای تست تحلیل عاملی اکتشافی، لازم است فرض نرمال بودن سازه‌های تحقیق بررسی شود. بدین

منظور آزمون کلموگروف-اسمیرنوف<sup>۱</sup> مورد استفاده قرار گرفته شده و برای انجام تست از نرم افزار لیزرل جهت استخراج مدل به روش تحلیل عاملی تاییدی استفاده شده است.

### یافته‌های پژوهش (B ZAR 12 Bold)

#### بررسی میزان تاثیر متغیرها

در این مرحله جدول آزمون فرضیه اثرگذاری مولفه‌های تحقیق بر مدل نهایی تحقیق به تفکیک فرضیه‌ها ارائه گردیده است:

<sup>۱</sup> Kolmogorov-Smirnov

جدول ۱- میزان تاثیر متغیرهای شناسایی شده

فرضیه	آماره t	Sig	تایید یا رد
۱	۵,۵۵	۰,۰۰۰	تایید
۲	۵,۹۰	۰,۰۰۰	تایید
۳	۶,۱۵	۰,۰۰۰	تایید
۴	۲,۴۹	۰,۰۱۴	تایید
۵	۶,۹۲	۰,۰۰۰	تایید
۶	۵,۹۱	۰,۰۰۰	تایید
۷	۴,۵۱	۰,۰۰۰	تایید
۸	۵,۰۹	۰,۰۰۰	تایید
۹	۵,۷۲	۰,۰۰۰	تایید
۱۰	۴,۳۹	۰,۰۰۰	تایید
۱۱	۵,۵۷	۰,۰۰۰	تایید
۱۲	۴,۳۸	۰,۰۰۰	تایید
۱۳	۶,۸۱	۰,۰۰۰	تایید
۱۴	۴,۴۱۰	۰,۰۰۰	تایید

نتایج جدول فوق نشان می‌دهد که هر ۱۴ فرضیه فوق در راستای اثرگذاری معنادار بر مدل نهایی مورد تایید قرار گرفته است.

### اعتبار سنجی مدل

تحلیل عامل اکتشافی<sup>۱</sup> پژوهشگر به دنبال بررسی داده‌های تجربی به منظور کشف و شناسایی شاخص‌ها و نیز روابط بین آنهاست و این کار را بدون تحمیل هر گونه مدل معینی انجام می‌دهد. به بیان دیگر تحلیل اکتشافی علاوه بر آنکه ارزش تجسسی یا پیشنهادی دارد می‌تواند ساختار ساز، مدل ساز یا فرضیه ساز باشد. تحلیل اکتشافی وقتی به کار می‌رود که پژوهشگر شواهد کافی قبلی و پیش تجربی برای تشکیل فرضیه درباره تعداد عامل‌های زیربنایی داده‌ها نداشته و به واقع مایل باشد درباره تعیین تعداد یا ماهیت عامل‌هایی که همپراشی بین متغیرها را توجیه می‌کنند داده‌ها را بکاود. بنابر این تحلیل اکتشافی بیشتر به عنوان یک روش تدوین و تولید تئوری و نه یک روش آزمون تئوری در نظر گرفته می‌شود. تحلیل عاملی اکتشافی روشی است که اغلب برای کشف و اندازه گیری منابع

مکنون پراش و همپراش در اندازه گیری‌های مشاهده شده به کار می‌رود. پژوهشگران به این واقعیت پی برده اند که تحلیل عاملی اکتشافی می‌تواند در مراحل اولیه تجربه یا پرورش تستها کاملاً مفید باشد. توانشهای ذهنی نخستین ترستون<sup>۲</sup>، ساختار هوش گیلفورد<sup>۳</sup> نمونه‌های خوبی برای این مطلب می‌باشد. اما هر چه دانش بیشتری درباره طبیعت اندازه گیری‌های روانی و اجتماعی به دست آید ممکن است کمتر به عنوان یک ابزار مفید به کار رود و حتی ممکن است بازدارنده نیز باشد.

در این تحقیق هدف از کاربرد تحلیل عاملی مشخص نمودن مولفه‌ها و شاخص‌های مربوط به مدلی مناسب و تعیین مقدار واریانس تعیین شده توسط هر کدام از متغیرها در قالب عوامل بسته بندی شده می‌باشد. در راستای انجام تحلیل عاملی در این تحقیق به طور کلی مراحل زیر طی شده است:

۱- تعیین و تشخیص مناسب بودن داده‌ها برای تحلیل عاملی با استفاده از آزمون KMO و بارتلت.

<sup>۲</sup> Terston  
<sup>۳</sup> Gilford

<sup>۱</sup> Exploratory factor analysis

ارائه نشده است، اما ضوابطی وجود دارد که از آنها در تصمیم گیری برای تعیین تعداد عاملهای استخراجی استفاده می‌شود که این معیارها عبارتند از:

- معیار مقدار ویژه
- معیار پیشین
- معیار درصد واریانس
- معیار تست بریدگی.

که در این تحقیق با توجه به اینکه تحلیل عاملی از نوع اکتشافی می‌باشد، از معیار اول-یعنی مقدار ویژه- استفاده شده است و منظور استخراج عواملی است که مقدار ویژه شان از یک بزرگتر باشد.

۳- چرخش عامل ها: هدف از چرخش در تحلیل عاملی، چرخانیدن محورهای عامل حول مرکز مختصات است. چرخش را موقعی انجام می‌دهند که تفسیر عاملها به سادگی ممکن نباشد. بنابراین به منظور ساده کردن ساختار عاملها و تفسیر پذیر کردن آنها از چرخش عاملی استفاده می‌شود. روش‌های متعددی برای چرخش عاملها وجود دارد که در این تحقیق از روش وریماکس استفاده شده است و متغیرهایی که بار عاملی آنها بزرگتر از ۰/۵ بوده به عنوان بارهای عاملی معنی دار استخراج گردید.

۴- محاسبه مقادیر عاملی: تحلیل عاملی متغیرهای اصلی را در تعدادی محدود از عاملها خلاصه می‌کند. وقتی این عاملهای محدود در تحلیل‌های بعدی (مانند تحلیل تشخیصی یا رگرسیون استفاده شود)، برخی از مقادیر باید برای استنتاج متغیرهای جدید بکار گرفته شوند. این مقادیر، در واقع ترکیبی از کلیه متغیرهای اصلی است که در ساختن عامل‌های جدید نقش عمده‌ای داشته‌اند. این ترکیب متغیرها، نمره (مقادیر) عاملی نامیده می‌شود، از آنجایی که در این تحقیق هدف دستیابی به مجموعه جدید، اما محدود از متغیرهای ترکیبی برای بکارگیری به جای متغیرهای اصلی در تحلیل‌های بعدی (تحلیل تشخیصی، تحلیل رگرسیون) نمی‌باشد، بنابراین مقادیر عاملی برای تحقق این هدف محاسبه نمی‌گردد.

شاخص KMO جهت ارزیابی متناسب بودن عوامل برای تحلیل عاملی می‌باشد. در صورتیکه مقدار KMO کمتر از ۰/۵ باشد، داده‌ها برای تحلیل عاملی مناسب نخواهند بود و اگر مقدار آن بین ۰/۵ تا ۰/۷ باشد همبستگی موجود در بین داده‌ها برای تحلیل عاملی مناسب و اگر بزرگتر از ۰/۷ باشد متغیرها بسیار مناسب خواهند بود. همچنین شاخص بارتلت نیز همانند شاخص KMO جهت ارزیابی متناسب بودن عوامل برای تحلیل عاملی مورد استفاده قرار می‌گیرد.

همچنین برای اطمینان از مناسب بودن داده‌ها برای تحلیل عاملی افزون بر اینکه ماتریس همبستگی‌هایی که پایه تحلیل قرار می‌گیرند در جامعه برابر صفر نیست، باید از آزمون کرویت بارتلت بر اساس فرمول زیر استفاده کرد:

$$\chi^2 = -(n-1 - \frac{2p+5}{6}) \ln|R|$$

که در آن n معرف تعداد آزمودنی‌ها، p تعداد متغیرها، R قدر مطلق دترمینان ماتریس همبستگی است. این آماره که دارای توزیع مربع کای با  $(P(P-1), 0.5)$  درجه آزادی است. مقدار اطلاعات موجود در قدر مطلق R را با بررسی رابطه بین تعداد مشاهده‌ها و تعداد متغیرها ارزشیابی می‌کند و احتمال خطا را برای رد کردن فرضیه صفر عدم وجود تفاوت از ماتریس همانی می‌آزماید.

آزمون بارتلت این فرضیه را که ماتریس همبستگی‌های مشاهده شده متعلق به جامعه‌ای با متغیرهای ناهمبسته است می‌آزماید. برای آنکه یک مدل عاملی مفید و دارای معنا باشد، لازم است متغیرها همبسته باشند، در غیر این صورت دلیلی برای تبیین مدل عاملی وجود ندارد. اگر فرضیه " متغیرها با هم رابطه ندارند" رد نشود، کاربرد تحلیل عاملی زیر سؤال خواهد رفت، بنابراین باید در آن تجدید نظر کرد. مربع کای معنی دار بیانگر حداقل شرایط لازم برای اجرای تحلیل عاملی است.

۲- تعیین تعداد عوامل: یکی از موارد مهم در تحلیل عاملی تعیین تعداد عاملهای قابل استخراج است. اگر چه مبنای کمی دقیقی برای تصمیم گیری در مورد تعداد عاملهای استخراجی

بر اساس یافته‌های حاصل از تحلیل عاملی مدلی مناسب مقدار KMO و مقدار ضریب بارتلت و سطح معنی داری به شرح جدول زیر می‌باشد:

**جدول ۲- مقدار KMO و مقدار ضریب بارتلت و سطح معنی داری مؤلفه‌های ۱۴ گانه تحقیق**

ردیف	مؤلفه	KMO	ضریب بارتلت	سطح معنی داری
۱	شیوه عرضه اوراق	۰/۷۸۲	۴۷۲۲/۰۳۱	۰/۰۰۰
۲	هزینه انتشار	۰/۷۵۳	۴۵۲۱/۰۲۲	۰/۰۰۰
۳	نوع و ماهیت دارایی مبنای انتشار اوراق	۰/۶۴۲	۴۴۹۰/۰۷۱	۰/۰۰۰
۴	ماهیت صکوک مورد نظر از منظر نوع مالکیت	۰/۶۴۰	۴۴۳۹/۱۴۶	۰/۰۰۰
۵	نهاد واسط (ناشر)	۰/۶۳۵	۲۸۰۹/۳۰۱	۰/۰۰۰
۶	امکان معامله در بازار ثانویه	۰/۶۲۴	۲۷۱۶/۰۰۸	۰/۰۰۰
۷	حجم تامین مالی مورد نیاز	۰/۵۹۲	۲۶۳۹/۹۵۷	۰/۰۰۰
۸	رکن حسابرسان	۰/۵۸۳	۲۵۱۸/۴۳۵	۰/۰۰۰
۹	ثابت یا شناور بودن نرخ اوراق	۰/۵۶۷	۲۳۱۹/۶۹۲	۰/۰۰۰
۱۰	رکن متعهد به پذیره نویسی	۰/۵۵۲	۲۱۲۴/۷۹۶	۰/۰۰۰
۱۱	بازار هدف	۰/۵۴۳	۲۰۳۲/۶۹۳	۰/۰۰۰
۱۲	محل به کارگیری عواید توسط بانی	۰/۵۳۶	۱۹۴۶/۳۵۲	۰/۰۰۰
۱۳	رکن ضامن و ماهیت آن	۰/۵۳۱	۱۷۰۵/۲۲۱	۰/۰۰۰
۱۴	قابلیت تبدیل اوراق	۰/۵۲۴	۱۶۸۳/۶۲۲	۰/۰۰۰

با توجه به ملاک کیسر<sup>۱</sup>، عوامل فوق دارای مقادیر ویژه بزرگتر از یک استخراج شدند. پس از چرخش عاملی به روش وریماکس، عوامل بازدارنده این سیستم‌ها به عوامل فوق دسته بندی شدند. به منظور دسته بندی عامل‌ها، از معیار مقدار ویژه استفاده گردیده است و عامل‌هایی مدنظر بوده است که مقدار ویژه آنها از یک بزرگ تر بوده است.

### بحث و نتیجه گیری

صکوک روش تامین مالی مبتنی بر اصول اسلامی است که نوعی اوراق مهوروموم و تایید شده می‌باشد که می‌توان به عنوان گواهی سرمایه‌گذاری مشاع هم از آن نامه برد. با استفاده از اوراق بهادار صکوک می‌توان منابع مالی را با پشتوانه ترازنامه و دارایی‌های فیزیکی شرکت خاص اجرای پروژه‌ای (SPC) جذب

<sup>۱</sup> Kaiser Criteria

کرد. نوعی قرض گرفتن مبتنی بر دارایی‌ها است و اوراق صکوک دارای رتبه‌بندی است و به راحتی در بازارهای ثانویه معامله می‌شود. این اوراق در بورس‌های لابوان مالزی، لوکزامبورگ و بحرین پذیرفته شده و براساس نرخ‌گذاری روزانه معامله می‌شود. نبود ماهیت ربوی و بی‌عدالتی را از ویژگی‌های خاص اوراق بهادار صکوک است و در خرید و فروش اوراق بهادار صکوک به هیچ‌وجه تقارن اطلاعات وجود ندارد و تمام گزارش‌ها شفاف و روشن است. همچنین عدم داشتن معسیر (قمار) در ماهیت اوراق از ویژگی‌های خاص صکوک است. ارزش بازار اوراق صکوک در جهان را تا نوامبر ۲۰۰۶ بیش از ۴۵ میلیارد دلار است و از این رقم ۶۸ درصد در حمایت از بخش خصوصی منتشر شده است. کشورهای انگلیس، آمریکا، آلمان و ژاپن برای جذب منابع مالی مسلمانان معتقد اقدام به انتشار اوراق بهادار صکوک کرده‌اند. امارات برای فاز دوم فرودگاه دبي ۳/۵ میلیارد دلار اوراق صکوک منتشر کرد که اکنون بالاترین حجم اوراق بهادار در دنیا است. صکوک نوعی

۱- با توجه به ماده ۱۰ از دستورالعمل اجرایی مصوب شورای عالی پول و اعتبار مبنی بر مکلف بودن سازمان‌ها به نظارت لازم و کافی بر مصرف سرمایه نقدی (منابع) برگشت آن و همچنین بر عملیات اجرایی مضاربه تاکید شود.

۲- در خصوص پرداخت سرمایه مضاربه بازرگانی داخلی، پرداخت قیمت خرید کالا در مقابل پیش فاکتور معتبر یا حواله یا نامه سهمیه کالا یا قرارداد خرید معتبر یا هر نوع اسناد مثبتیه دیگر و از طریق صدور چک بانکی در وجه فروشنده کالا از محل سرمایه صورت خواهد گرفت. در این حالت عامل موظف است حداکثر ظرف مدت ۱۵ روز از تاریخ استفاده از سرمایه، فاکتور اصلی معامله یا قبض انبار یا بارنامه حمل یا هر نوع سند دیگری را که حاکی از تحویل کالا باشد به بانک ارائه کند.

۳- با عنایت به اینکه عامل نمی‌تواند با سرمایه بانک عمل غیرتجاری انجام دهد، لذا لازم است نوع عمل تجاری و کالای مورد معامله در عقد مضاربه و در قرارداد منعقد فی مابین بانک و مشتری موضوع مشخص شود.

۴- نظارت لازم بر اجرای هزینه‌های قابل قبول، برگه‌های ورود و خروج کالا به انبار، کارت معین کالا و ... سایر اسناد و مدارک توسط کمیته‌های اعتباری بانک تاکید شود.

۵- عامل موظف است پس از خرید کالای موضوع معامله مضاربه، بانک را از محل نگهداری آن مطلع کند.

۶- سایر نکاتی که لازم است توسط کمیته‌های اعتباری سازمان‌ها مورد توجه قرار گیرد:

- مرتبط بودن فعالیت عامل با مجوزات کسبی
- قیمت خرید و فروش
- متعارف بودن قیمت کالای مورد معامله
- اصالت معامله
- صلاحیت کاری و توانایی عامل در انجام معامله

سند است که فرد دارای این اوراق در سود و زیان ناشی از مشارکت در طرح‌ها و پروژه‌های مختلف شریک خواهد بود. صکوک این اوراق دارای بازده ثابت به اضافه سهمی از سود یا زیان ناشی از سرمایه گذاری است که درصد سود و زیان میتواند ثابت یا شناور باشد لذا بازده صکوک مقدار ثابتی نیست و بر حسب ارزش واقعی محاسبه می‌گردد. انتشار صکوک همچون اوراق مشارکت می‌تواند توسط بخش خصوصی برای تأمین پروژه‌ها به جای استقراض از نظام بانکی مورد استفاده قرار گیرد. این اوراق نیز همچون اوراق مشارکت قابل انتقال به غیر است.

چالش دیگر در راه رشد بازار مربوط به نحوه قیمت گذاری ابزارهای مالی است. برای قیمت گذاری مناسب و اینکه اوراق بهادار اسلامی بتواند مورد اعتماد خریداران واقع شود ابتکارات و نوآوری‌های بیشتری مورد نیاز است. به عنوان مثال اگر صکوکی بر مبنای اجاره منتشر شده باشد و دارای موضوع اوراق مورد بهره برداری قرار گیرد، نرخ اجاره واقعی (عملی) باید در تعیین نرخ بازدهی صکوک دخیل بوده و مورد استفاده واقع شود. این نرخ به طور قطع با توجه به عرضه و تقاضای دارای خاص دچار نوساناتی خواهد شد که این نوسانات بازتاب واقعی قیمت آن دارای خواهد بود. از سوی دیگر صاحب نظران و آگاهان مسائل شرعی که درک کاملی از سازوکار صکوک دارند کلید اصلی تحکیم و تثبیت جایگاه این ابزار اعتباری به شمار می‌روند و بی تردید شفافیت و صراحت تصمیمات شرعی دیگران را به تاثیرپذیری از دلایل و توجیهاات عقلانی و مبتنی بر قضاوت های عادلانه این صاحب نظران وا می‌دارد و در نهایت به پذیرش بیشتر و عمیق تر این تصمیمات به ویژه در مبادلات برون مرزی اوراق بهادار اسلامی منجر خواهد شد البته در این مسیر وجود نقشه راهی برای منتشرکنندگان و خریداران اوراق برای مراجعه توأم با احترام به تصمیمات شرعی، توسعه و تحکیم بازار اوراق اسلامی را تسهیل خواهد کرد. از دیگر نکات مهم در این مقوله رسیدن به انسجام و پیوستگی در اصول و موازین شرعی برای حفظ اعتماد در بازار مبادلات میان سرمایه گذاران از جای جای جهان است. بر اساس نتایج بدست آمده، پیشنهادت زیر ارائه می‌گردد:

- 8- Auwal, A. S., Muneeza, A., Haron, R. and Othman, A.H.A. (2022), "Şukūk structure for deficit financing during COVID-19 crisis", *Islamic Economic Studies*, 30(1), 23-41.
- 9- Echchabi, A., Abd. Aziz, H. and Idriss, U. (2016), "Does sukuk financing promote economic growth? An emphasis on the major issuing countries", *Turkish Journal of Islamic Economics*, 3(2), 63-73.
- 10- Ghazali, F. (2020), "Top glove issued perpetual Sukuk amid global pandemic", available at: <https://www.bixmalaysia.com/Learning-Center/Articles-Tutorials/Top-Glove-Issued-Perpetual-Sukuk-amid-Global-Pande> (accessed 31 May 2020).
- 11- Godlewski, C.J., Turk-Ariss, R. and Weill, L. (2013), "Sukuk vs conventional bonds: a stock market perspective", *Journal of Comparative Economics*, 41(3), 745-761.
- 12- Guermazi, I. (2020), "The determinants of Sukūk issuance in GCC countries", *Islamic Economic Studies*, 28 (1), 25-45.
- 13- Jaiz Bank Plc (2020), "Federal government of Nigeria ijarah Sukuk", available at: <https://Sukuk.jaizbankplc.com:8082/> (accessed 31 May 2020).
- 14- Mitsaliyandito, R.Q. and Arundina, T. (2018), "Dynamic relationship between sovereign bond and sukuk market developments in Indonesia", *Pertanika Journal Social Sciences and Humanities*, 26(S), 27-38.
- 15- Muharam, H., Anwar, R.J. and Robiyanto, R. (2019), "Islamic stock market and sukuk market development, economic growth, and trade openness: the case of Indonesia and Malaysia", *Business: Theory and Practice*, 20(1), 196-207.
- 16- Mufti, R.R. (2020), "Garuda opens dialogue with Sukuk holders as it struggles to pay dues", *The*
- مجوزهای مورد نیاز
- اطمینان از برگشت سرمایه و سود مورد انتظار
- منابع**
- ۱- توحیدی، محمد، حمزه پور، مهدی و سمیرا خوشنود، (۱۴۰۰)، شناسایی و اولویت‌بندی مؤلفه‌های اثرگذار بر انتخاب ساختار صکوک مناسب جهت تأمین مالی، نشریه جستارهای اقتصادی، ۱۸(۳۵)، ۲۷-۹.
- ۲- صلواتیان، محمدامین، حسینی دولت ابادی، سیدمهدی، شریف‌زاده، محمد جواد و سیدعلی روحانی، (۱۳۹۸)، چالش‌های تأمین مالی بنگاه‌ها از طریق انتشار صکوک (اوراق مالی اسلامی)، گزارش‌های کارشناسی (مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی)، ۱۴۸(۲۲۰)، ۲۶-۱.
- ۳- کربکندی، محسن، محمدی، مرتضی، تیموری جروکانی، محسن، داعی زاده، مجید و محسن صباحی، (۱۴۰۰)، طراحی صکوک قابل عرضه در تأمین مالی صادرات غیرنفتی کشور در راستای سیاست‌های کلی اقتصاد مقاومتی (مطالعه موردی: بانک توسعه صادرات)، نهمین کنفرانس بین‌المللی مدیریت امور مالی، تجارت، بانک، اقتصاد و حسابداری، ۲۲-۱.
- ۴- کیائی، حسن و محمد سلیمانی، (۱۳۹۸)، تأمین مالی بر مبنای صکوک و حاکمیت شرکتی: مطالعه موردی شرکت-های ناشر صکوک در ایران، نشریه جستارهای اقتصادی ایران، ۱۶(۳۱)، ۱۵۹-۱۳۷.
- ۵- نایب یزدی، آرش و مهرآسا، مهتاب، (۱۳۹۱)، اوراق مضاربه رهیافتی نوین در تأمین مالی اسلامی (تأمین مالی واردات)، پنجمین کنفرانس نظام تأمین مالی در ایران، تهران، ۱۶-۱.
- 6- Ahmed, H., Hassan, M.K. and Rayfield, B. (2018), "When and why firms issue sukuk?", *Managerial Finance*, 44(6), 774-786.
- 7- Alam, N., Hassan, M.K. and Haque, M.A. (2013), "Are Islamic bonds different from conventional bonds? International evidence from capital market tests", *Borsa Istanbul Review*, Vol. 13 No. 3, pp. 22-29.

Jakarta Post, available at: <https://www.thejakartapost.com/news/2020/05/05/garuda-opensdialogue-with-Sukuk-holders-as-it-struggles-to-pay-dues.html> (accessed 31 May 2020).

- 17- Nasir, A. and Farooq, U. (2017), "Analysis of value at risk of Sukuk and conventional bonds in Pakistan", *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 8(4), 375-388.
- 18- Parisi, S. and Rusydiana, A.S. (2016), "The comparison of Sukuk and bond absorption; deficit budget financing in Indonesia", *Tazkia Islamic Finance and Business Review*, 10(2), 107-121.
- 19- Smaoui, H. and Nechi, S. (2017), "Does sukuk market development spur economic growth?", *Research in International Business and Finance*, 41, 136-147.
- 20- Tan, Y.-L. and Mohamad Shafi, R. (2021), "Capital market and economic growth in Malaysia: the role of sukūk and other sub-components", *ISRA International Journal of Islamic Finance*, 13(1), 102-117.
- 21- Yıldırım, S., Yıldırım, D.C. and Diboglu, P. (2020), "Does Sukuk market development promote economic growth?", *PSU Research Review*, 4(3), 209-218.
- 22- Zulkhibri, M. (2015), "A synthesis of theoretical and empirical research on sukuk", *Borsa Istanbul Review*, 15(4), 237-248.
- 23- Zolfaghari, P. (2017), "An introduction to islamic securities (Sukuk)", *Uppsala Faculty of Law, Working Paper 2017:2*, available at: [https://www.jur.uu.se/digitalAssets/563/c\\_563862-1\\_3-k\\_wps2017-2.pdf](https://www.jur.uu.se/digitalAssets/563/c_563862-1_3-k_wps2017-2.pdf) (accessed 31 May 2020).