

تقدیر
برچهرگان

۳۸۱

کتابخانه مرکزی دانشگاه امام علی (ع)

شماره ثبت ۱۲۵
سفر ۴



دانشگاه امام صادق (علیه السلام)

دانشکده معارف اسلامی و مدیریت

پایان نامه کارشناسی ارشد مدیریت (گرایش مالی)

۱۳۸۱ / ۱۱ / ۳۰

طراحی اوراق بدهی (مشارکت) مرکب
مبتهی بر نظام اقتصاد اسلام

رئیس هیئت مدیره علمی
مهندس ارکان

علی سعیدی

استاد راهنما :

جناب آقای دکتر غلامحسین اسدی

ع ۶۲۱

تأیستان ۱۳۸۱



دانشگاه امام صادق (علیه السلام)

دانشکده معارف اسلامی و مدیریت

پایان نامه کارشناسی ارشد مدیریت (گرایش مالی)

**طراحی اوراق بدهی (مشارکت) مرکب
مبتنی بر نظام اقتصاد اسلام**

علی سعیدی

استاد راهنما :

جناب آقای دکتر غلامحسین اسدی

استاد مشاور :

جناب حجه الاسلام مهدی رجائی

تابستان ۱۳۸۱

کلیه حقوق اعم از چاپ و تکثیر ، نسخه برداری
ترجمه ، اقتباس و ... از این پایان نامه کارشناسی ارشد
برای دانشگاه امام صادق (ع) محفوظ است .
نقل مطالب با ذکر مأخذ بلامانع است .

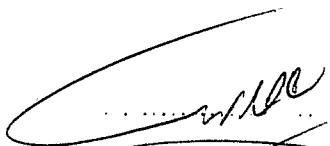
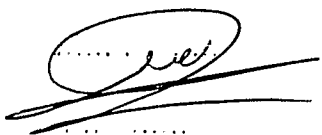
تأییدیه اعضای هیأت داوران حاضر در جلسه دفاع از پایان نامه کارشناسی ارشد

اعضای هیأت داوران نسخه نهایی پایان نامه آقای علی سعیدی ۷۲۴۰۵۶۵۵۸

تحت عنوان طراحی اوراق (مشارکت) مرکب مبتنی بر نظام اقتصاد اسلامی

را از نظر شکل و محتوی بررسی نموده و پذیرش آنرا برای تکمیل درجه کارشناسی ارشد پیوسته

پیشنهاد می کنند.

اعضای هیأت داوران	نام و نام خانوادگی	رتبه علمی	محل امضاء
(۱) استاد راهنما:	آقای دکتر غلامحسین اسدی	استادیار	
(۲) استاد مشاور:	محبت الاسلام رحابینیا		
(۳) نماینده شورای تحصیلات تکمیلی دانشکده:	رضا راعی	رئیس دپارتمان	
(۴) اساتید ناظر:			
(۱)	رضا راعی	استادیار	
(۲)			

چکیده پایان نامه

یکی از مشکلات شرکتهای صنعتی بخصوص در ایران، کمبود نقدینگی می باشد که این مشکل صدمات زیادی به اجرای طرحهای توسعه و فرایند تولید می زند. از طرفی بسیاری از طرحهای صنعتی دارای دوره قبل از بهره برداری بیش از دو یا سه سال می باشند و به همین علت درآمدهای ناشی از فعالیت طرح تا چند سال بعد از سرمایه گذاری تحقق پیدا نمی کند که خود عاملی برای کمبود نقدینگی محسوب می شود. برخی شرکتهای که برای انجام فعالیتهای تولیدی و یا طرحهای توسعه دست به انتشار اوراق قرضه می زنند، به اجبار قسمتی از نقدینگی را ذخیره کرده تا پرداختهای دوره ای به دارندگان اوراق را انجام دهند و برخی شرکتهای نیز اوراق دیگری به منظور پرداختهای دوره ای منتشر کرده و از این راه مشکل نقدینگی خود را حل می کنند که این راه حل به نوبه خود هزینه هایی را برای اینگونه شرکتهای بوجود می آورد.

برخی سرمایه گذاران در اوراق قرضه، مایلند سود خود را در طول دوره تا سررسید، دریافت نکرده و مجدداً سرمایه گذاری کنند و در پایان سررسید، اصل و سود اوراق خود را دریافت کنند. خانواده های جوان و شرکتهای بیمه دو نمونه از این نوع سرمایه گذاران می باشند که پرداختهای آتی خود را پیش بینی کرده و بر اساس آن به خرید اوراق می پردازند.

یکی از انواع اوراق قرضه که در کشورهای دیگر تجربه خوبی بدست آورده و نیاز صنایع و سرمایه گذاران در این زمینه را مرتفع می سازد، اوراق با سود صفر است که از ابتدا با تخفیف به فروش رفته و در طول دوره عمر خود، سودی نپرداخته و در تاریخ سررسید، قیمت اسمی را می پردازد. از آنجائیکه در کشور ما سرمایه گذاران حاضر نخواهند بود وجوه خود را برای دوره ۱۰ یا ۱۵ سال بدون دریافت هیچ سودی سرمایه گذاری کنند، اوراق مشارکت مرکب طراحی گردیده که موضوع بحث این پایان نامه می باشد. در زیر تعریف مختصری از این اوراق ارائه گردیده است:

اوراق مشارکت مرکب دارای سود متغیر بوده و در دوره ۲ یا ۳ سال اول سود پرداخت نمی کند و در عوض با قیمت کمتری به فروش می رسد و بعد از آن تاریخ، سود بصورت درصدی از درآمد است که در ابتدا درصدی بصورت تضمین شده و علی الحساب پرداخت می شود و بقیه در پایان هر سال و هنگام مشخص شدن سود واقعی، تصفیه می شود. از آنجائیکه سود این اوراق درصدی از درآمد است و تحت عقد مشارکت مدنی است از نظر شرعی بلا اشکال می باشد. ضمناً بر اساس مطالعات میدانی، این اوراق از سوی صنعت و سرمایه گذاران مورد تأیید قرار گرفته و میزان مطلوبیت آن برای دو قشر مزبور مورد آزمون قرار گرفته که نتایج، رضایتبخش بوده است

اوراق بدهی مرکب نیز دو تا سه سال اول (بسته به توافق و نوع طرح) سودی پرداخت نمی کنند و در عوض با قیمت کمتری از قیمت اسمی به فروش می روند. بعد از آن تاریخ نیز سود ثابت به دارندگان اوراق پرداخت می شود و در پایان نیز قیمت اسمی به دارندگان اوراق پرداخت می شود. منتشر کنندگان اوراق بدهی مرکب، وجوه جمع آوری شده را صرف خرید دارائیهای ثابت برای طرح خاصی کرده و به صورت فروش اقساطی یا اجاره به شرط تملیک در اختیار طرح، قرار داده و از محل دریافت اجاره یا اقساط فروش، سود ثابت دارندگان اوراق را تأمین می کنند. بنابراین ثابت بودن پرداخت سود، ماهیت شرعی خواهد داشت چرا که مبتنی بر عقود اسلامی است.

واژگان کلیدی: اوراق مشارکت، اوراق مشارکت مرکب، اوراق بدهی، مهندسی مالی، ابزار مالی، دیرش

خلاصه الرسالة

ان إحدى مشكلات الشركاء الصناعه و بالخصوص فى ايران، هو السيوله النقديه و هذا الإشكال يسبب صدمات كثيره بالنسبه للإجراء مشاريع التنميه و الإنتاج و مستواه. من طرف آخر، الكثير من المشاريع الصناعه تستوجب دوره قبل الاستقلال بحد قدره سنين أو ثلاث سنوات. و لهذه العلل الناشئه من فعالیه المشروع، لا تتحقق إلّا بعد عدّه السنوات من تشغيل رأس المال. هذا هو عامل من عوامل السيوله النقديه. بعض الشركاء و من أجل القيام بنشاطات إنتاجيه أو مشاريع تنميه يُقدّمون على عرض و نشر اوراق القرضه. حيث أنّهم مجبورون للدفع الربح المتوخا و من اجل هذا، مجبورون للتأمين و توفير مبلغ الربح أو عندما يريدون دفع الربح، مجبورون للنشر اوراق القرضه مره أخرى و هذا بحد ذاته يجد مشكله نقديه لهم.

بعض الاشخاص ماييلن لشراء القرضه ليس هدفهم اخذ الربح حتى زمن الدفع مثل أسر و شركاء التأمين. أحد من اوراق القرضه الذى جذب اليه المشاركون و الصنایع فى سائر الدول، هو اوراق دون الربح الذى يُباع بتخفيف و لا يدفع أى ربح إلى تأريخ الوصول و فى هذا الزمن يدفع القيمه الإسميه. و لكنّ المشاركون فى ايران ليس لديهم إستعداد القيام بهذا العمل و لمدى سنوات عديده بدون حصول الربح و لهذا نحن عرّفنا فى هذه الرساله، اوراق الدين المركب و اوراق المشاركه المركبه الذى لا يدفع الربح لمدته سستان أو ثلاث سنوات و لكنّ عوض عن هذا يُباع بقيمه نازله و بعد هذا يدفع الربح إلى تأريخ الوصول و فى هذا الزمن يدفع القيمه الإسميه و لاربح لسنه آخره. الشركه التى باعت اوراق الدين المركب الى المشاركون، تقوم بشراء آلات و بيعها لشركه اخرى بعنوان عقد التملك أو البيع الاقساطى و بعد أخذ إلاجاره أو الأقساط، تقوم بالدفع الربح الثابت إلى المشاركون و لهذا لا يكون فيه الإشكال الشرعى لأنّه عقد التملك و بيع الأقساطى و هما مفهومان اسلاميان. كما أنّنا فى هذه الرساله عرّفنا اوراق المشاركه المركبه التى تشبه اوراق الدين المركب و لكنّ ليس لديها ربح ثابت بل مثل اوراق المشاركه يأخذ نسبه بالمئه من الربح. و اما دليل التسميه هذه الاوراق باوراق الدين المركب، هو تركيب اوراق بدون ربح مع اوراق القرضه تحت عقود الإسلامى.

الكلمات الأساسية:

اوراق المشاركه، اوراق دون الربح، اوراق المشاركه المركبه، اوراق الدين المركب، السيوله النقديه، الهندسه الماليه، الأدوات الماليه، المشاركون، مبلغ الربح، تأريخ الوصول، مشاريع التنميه

فهرست عناوین

صفحه

عنوان

فصل اول : کلیات و مباحث مقدماتی

۳	۱-۱) انگیزه تحقیق و انتخاب موضوع
۴	۱-۲) هدف تحقیق
۵	۱-۳) سؤالات تحقیق
۵	۱-۴) استفاده کنندگان تحقیق
۶	۱-۵) قلمرو زمانی و مکانی
۶	۱-۶) روش تحقیق
۶	۱-۷) واژه های کلیدی
۸	۱-۸) دورنمای تحقیق

فصل دوم : پیشینه و مبانی تحقیق

۲-۱) بخش اول : مروری بر مهندسی مالی

۱۳	۲-۱-۱) مهندسی مالی چیست
۱۷	۲-۱-۲) ماهیت ریسک
۱۸	۲-۱-۳) مدیریت ریسک
۲۰	۲-۱-۳-۱) قراردادهای آتی
۲۰	۲-۱-۳-۱-۱) قراردادهای آتی در ارزهای خارجی
۲۰	۲-۱-۳-۱-۲) قراردادهای آتی در بازار اوراق بهادار
۲۱	۲-۱-۳-۱-۳) موافقت نامه نرخ آتی
۲۱	۲-۱-۳-۲) قرارداد سلف
۲۲	۲-۱-۳-۲-۱) قراردادهای اسناد خزانه
۲۲	۲-۱-۳-۲-۲) قرارداد سلف روی شاخص
۲۳	۲-۱-۳-۲-۳) قرارداد سلف روی اوراق خزانه دولتی
۲۳	۲-۱-۳-۳) قرارداد اختیار معامله
۲۴	۲-۱-۳-۳-۱) اختیار خرید

۲۴	اختیار فروش (۲-۱-۳-۳-۲)
۲۴	استراتژیهای اختیار معامله (۲-۱-۳-۳-۳)
۲۵	ترکیب اختیار خرید و فروش (straddle) (۲-۱-۳-۳-۳-۱)
۲۶	اختیار خرید و فروش خاص (strangle) (۲-۱-۳-۳-۳-۲)
۲۸	spread فروتنی و رکود (۲-۱-۳-۳-۳-۳)
۲۹	spread پروانه ای (۲-۱-۳-۳-۳-۴)
۳۱	قرارداد تاخت (swap) (۲-۱-۳-۴)
۳۲	قرارداد تاخت روی نرخ سود (۲-۱-۳-۴-۱)
۳۳	قرارداد تاخت روی ارزش خارجی (۲-۱-۳-۴-۲)

۲-۲ بخش دوم: مبانی نظری اوراق قرضه

۳۷	اوراق قرضه (۲-۲-۱)
۳۹	درجه اعتبار اوراق قرضه (۲-۲-۲)
۳۹	تنزیل (۲-۲-۳)
۴۰	بازده (۲-۲-۴)
۴۰	مشخصه های برخی اوراق (۲-۲-۵)
۴۲	طبقه بندی ابزار بدهی (۲-۲-۶)
۴۲	منحنی بازده (۲-۲-۷)
۴۴	رابطه قیمت اوراق و نرخ سود بازار (۲-۲-۸)
۴۷	قیمت و بازده ابزار کوتاه مدت (۲-۲-۹)
۴۸	دیرش و تحذب (۲-۲-۱۰)
۵۹	پرداختهای آتی و ارزش بازار (۲-۲-۱۱)
۶۰	ریسک در ابزار بدهی (۲-۲-۱۲)
۶۲	مصون سازی (۲-۲-۱۳)

۲-۳ بخش سوم: اوراق با سود صفر

۶۸	تعریف (۲-۳-۱)
۶۹	تاریخچه اوراق با سود صفر (۲-۳-۲)
۷۱	ترکیبات اوراق با سود صفر (۲-۳-۳)
۷۳	اوراق تفکیکی Strips و اوراق رسیدی Receipt (۲-۳-۴)

۷۴	۲-۳-۵ مزایای اوراق با سود صفر
۷۷	۲-۳-۶ مبانی محاسبات
۷۷	۲-۳-۶-۱ قیمت گذاری اوراق با سود صفر
۷۸	۲-۳-۶-۲ مستهلک کردن عایدی کل به کل دوره
۷۹	۲-۳-۷ منحنی بازده اوراق با سود صفر
۸۰	۲-۳-۸ ریسک نرخ سود
۸۱	۲-۳-۹ دیرش اوراق با سود صفر
۸۱	۲-۳-۱۰ بررسی موردی بازار اوراق با سود صفر کانادا

۲-۴ بخش چهارم: اوراق مشارکت

۸۵	۲-۴-۱ اوراق مشارکت و ویژگیهای آن
۸۷	۲-۴-۲ تأثیر و پیامد اوراق مشارکت بر شکل گیری بازار سرمایه
۸۹	۲-۴-۳ انواع اوراق مشارکت
۹۲	۲-۴-۴ تاریخچه انتشار اوراق قرضه در ایران در سالهای قبل از پیروزی انقلاب اسلامی

فصل سوم: بررسی اوراق مشارکت مرکب از دیدگاه مالی به

انضمام طراحی اوراق بدهی مرکب

۹۸	۳-۱ تعریف
۱۰۰	۳-۲ زمانهای پیشنهادی برای پرداخت سود
۱۰۱	۳-۳ پیش فرضهای طراحی اوراق مشارکت مرکب
۱۰۳	۳-۴ طراحی اوراق مشارکت مرکب
۱۰۹	۳-۵ طراحی اوراق بدهی مرکب
۱۱۴	۳-۶ مراحل عملی انتشار اوراق مشارکت مرکب
۱۱۵	۳-۷ استفاده از ابزارهای مشتقه در اوراق مشارکت مرکب
۱۱۶	۳-۷-۱ قراردادهای آتی
۱۱۶	۳-۷-۲ قرارداد سلف
۱۱۷	۳-۷-۳ قرارداد اختیار معامله روی اوراق مشارکت مرکب
۱۱۷	۳-۷-۴ قرارداد تاخت روی اوراق مشارکت مرکب

از انضمامات اندک علمی ایران
مستخرج

فصل چهارم : تعاریف و مبانی فقهی

- | | | |
|-----|-----|-----------------------------------|
| ۱۲۰ | ۴-۱ | نظام مالی اسلامی |
| ۱۲۱ | ۴-۲ | اصول نظام مالی اسلامی |
| ۱۲۲ | ۴-۳ | عقود مالی اسلامی |
| ۱۳۳ | ۴-۴ | ابزارهای مالی اسلامی |
| ۱۳۵ | ۴-۵ | بررسی فقهی اوراق قرضه |
| ۱۳۵ | ۴-۶ | بررسی فقهی اوراق مشارکت |
| ۱۳۶ | ۴-۷ | بررسی فقهی اوراق با سود صفر |
| ۱۳۶ | ۴-۸ | بررسی فقهی اوراق مشارکت مرکب |
| ۱۳۷ | ۴-۹ | بررسی فقهی اوراق بدهی مرکب |
| ۱۳۸ | ۴-۹ | اثر سطوح تصمیم گیری بر توزیع ریسک |

فصل پنجم : مطالعات میدانی اوراق بدهی مرکب

- | | | |
|-----|-------|-------------------------------|
| ۱۴۰ | ۵-۱ | فرضیه ها |
| ۱۴۱ | ۵-۲ | جمع آوری اطلاعات |
| ۱۴۲ | ۵-۳ | آزمون فرضیه ها |
| ۱۴۳ | ۵-۳-۱ | آزمون نسبت موفقیت جامعه (P) |
| ۱۵۱ | ۵-۳-۲ | آزمون همگونی |

فصل ششم : نتایج

- | | | |
|-----|-----|--------------|
| ۱۵۷ | ۶-۱ | خلاصه فصول |
| ۱۵۸ | ۶-۲ | نتیجه گیری |
| ۱۵۹ | ۶-۳ | پیشنهادهای |
| ۱۶۱ | | منابع و مأخذ |

پیوستها

(۱) فصل اول

کلیات و مباحث مقدماتی

این فصل شامل بخشهای زیر می باشد :

- ۱-۱) انگیزه تحقیق و انتخاب موضوع
- ۱-۲) هدف تحقیق
- ۱-۳) سؤالات تحقیق
- ۱-۴) استفاده کنندگان تحقیق
- ۱-۵) قلمرو زمانی و مکانی
- ۱-۶) روش تحقیق
- ۱-۷) واژه های کلیدی
- ۱-۸) دورنمای تحقیق

مقدمه :

شرایط اقتصادی امروز ایران بیشتر از هر وقت دیگری نیاز به تحول و پویایی دارد . جهان اقتصاد کنونی تا بدانجا رشد کرده است که دیگر تولید کالا ، شاخص توسعه نبوده و بلکه وجود مدیران فن آور و انتقال اطلاعات می تواند منعکس کننده وضعیت داخلی یک جامعه باشد .

در این بین برای جا نماندن از قافله رشد ، نیاز به نوآوری ها در نحوه تفکر به طور کل و نیاز به نوآوریها در نحوه اداره امور جامعه به طور خرد می باشد . اقتصاد جامعه به عنوان یکی از اصلی ترین شاخصها از این اصل خارج نیست و از آنجاکه ((کادالفران یکون کفر)) این حوزه نیاز به نوآوریها و تحقیق و تفحصهای بیشتری دارد . بنابراین نیاز به فعالیتهای اقتصادی و در سرلوحه آن برنامه ریزیهای دقیق اقتصادی ضروری به نظر می رسند . در این خصوص آشنا شدن با الفبای پیچیده اقتصادی جهان مدرن ، خود تخصصی است چه آنکه در این صحنه مجال سخن گفتن یافت شود . از این رو نوشته ای که در مقابل دارید بر گرفته از تفکر فوق، تنها در حد معرفی گوشه ای از الفبای دیوان وسیعی است که در حوزه اقتصاد خرد به نام مدیریت مالی وجود دارد . این حوزه دارای وظایف متعددی است که در دروس مدیریت مالی از آن یاد می شود و از آن جمله بحث تأمین مالی است .

در این شاخه از حوزه مالی ، بحث روشهای تأمین مالی خود چنان وسعت یافته که رشته ای به نام مهندسی مالی به وجود آورده و در این رشته ، که از حوزه های علمی مختلفی بهره می گیرد ، ابزارهای تأمین مالی بگونه ای طراحی می شوند که سطح انتظارات و مطلوبیتهای گروههای مختلف سرمایه گذاران و سرمایه پذیران را ارضا کند .

از طرفی اوضاع نابسامان اقتصادی کشورمان مسیر قهقرای خود را آغاز کرده و بر ماست که آن را از این وضعیت رها سازیم . اوضاع اقتصاد ایران مقال مجالس گشته بطوری که هر کسی بدون آنکه بداند ، راه حلی برای این کلاف کور ارائه می دهد و محققین این حوزه غالباً به فراموشی رفته اند و آنانکه می توانند نمی دانند و آنانکه می دانند نمی توانند . بنا براین حداقل کاری که از یک تحصیل کرده در این رشته بر می آید دادن راه حلی شدنی برای این وضعیت است تا که اگر روزگاری از آنانکه می توانند گذارشان به این نوشته ها افتاد ، شاید آنگاه بدانند . در این نوشته سعی بر آن است تا یکی از روشهای تأمین مالی که در کشور های مجرب بسیار موفق بوده ، با شرایط اقتصادی اجتماعی ایران سازگار شده و به عنوان یک روش اجرایی در جذب وجه نقد و انتقال آن به صحنه تولید معرفی شود .

اوراق با بهره صفر که در بخش ۳ از فصل ۲ و به تفصیل در مورد آن بحث شده است ، یکی از انواع اوراق قرضه است که در کشور های اروپایی و امریکایی به عنوان یک ابزار موفق ، سابقه خوبی دارد و

حتی برخی آن را به عنوان بدیع ترین نوع آوری در دهه اخیر می شناسند . اما بنا به عل مختلفی از جمله تفاوت اقتصاد ایران و اقتصاد اروپا و وجود تورم و انتظارات قیمتی و مصرفی متفاوت و نیز مبانی شرعی، با ایجاد خصوصیات دیگری می توان آن را برای این محدودیتها آماده کرد . در این پایان نامه این کار انجام شده و مفصل آن را در فصل ۳ مشاهده خواهید کرد .

با خصیصه های مثبتی که این اوراق دارا می باشند ، طیف وسیعی از سرمایه گذاران را به خود جذب میکند و به عنوان ابزاری نزد صاحبان صنعت آنان را از کمبود وجه نقد رها می سازد . در فصل ۴ که به مطالعات میدانی اختصاص داده شده است ، با ارائه نتایج حاصل از جمع آوری اطلاعات ، میزان مطلوبیت این اوراق برای دو گروه سرمایه گذار و سرمایه پذیر آزمون می شود . با توجه به شرایط اجتماعی ایران ، بخشی از پایان نامه به بررسی مبانی فقهی طراحی اوراق و خصوصاً اوراق مشارکت مرکب که حاصل این تحقیق است ، اختصاص داده شده و با این کار امید میرود موانع قانونی انتشار این اوراق نیز برداشته شود . در آخرین فصل پایان نامه نیز پیشنهاداتی برای ادامه دهندگان این مسیر ارائه شده تا شاید راه گشا باشد .

۱-۱) انگیزه تحقیق و انتخاب موضوع :

همانطور که در مقدمه اشاره شد ، یکی از معضلات اقتصاد ایران نبود تحقیق کافی و نوآوری در امور مالی است و همین عامل باعث شده که بسیاری بنگاههای اقتصادی دچار مشکلاتی شوند که یافتن راه حل آن بسی دشوار است . بسیاری از شرکتهای ایرانی حتی آن دسته که به ظاهر وضعیت نقدینگی مناسبی دارند، دارای مشکل بحران نقدینگی هستند و همین عامل باعث شده بسیاری طرحهای سرمایه گذاری که خصوصاً در دوره برنامه اول توسعه آغاز شده ، ناتمام بماند و صد البته نا تمام ماندن آن طرح ها ، هزینه فرصت گزافی را به جامعه تحمیل می کند که تورم رکودی اولین زائیده آن است . برخی از این شرکتهای به علت مشکل نقدینگی و عدم برنامه ریزی متناسب آن ، هزینه های مالی مضاعفی می پردازند و آن مشکل را مشکل تر می کنند .

در مقابل افراد و خانواده ها با پس انداز اندک خود توان سرمایه گذاری و انجام معاملات بازرگانی ندارند و همین باعث می شود میل نهایی مصرف افزایش یافته و مجموع پس انداز جامعه ، عدد کوچکی را به خود اختصاص دهد . از طرفی سایر موسسات سرمایه گذاری شانس انتخاب زیادی ندارند که خود کارایی بازار سرمایه را کاهش می دهد .

بنا براین پیش بینی می شود با افزایش ابزارهای تأمین مالی دو قشر سرمایه گذار که توده ملت و نهادهای مالی سرمایه گذار (که در مطالعه میدانی ما فقط سرمایه گذاران انفرادی آزمون شده اند) و نیز قشر سرمایه پذیر یعنی صنعت را از حالت سر در گمی نجات دهد . در حقیقت با افزایش این ابزارها ، سرمایه گذاران بیشتری جذب بازار سرمایه می شوند و میزان پس انداز نیز افزایش می یابد .

همانطور که در فصل ادبیات موضوع خواهید یافت ، کشور های مدرن تدابیر مختلفی برای این امر اندیشیده اند و راه حلهای مختلفی پیشنهاد کرده و سپس به مرحله اجرا گذارده اند . قطعاً تجربه آنها در این موضوع جای تحقیق و تفحص دارد . به همین منظور اوراق با بهره صفرمورد تحلیل قرار گرفته و با توجه به

مزایای برشمرده شده برای آن و نیاز جامعه، به نظر می‌رسد استفاده از آن در جامعه ایران نیز همان مزایا را داشته باشد که با توجه به شرایط ایران به مزایای آن اضافه می‌گردد. اما به هر علت تعدیلات روی این اوراق می‌تواند اوراق جدیدی به وجود آورد که مطلوبیت بیشتری برای جامعه ایجاد کند. بنابراین انگیزه اصلی این تحقیق بررسی ابزارهای مالی، تعریف مکانیزم طراحی ابزار مالی و در پایان طراحی یک نوع ابزار مالی است که نتیجه آن نیز رفع نیاز بازار سرمایه می‌باشد. بازار سرمایه با ابزارهای موجود می‌تواند نقدینگی را جذب تولید کند و بنا براین هر چه بازار از نظر ابزار غنیتر باشد میزان نقدینگی بیشتری را جذب کرده و به صنعت منتقل می‌کند و لذا جامعه اقتصادی کارائی بیشتری نیز پیدا خواهد کرد (البته فرض براین است که قواعد سرمایه‌گذاری به خوبی رعایت می‌شود و تنها مشکل تأمین مالی در بین باشد، اگر نه همان بهتر که نقدینگی نزد صاحبانش باشد).

یکی دیگر از مزایای جذب منابع مالی، رفع نیاز سرمایه‌گذاری خارجی است. بسیاری سرمایه‌های چه انسانی و چه مالی کشور، به علل مشکلات اقتصادی داخل و عدم انتخاب مناسب سرمایه‌گذاری، جذب طرح‌های آنسوی مرزها می‌شود که آمار و اعداد گواه این ادعا است. هنوز نیز هر روزه مقادیر زیادی از این نقدینگی از کشور خارج می‌شود و بعد از آن برخی برای رفع مشکل عدم نقدینگی برای سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاری خارجی را پیشنهاد می‌دهند. حال آنکه اگر سرمایه داخلی را بتوان جذب کرد حتی هزینه‌های مادی و معنوی کمتری خواهد داشت. بنا براین ادعا براین است که در صورت بهبود بخشیدن ساختار بازار سرمایه داخلی، سرمایه‌گذاری افزایش یافته و در کنار آن میل نهایی پس انداز افراد نیز افزایش می‌یابد بطوریکه تمام طرح‌ها تغذیه می‌شوند و جای خالی برای سرمایه‌گذاری خارجی نخواهد ماند و حتی اگر چنین بود، آن موقع با خیال راحت از اینکه دیگر منابع داخلی تکافو نمی‌کند و آن چنان موقعیتهای سرمایه‌گذاری افزایش یافته که به سرمایه‌گذار خارجی نیاز پیدا شده، آن هنگام صد البته از پیشنهاد سرمایه‌گذاری خارجی با آغوشی باز، استقبال خواهد شد.

انگیزه دیگر بر این فرض مبتنی است که اگر ابزارهای متعددی در بازار سرمایه وجود داشته باشند، افراد با انتخابهای بیشتر سرمایه‌گذاری مواجه خواهند شد و لذا گروهی که در صورت عدم وجود یک ابزار خاص، سرمایه‌گذاری نمی‌کردند، امروز سرمایه‌گذاری می‌کنند. به عبارتی هرچه ابزارهای بیشتری در بازار سرمایه موجود باشد، سرمایه‌گذار بیشتری نیز در این بازار حضور پیدا می‌کنند. در کشور ما نیز چند سالی از انتشار اوراق مشارکت گذشته و در عین حال به همان یک نوع هم خلاصه می‌شود. در این تحقیق یکی دیگر از انواع اوراق به نام اوراق مشارکت مرکب طراحی می‌شود و بدین صورت می‌توان به بازار سرمایه کشور غنا بخشید. در پایان و مهمترین انگیزه انتخاب اینکه ورقه‌ای طراحی شود که از نظر اصول شرعی و اسلامی نیز با مشکل مواجه نباشد.

۱-۲) هدف تحقیق

هدف اصلی تحقیق پیش رو طراحی اوراق مشارکت مرکب که مبتنی بر نظام مالی اسلامی است که می‌تواند به عنوان راه کاری مناسب در این حوزه به کار گرفته شود. با توجه به انگیزه‌های برشمرده شده

برای تحقیق، هدف از انجام این تحقیق بررسی برخی ابزارها و ابزارهای مشتقه در نظام سرمایه داری نیز می باشد. در این بخش مهندسی مالی نیز مورد تحلیل قرار گرفته که هدف معرفی حوزه جدید در علم مالی می باشد. چرا که موضوع این علم، طراحی ابزارهای مناسب با شرایط صنعت خاص می باشد که به این موضوع در بخش ۱ ادبیات موضوع پرداخته شده است.

در قسمت بعد، میزان مطلوبیت استفاده از این اوراق، از سرمایه گذار و سرمایه پذیر پرسش خواهد شد که با استفاده از تکنیکهای آماری آزمون خواهد شد.

بررسی اجمالی مبانی فقهی انتشار اوراق مشارکت مرکب نیز از اهداف دیگر تحقیق پیش رو است. موضوعات فقهی در این مورد بیان می شود و می تواند در سایر تحقیقات نیز به کار برده شود.

۱-۳) سؤالات تحقیق

این تحقیق سعی دارد پاسخ مناسبی برای سؤالات زیر بیابد:

- ✓ آیا اوراق قرضه با بهره صفر رami توان با شرایط اقتصادی ایران تطبیق داد.
- ✓ آیا طراحی اوراق مشارکت مرکب می تواند برای اقتصاد ایران راه گشا باشد.
- ✓ آیا طراحی اوراق مشارکت مرکب از دیدگاه تئوری مالی پسندیده است.
- ✓ آیا در صورت معرفی این اوراق به عنوان نوعی اوراق قرضه در ایران، سرمایه پذیران از آن استفاده خواهند کرد.
- ✓ آیا در صورت انتشار این نوع اوراق، سرمایه گذاران از آن استفاده خواهند کرد.
- ✓ آیا انتشار اوراق مشارکت مرکب منع شرعی ندارد.

۱-۴) استفاده کنندگان تحقیق

از آنجایی که هدف این تحقیق طراحی ابزار تأمین مالی است بنا براین گروه عمده ای از سرمایه گذاران بالقوه و متقاضیان سرمایه، شرکتها و نهادهای مالی را می تواند پوشش دهد. البته سرمایه گذاران که گروه کثیری از پس انداز کنندگان و شرکتهای سرمایه گذاری و بیمه و می باشند نیز میتوانند از این تحقیق بهره مند شود. به هر حال مجموعه نهادها که در پی تأمین مالی می باشند و بطور کلی شرکتهای تولیدی - صنعتی، شهر داری ها، بانک مرکزی، وزارت خانه ها و شرکتهای تابعه، شرکتهای سرمایه گذاری، شرکتهای بیمه و دانشجویان و محققین رشته های مالی و مراکز تحقیقاتی که در حوزه مالی و اقتصاد فعالیت می کنند، استفاده کنندگان از این تحقیق خواهند بود

۱-۵) قلمرو و محدودیت‌های تحقیق :

قلمرو مکانی این تحقیق، ایران می باشد که البته با دید تئوریک این تحقیق، سایر کشور ها نیز از این موضوع می توانند استفاده کرده و با تعدیلات مختصری آنرا به عنوان یک ابزار مالی جدید به صحنه بازار مالی معرفی کرد .

با توجه به خصوصیاتی که از اوراق مشارکت مرکب خواهیم گفت، مشخص خواهد شد که در شرایط تورمی و عدم ثبات اقتصادی نیز می توان از این اوراق به عنوان راهکاری مناسب استفاده کرد. محدودیتی که بطور کلی میتوان برای این پایان نامه قائل شد این است که با توجه به ماهیت حوزه مالی شرکتهای صنعتی و تولیدی که دارای دوره بازگشت سرمایه و یا دوره قبل از بهره برداری تا سه سال هستند، می توانند از این تحقیق استفاده کنند که البته بسته به مورد، قابل تجدید نظر و تعمیم می باشد. در بخش مطالعات آماری جمع آوری اطلاعات با مشکلات جدی همراه بود چرا که پرسشنامه های طراحی شده که به شرکتهای و سازمانهای دولتی و خصوصی و نیز اساتید دانشگاه ارسال شده بود به طور کامل جواب داده نمی شد و گاهگاه درک مناسبی از موارد خواسته شده وجود نداشت. به همین علت گاهی جمع آوری اطلاعات از طریق پرسشنامه بسیار وقت گیر بوده که نیاز به پیگیریهای مکرر داشت.

۱-۶) روش تحقیق

در این تحقیق از روش تحقیق کتابخانه ای و نیز تحقیق میدانی استفاده شده است . در طول تحقیق نیز سعی براین می باشد که مسائل مقدماتی برای ورود به بحث مطرح شوند و به همین علت فصل ادبیات موضوع شامل ۴ فصل می باشد که در آن مهندسی مالی، ابزارهای مشتقه و کاربرد آن برای کاهش ریسک، مبانی اوراق قرضه ، اوراق مشارکت (به عنوان تجربه ای در راه طراحی یک ابزار مالی در ایران) و اوراق با بهره صفر مطرح شده اند. سپس در فصل ۳ که بیان موضوع اصلی تحقیق است در بستری آماده شده بحث طراحی این اوراق مطرح شده است. در حقیقت فصل ادبیات موضوع بستر مناسبی برای فصل ۳ ایجاد میکند و در آن تمام لوازمی که برای طراحی اوراق نیاز است مورد بحث قرار می گیرند. در فصل ۴ نیز با استفاده از دو مجموعه پرسشنامه که برای گروه سرمایه گذاران و سرمایه پذیران ارسال شد ، پاسخها مورد آزمون قرار گرفته اند و فرضیه ها به بوته آزمایش گذاشته شده است. منابع تحقیق به جز چند مورد به زبان انگلیسی می باشند که دسترسی به آنها نیز با محدودیت روبرو است. لذا در این تحقیق بلحاظ نو بودن موضوع، ازسایتهای معتبر اینترنتی استفاده شده است که در فصل ششم نام منابع آمده و در مورد سایتهای استفاده شده توضیح مختصری نیز عنوان شده است.

۱-۷) واژه های کلیدی

در زیر از واژه های کلیدی استفاده شده در طول تحقیق، تعریف مختصری بیان شده است .

اوراق مشارکت: یکی از انواع اوراق قرضه که دارای پرداخت سود علی الحساب تضمین شده است و بقیه سود به میزان سود آوری طرح بستگی دارد. به عبارتی بعد از پرداخت حداقل سود، مابه التفاوت محاسبه شده و به دارنده اوراق پرداخت می شود.

ابزار مالی: کلیه اسناد مالی، اوراق بهادار و روشهایی که در تأمین مالی بکار میروند. مهندسی مالی: مهندسی مالی عبارتست از طراحی، توسعه و بکارگیری ابزارها و فرایندهای مالی جدید و قانونمند کردن راه حلهایی برای رفع مشکلات مالی شرکتها و خصوصاً مشکلات نقدینگی و مسائل مربوط به تأمین مالی. به عبارتی دیگر استفاده از تکنیکهای خاص برای طراحی روشهای تأمین مالی به طوری که برای دو قشر سرمایه گذار و سرمایه پذیر مطلوبیت بیشتری نسبت به روشهای قبلی داشته باشد.

دیرش: یکی از شاخصهای مالی است که می توان آن را به عنوان دوره انتظار نیز شناخت و عبارت است از زمان بازگشت اصل سرمایه با توجه به میانگین وزنی سنوات که وزن در این میانگین ارزش فعلی هر پرداخت آتی است^۱.

اوراق مشارکت مرکب: ابزارهایی که در این تحقیق معرفی می شود و یکی از انواع مشارکت است با این تفاوت که چند سال اول سود علی الحساب پرداخت نمی کند و از سال رسیدن دیرش سود علی الحساب پرداخت می کند، سود علی الحساب دوره قبل از دیرش به صورت معوق در تاریخ سررسید به دارنده اوراق پرداخت می شود.

اوراق مشارکت با سود قابل پرداخت: یکی از انواع اوراق مشارکت مرکب که هر دوره درصدی از سود متعلقه به آن دوره که به صورت علی الحساب تضمین شده است، به دارنده اوراق پرداخت می شود. اوراق مشارکت مرکب بدون پرداخت سود: دیگر نوع اوراق مشارکت مرکب که در آن هیچ پرداختی انجام نمی گیرد و تمامی سود متعلقه به هر دوره در تاریخ سررسید به دارنده اوراق پرداخت می شود. در این اوراق سود محاسبه شده و متعلق هر دوره سرمایه گذاری می شود تا در سررسید به صورت مجموع به دارنده اوراق پرداخت شود.

اوراق بدهی مرکب: اوراقی که به قیمت اسمی توسط یک شرکت کارگزاری به فروش می رسند. منتشر کننده به وکالت از طرف سرمایه گذاران، دارائیهای ثابت خریداری کرده و بر اساس قرارداد وثیقه در اختیار یک شرکت تولیدی قرار می دهد و آنگاه از محل دریافت درآمدها بر اساس فروش اقساطی یا اجاره به شرط تملیک درآمدهای ثابت خود را به دارندگان اوراق مشارکت مرکب منتقل می کند. نظام مالی اسلامی: نظام اقتصادی که در آن ربا جریان ندارد و دارای اصول چندی است من جمله سهیم شدن در ریسک^۱.

^۱ این مفهوم در دومین بخش از فصل ۲ کاملاً توضیح داده شده است.

این تحقیق از ۶ فصل تشکیل شده است. فصل اول شامل کلیات و مباحث مقدماتی می باشد. فصل دوم، پیشینه و مبانی تحقیق ارائه شده که شامل ۴ بخش است. در ابتدا مفاهیم مهندسی مالی و ابزارهای مشتقه مورد بررسی قرار می گیرند. در قسمت بعد مبانی اوراق قرضه که شامل مفاهیم ریاضیات مالی می باشد مطرح گشته اند. این بخش با بیان مفاهیم اولیه که سعی شده جامعیت و اختصار در آن لحاظ شود به عنوان مقدمه ای بر قیمت گذاری اوراق مشارکت مرکب می باشد. در این فصل اوراق مشارکت و سپس اوراق با بهره صفر مورد تبدیل و تحلیل قرار گرفته اند. در این پایان نامه دو نوع ابزار تأمین مالی با نامهای اوراق مشارکت مرکب و اوراق بدهی مرکب که ترکیبی از اوراق مشارکت و اوراق قرضه و اوراق با بهره صفر است معرفی می شوند و به همین علت این دو بخش نیز به عنوان ادبیات موضوعی انتخاب شده اند. فصل ۳ نیز شامل مطالعات مالی و اقتصادی اوراق مشارکت مرکب که در آن اصول قیمت گذاری و سایر مطالب در این خصوص بیان شده اند در این قسمت همچنین فرضیاتی که برای طراحی این اوراق مد نظر بود ذکر شده اند مبنی بر اینکه قیمت اقتصادی اوراق در طول دوره به عنوان معیاری برای تصمیم گیری دارنده اوراق خواهد بود. بدیهی است با مقایسه قیمت بازار و قیمت اقتصادی اوراق (که عبارتست از ارزش فعلی درآمدهای آتی)، دارنده اوراق می تواند تصمیم مناسبی داشته باشد. بنابراین در این بخش فرضیه ۱ مورد آزمون تئوریک قرار گرفته است.

در فصل ۴ مختصراً در مورد اصول نظام مالی اسلامی صحبت به میان آمده و سپس با تمرکز بر فقه شیعه، مبانی فقهی طراحی و انتشار اوراق مشارکت مورد بحث قرار گرفته اند. البته از آنجائیکه مقالات و پایان نامه های زیادی در این مورد نگاشته شده، لذا سعی بر اختصار در این بخش مشهود است. با بیان انواع عقود اسلامی مرتبط با موضوع مطالبی درباره حرمت ربا و حلیت تنزیل عنوان می شود و در این بخش فرضیه ۲ مورد تجزیه و تحلیل و آزمون و اثبات قرار می گیرد. بنابراین در این بخش تعاریف و مبانی فقهی پایان نامه مطرح گردیده است.

در فصل ۵ این مسئله مورد آزمون قرار می گیرد که در صورتیکه این اوراق منتشر شود، آیا از نظر بازار مطلوبیت دارد یا خیر.

در فصل پایانی (فصل ۶) نتایج تحقیق و موضوعات پیشنهادی برای ادامه دهندگان راه مطرح شده است.

در طول تحقیق تنها محدودیت، محدودیت منابع فارسی بوده است که البته با توجه به اینکه این بحث جزء مباحث جدید حوزه مالی می باشد، وجود چنین محدودیتی بدیهی می باشد. البته منابع انگلیسی نیز در این مورد کمیاب می باشند و به همین علت به شبکه جهانی اینترنت مراجعه شده است که هر چند در

روش تحقیق متداول ، منابع اینترنتی چندان قابلیت اتکا ندارد در عین حال بسیاری مطالب از این طریق بدست آمده که در غیر اینصورت جای مباحث چندی در این تحقیق خالی می بود^۱.

^۱ به عنوان مثال اوراق *OID* که نزدیک ترین اوراق منتشر شده به اوراق مشارکت مرکب و اوراق مشارکت مرکب است در هیچ کتاب و مقاله ای یافت نشده مگر در یکی از سایتهایی که در جای خود آدرس آن ذکر شده است .