بسمه تعالی

مؤسسه تحقیقات پولی و بانکی
چهارمین کنفرانس سیاستهای پولی و ارزی
اردیبهشت ماه ۱۳۷۳

طراحی اوراق بهادار منطبق با نظام مالی بدون ربا

آقای دکتر علی جهان خانی
سرپرست دانشکده علوم اداری دانشگاه شهید بهشتی

با تصویب قانون بانکداری بدون ربا، آن دسته از اوراق بهادار که دارای نرخ بهره ثابت و از پیش تعیین شده بودند، از لیست اوراق بهادار مجاز حذف شده و فقط سهام عادی به خاطر اینکه مغایرتی با نظام مالی بدون ربا نداشتند مورد توجه قرار گرفتند. در نتیجه شرکت هائی که نیاز مالی فراتری از منابع مالی داخلی اشان داشتند مجبور به استفاده از تسهیلات سیستم بانکی در چارچوب عقود اسلامی شدند. راه دیگری که این گونه شرکتها در مقابل داشتند، انتشار و فروش سهام جدید بود.

تحوّلات اقتصادی ایران در ۵ سال اخیر بخصوص افزایش نرخ ارز باعث گردید که نیاز به سرمایه ثابت و سرمایه در گردش شرکتها شدیداً افزایش یابد. افزایش چشمگیر و ناگهانی نرخ ارز از یک طرف و سیاست پولی انقباضی دولت از طرف دیگر شرکتها را در تنگنای نقدینگی قرار

داد. برای حلّ مشکل نقدینگی بسیاری از شرکتها به فکر انتشار و فروش اوراق بهادار در بازار سرمایه افتادند. متأسفانه به علّت اینکه در ایران مؤسسات تأمین سرمایه و بانکهای سرمایه‌گذاری وجود ندارند، این شرکتها نتوانستند نیاز مالی خود را از این طریق برطرف سازند. از طرف دیگر به علّت بالا بودن ریسک سرمایه‌گذاری در سهام عادی، مردم نیز استقبال چندانی از خرید سهام عادی شرکتها نکردند. همین امر موجب گردید که بعضی از شرکتها چندین بار مهلت پذیره نویسی و فروش سهام خودرا تمدید نمایند و برای کاهش ریسک سرمایه‌گذاران اقدام به تضمین اصل سرمایه همراه با پرداخت سردی معادل سود سپرده کوتاه مدّت بانکی نمایند. (به عنوان مثال می‌توان از اقدامات شرکت سرمایه‌گذاری پتروشیمی ایران و شرکت سرمایه‌گذاری بانک ملّت نام برد).

عدم تنوّع اوراق بهادار همچنین باعث گردید که بازار سرمایه ایران همچنان کوچک و توسعه نیافته باقی بماند. تجربه کشورهای دیگر نشان می‌دهد که برای گسترش فرهنگ و عادت سرمایه گذاری در اوراق بهادار بایستی ابتدا از اوراق بهادار کم ریسک شروع کرد. در کشورهای در حال توسعه که مردم و سازمانهای اقتصادی آشنائی چندانی با فنون تجزیه و تحلیل ریسک و بازده اوراق بهادار ندارند، باید ابتدا اوراق بهاداری که تجزیه و تحلیل آنها ساده تر و میزان ریسک آنها کمتر است منتشر شود. به تدریج که بازار سرمایه توسعه می‌یابد و مردم به سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار عادت می‌کنند و سطح تخصّص اقتصادی و مالی آنها بالا می‌رود باید اقدام به انتشار سهام عادی و سایر اوراق بهادار با ریسک نمود.

در ایران این سیر تحوّل بطور طبیعی طی نشده است. به همین دلیل اکثر مردم با سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار آشنا نیستند و شرکتها نیز در رابطه با تأمین سرمایه با مشکل مواجه هستند. هدف این مقاله بررسی و پیشنهاد اوراق بهاداری است که مغایرتی با نظام مالی بدون ربا نداشته و در عین حال می‌توانند نیاز مالی شرکتها و نیاز سرمایه‌گذاری مردم را مرتفع نمایند. برای طراحی اوراق بهادار باید به دو نوع عوامل توجّه نمود:

۱ - عوامل مربوط به محیط بیرونی که مدیران کنترلی بر آنها ندارند، ولی این عوامل بر

فعالیّت شرکت تأثیر بسزا می‌گذارند.

۲ - عوامل داخلی که شرکت تا حدودی بر آنها کنترل دارد.

عوامل بیرونی شامل نوسانات شدید قیمت اوراق بهادار، تغییر مقرّرات مالیّاتی، پیشرفتهای تکنولوژی، تغییر مقرّرات حاکم بر شرکتها و افزایش رقابت در بازار می‌باشد. عوامل داخلی شامل نیاز نقدینگی شرکت، دیدگاههای متفاوت مدیران و سهامداران نسبت به ریسک و هزینه‌های نظارت بر عملکرد مدیران می‌باشد.

در ایران با توجّه به وضع مقرّرات جدید می‌توان اوراق بهاداری را طرّاحی کرد که مغایرتی با نظام مالی بدون ربا نداشته باشند. در این مقاله فرض می‌شود که نظام مالی بدون ربا نظامی است که نرخ بازده سرمایه ثابت و از پیش تعیین شده نباشد. به عبارت دیگر در این نظام نرخ بازدهی که سرمایه‌گذار بدست می‌آورد مشمول ریسک است و نرخ بازده واقعی می‌تواند متفاوت از نرخ مورد انتظار باشد. همچنین در این مقاله فرض می‌شود که در نظام مالی بدون ربا سرمایه‌گذار بازده خود را در قالب عقود تجاری بدست می‌آورد (به شکل معاملات خرید و فروش) و در این صورت حتّی اگر بازده سرمایه‌گذاری از پیش تعیین شده‌باشد آن سرمایه‌گذاری منطبق‌بانظام مالی بدون ربا تلقّی می‌شود (مثل عقد فروش اقساطی مواد اوّلیّه که توسط بانکها بکار گرفته می‌شود و در آن بانک نرخ بازده ثابتی را روی تسهیلات اعطائی بدست آورد).

اوراق بهادار پیشنهادی به شرح زیر می‌باشد:

۱ - اوراق قرض الحسنه بدون بازده واقعی

۲ - اوراق قرضه قابل تبدیل به کالا

۳ - اوراق قرضه قابل تبدیل به سهام عادی

۴ - اوراق مشارکت در سود سهام و اوراق مشارکت در اضافه ارزش سرمایه

۵ - سهام ممتاز با حقّ مشارکت در سود اضافی

۶ - اختیار خرید سهام

۷- گواهی ودیعه طلا

۸- اوراق پیش پرداخت مالیّات

۹- توافق باز خرید

۱ - اوراق قرض الحسنه بدون بازده واقعی

دارندگان این اوراق توقع بدست آوردن هیچ نوع بازدهی از سرمایه‌گذاری شان ندارند و به مفهوم واقعی قصد دارند قرض الحسنه بدهند. البتّه سرمایه‌گذار علاقمند است که در زمان برگشت سرمایه بتواند با آن همان مقدار کالاهائی را که در زمان سرمایه‌گذاری می‌توانست بخرد، خریداری نماید.

لازمه حفظ قدرت خرید سرمایه‌گذار این است که سازمانهای منتشر کننده این اوراق متعهد باشند هر ساله کاهش قدرت خرید سرمایه وی را جبران کنند. جبران این کاهش به دو طریق امکان پذیر است:

الف- افزودن به مبلغ اسمی اوراق متناسب با نرخ تورم در طیّ دوره. مثلاً اگر سر رسید قرض‌الحسنه به مدّت ۲ سال باشد و در طول سال اوّل نرخ تورم ۲۰٪ و در طول سال دوّم نرخ تورم ۲۵٪ باشد، سازمان دریافت کننده باید در پایان سال دوم مبلغی برابر با:

$$۱(۱+۰/۲۰)(۱+۰/۲۵)=۱/۵۰$$

۱/۵ ریال به ازاء هر ریال قرض الحسنه به قرض دهنده پس دهد. ۰/۵۰ ریال اضافی فقط برای جبران کاهش قدرت خرید پول است. لذا مشاهد می‌گردد که در این روش سرمایه‌گذار بازده ظاهری به میزان ۵۰٪ بدست آورده است، در حالی که نرخ بازده

واقعی وی صفر می‌باشد. که اگر در طول ۲ سال نرخ تورم صفر باشد شرکت دقیقاً اصل سرمایه را عودت خواهد داد.

ب - در روش دوّم شرکت هر ساله مبلغی برابر با حاصل ضرب مبلغ قرض الحسنه در نرخ تورم به قرض دهنده پرداخت می‌کند و در پایان دوره نیز اصل وام را پس دهد. در این روش نیز نرخ بازده واقعی قرض دهنده صفر است و مبلغ دریافتی فقط جبران کسری قدرت خرید سرمایه وی را می‌کند.

این روش بهتراست توسط شرکتهائی به‌کار رود که می‌دانند سود آنها حداقل معادل نرخ تورم در آینده افزایش می‌یابد. در چنین صورتی شرکت واقعاً از منابع مالی بدون هزینه استفاده نموده است. چنانچه شرکت در طول دوره نرخ بازده واقعی مثبت بدست آورد صاحبان سهام شرکت از این استقراض منتفع خواهند شد.

اینکه تا چه حد این اوراق مورد استقبال سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرد بستگی دارد به اینکه آیا مردم در حال حاضر قادرند از کاهش قدرت خرید پول خود از طریق سپردن پول در بانک، خرید کالاهای با دوام و یا سرمایه‌گذاری در سهام و سایر زمنیه ها جلوگیری کنند. با توجّه به اینکه نرخ سودی که بانکها به سپرده‌گذاران در سالهای ۷۱ و ۷۲ پرداخته‌اند کمتر از نرخ تورم بوده است، انتظار می‌رود که تعدادی از این سپرده‌گذاران از این نوع اوراق بهادار بخصوص اگر توسط شرکتها و سازمانهای معتبر منتشر شود استقبال نمایند.

۲- اوراق قرضه قابل تبدیل به‌کالا

ویژگی مهم این نوع اوراق قرضه این است که دارندهٔ آن حق دارد تا زمان قبل از سرسید اوراق قرضه خود را تبدیل به مقدار معیّنی از کالا و خدمات تولیدی شرکت و یا مؤسسه نماید. معمولاً ضریب تبدیل کالا به‌گونه‌ای انتخاب می‌شود که خریدار اوراق قرضه نه تنها قدرت خرید

سرمایه خود را حفظ کند بلکه متناسب با سودی که شرکت بدست می‌آورد مبلغی نیز به عنوان سود بدست آورد، مثلاً اگر ارزش اسمی قرضه ۱،۰۰۰،۰۰۰ ریال باشد و در زمان انتشار قرضه قیمت هر واحد کالای تولیدی شرکت ۱۰۰،۰۰۰ ریال باشد در قرارداد قرضه قید می‌شود که این قرضه بر حسب تقاضای دارنده آن قابل تبدیل به ۱۰ واحد کالای شرکت می‌باشد و در ضمن شرکت به خریداران قرضه بازدهی برابر با (bدرصد) نرخ بازدهی که صاحبان سهام در طول دوره دریافت می‌کنند پرداخت می‌کند. بنابراین در پایان سال ارزش قرضه برابر خواهد شد با:

$$\text{ارزش} = ۱۰\ (P) + ۱،۰۰۰،۰۰۰\ (b)(r)$$

که P برابر است با قیمت کالا در سررسید قرضه و r برابر است با نرخ بازدهی که سهامداران شرکت از محلّ دریافت سود سهام بدست آورده‌اند. b برابر است با ضریبی بین صفر و یک که نشان می‌دهد بازده دارندهٔ قرضه چه نسبتی از نرخ بازده ناشی از دریافت سود توسط سهامداران است.

$$r = \frac{DPS}{P_0}$$

که DPS برابر است با سود نقدی هر سهم و P_0 برابر است با قیمت هر سهم در زمان انتشار قرضه. حسن این نوع قرضه از دیدگاه شرکت منتشرکننده این است که چون نرخ بازدهی که به این نوع قرضه می‌پردازد کمتر از بازدهی است که به سهامداران شرکت می‌پردازد، هزینه آن ارزانتر از سهام عادی می‌باشد. دوّم اینکه این نوع تأمین مالی هیچگونه تعهد ثابتی برای شرکت بوجود نمی‌آورد و میزان پولی را که شرکت متعهد به پرداخت آن است بستگی دارد به قیمت کالای تولیدی‌اش و نرخ یا سودی که به سهامداران خود می‌پردازد.

اگر قیمت کالای تولیدی در طی دوره افزایش یابد و یا اینکه شرکت سود کافی بدست آورد، در این صورت قادر است تعهدات ناشی از قرضه را نیز به راحتی بپردازد. اگر به دلایلی قیمت

کالای تولیدی‌اش تغییری نکند و یا اینکه میزان سودش کاهش یابد مبلغ پرداختی به دارندگان قرضه نیز کاهش خواهد یافت.

حسن این نوع اوراق بهادار از دیدگاه خریداران قرضه این است که تا حدودی می‌تواند ریسک کاهش قدرت خرید پول را کاهش دهد و از طرف دیگر بازدهی متناسب با سود آوری شرکت بدست می‌دهد.

۳- اوراق قرضه قابل تبدیل به سهام عادی

این نوع اوراق قرضه دارای سررسید خاصی (مثلاً ۱۰ سال) است و شرکت منتشرکننده متعهد است در تاریخ سررسید ارزشی اسمی قرضه را به دارنده آن بازپرداخت نمایند. به این نوع اوراق قرضه درصد سودی طبق فرمول از پیش تعیین شده (مثلاً نرخ سود بانکی) پرداخت می‌شود.

ویژگی مهم این نوع اوراق قرضه این است که دارندهٔ آن حق دارد تا زمان قبل از سررسید آن را تبدیل به حداکثر m سهم عدی شرکت نماید. ضریب m از تقسیم ارزش اسمی قرضه بر قیمت روز سهام عادی در زمان انتشار اوراق قرضه بدست می‌آید.

$$\left(m < \frac{\text{ارزش اسمی}}{\text{قیمت سهم در } t_0}\right)$$

از دیدگاه خریداران قرضه حُسن این نوع قرضه، داشتن امنیّت و ریسک کم سرمایه گذاری (بازپرداخت ارزشی اسمی توسط شرکت تعهد شده است) و امکان بدست آوردن سود اضافی به خاطر افزایش قیمت سهام عادی در بازار است. به موازات افزایش قیمت سهام عادی در بازار، ارزش این نوع قرضه نیز افزایش می‌یابد و دارنده آن در بهبود وضعیّت شرکت سهیم می‌شود. از دیدگاه شرکت منتشرکننده، حُسن این نوع قرضه پائین بودن درصد سود پرداختی به این نوع اوراق در مقایسه با سود پرداختی به سهام عادی می‌باشد.

۴- اوراق مشارکت در سود سهام و اوراق مشارکت در اضافه ارزش سرمایه

این نوع اوراق توسط صندوقهای امانی سرمایه‌گذاری و صندوقهای همگانی سهام منتشر می‌گردد. این صندوق ها با هدف سرمایه‌گذاری در سهام عادی شرکتهای پذیرفته شده در بورس تشکیل می‌شوند و وجوه مورد نیاز خود را از طریق فروش دو نوع اوراق مشارکت بدست می‌آورند. اوراق نوع (الف) به آن دسته از سرمایه‌گذارانی فروخته می‌شود که نیاز به درآمد جاری دارند و حاضر به خطر انداختن اصل سرمایه خود نیستند. اوراق نوع (ب) به آن دسته از سرمایه‌گذارانی فروخته می‌شود که نیازی به درآمد جاری ندارند و علاقمند هستند که سرمایه‌اشان در طول زمان رشد یابد.

این نوع صندوق برای مدّت معیّنی مثلاً ۵ سال تشکیل می‌شود و وجوه حاصل از فروش اوراق مشارکت نوع الف و ب در مجموعه‌ای از سهام عادی که لیست آن از قبل مشخّص شده و نشان دهندهٔ نام و تعداد سهام عادی تعدادی از شرکتهای پذیرفته شده در بورس هستند سرمایه گذاری می‌شود. مثلاً ممکن است ۱۰۰۰ میلیون ریال در پرتفوئی (*Portfolio*) که شامل ۱۰۰ میلیون ریال سرمایه‌گذاری در سهام عادی ۱۰ شرکت است سرمایه‌گذاری شود. از این مبلغ ۵۰۰ میلیون ریال از طریق فروش اوراق از نوع الف و ۵۰۰ میلیون ریال از طریق فروش اوراق از نوع ب بدست می‌آید.

ترکیب این پرتفوی در طول ۵ سال ثابت خواهد ماند و صندوق حق ندارد که در طول ۵ سال سهامی را فروخته و یا سهام دیگری را بخرد. (مگر در موارد استثنائی که در اساسنامه صندوق مشخّص شده باشد و آن هم با تصویب اکثریّت دارندگان اوراق مشارکت).

در اساسنامه صندوق قید می‌شود که کلیّه سود سهام دریافتی از ۱۰ شرکت در طول هر یک از ۵ سال به دارندگان اوراق مشارکت نوع الف پرداخت می‌شود و دارندگان اوراق نوع ب حق دریافت هیچ‌گونه سود از محلّ سود سهام دریافتی توسط صندوق را ندارند. در پایان سال پنجم

کلیّه سهام موجود در پرتفوی صندوق فروخته می‌شود و از محلّ وجوه بدست آمده ارزش اسمی اوراق مشارکت نوع الف (۵۰۰ میلیون ریال) پرداخت می‌شود و مابقی تماماً به دارندگان اوراق مشارکت نوع ب پرداخت می‌شود، اینکه چه میزان نصیب دارندگان اوراق نوع ب می‌شود بستگی به ترقّی قیمت سهام در طول ۵ سال دارد.

ملاحظه می‌گردد که ریسک دارندگان اوراق نوع ب بیشتر از نوع الف است و امکان اینکه بازدهی بیشتر یا کمتر از دارندگان اوراق نوع الف بدست آورند وجود دارد. معمولاً سهام عادی را طوری انتخاب می‌کنند که شرکت منتشرکننده آنها دارای سیاست تقسیم منظم و با ثباتی باشند و مقدار سود تقسیمی آنها کمتر از سود خالص شان باشد. به عبارت دیگر سهامی در پرتفوی گنجانده می‌شوند که هم سود سهام تقسیم می‌کنند و هم احتمال ترقّی قیمت در آنها وجود دارد.

۵- سهام ممتاز با حقّ مشارکت در سود اضافی

به این نوع سهام علاوه بر سود ثابتی که نشان دهندهٔ حداقل سود تعهد شده شرکت می‌باشد سود اضافی متناسب با میزان سودآوری شرکت تعلّق می‌گیرد. این نوع سهام دارای ارزش اسمی خاص می‌باشند (مثلاً ۱۰،۰۰۰ ریال) و شرکت به دارندگان این نوع سهام اولویّت دریافت سود سهام نسبت به سهام داران عادی را می‌دهد. به عبارت دیگر از محلّ سود خالص شرکت ابتدا بایستی سود سهام داران ممتاز پرداخت شود و سپس هر آنچه باقیمانده باشد قابل تقسیم بین سهامداران عادی می‌باشد. پرداخت سود سهام ممتاز منوط به داشتن سود وتصویب مجمع عمومی عادی شرکت‌است.بنابراین‌اگر شرکتی دریک سال سودی نداشته باشد می‌تواند سود سهام ممتاز را به تعویق بیندازد. و یا اینکه شرکت ممکن است سود داشته‌باشد ولی به‌لحاظ انجام سرمایه گذاری و یا مشکلات نقدینگی نخواهد سودی به سهامداران ممتاز و عادی خود بپردازد. سود سهام ممتاز معمولاً جمع شونده می‌باشد یعنی اینکه سودهای معوق بایستی در سالهای بعد به

سهامداران ممتاز پرداخت شود.

به این نوع سهام ممتاز علاوه بر حداقل سود تعیین شده، سود اضافی (که طبق فرمول خاصّی میزان آن تعیین می‌شود)، پرداخت می‌گردد. مثلاً ممکن است شرکت پس از پرداخت حداقل سود تعیین شده برای سهام ممتاز سود هر سهم عادی را محاسبه کند و اگر چنانچه سود هر سهم عادی بیشتر از حد معیّنی باشد شرکت مبلغی به عنوان سود اضافی به سهام داران ممتاز می‌پردازد.

حسن این نوع سهام ممتاز از دیدگاه شرکت منتشر کننده این است که نرخ هزینه آن کمتر از نرخ هزینه مربوط به سهام عادی است زیرا که سود کمتری به سهام داران ممتاز پرداخت می‌شود. از طرف دیگر سهام داران ممتاز تا زمانی که سود از پیش تعیین شده خود را دریافت می‌کنند حقّ رأی در مجمع عمومی شرکت را ندارند و لذا دخالتی در کنترل و اداره امور شرکت نمی‌کنند.

از دیدگاه خریداران و سرمایه گذاران حسن سهام ممتاز این است که ریسک کمتری دارد و آنها از یک حداقل بازده ثابت همراه با احتمال کسب بازده بیشتر برخوردار هستند.

٦- اختیار خرید سهام عادی از شرکت (*Warrants*)

این نوع اوراق بهادار توسط شرکتهائی صادر می‌گردند که سهام عادی شان در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده است. به این نوع اوراق بهادار هیچ گونه سودی پرداخت نمی‌شود. این اوراق دارای سررسید و یا مهلت اعتبار مشخّصی هستند و دارنده آن اختیار دارد که تا قبل از انقضای مهلت تعدادی معیّن از سهام عادی (مثل ۱۰۰ سهم عادی) شرکت را به قیمت از پیش تعیین شده‌ای مثلاً به قیمت هر سهم ۵۰۰ ریال (این قیمت معمولاً بیشتر از قیمت هر سهم در زمان انتشار این اوراق است) خریداری کند. شرکت از بابت فروش این اوراق مبلغی را دریافت می‌کند که می‌تواند آن را صرف سرمایه گذاری در شرکت نماید. با توجّه به اینکه در آینده احتمال افزایش قیمت سهم وجود دارد، مردم حاضرند بابت این نوع اوراق بهای مناسبی پرداخت کنند، هر چه

مهلت تعیین شده طولانی تر باشد، ارزش این اوراق بیشتر شود.

شرکتهائی می‌توانند این نوع اوراق را منتشر کنند که ابتدا موضوع افزایش احتمالی سرمایه شرکت به تصویب مجمع عمومی عادی شرکت رسیده باشد و سهام داران حقّ تقدّم خرید سهام را از خود سلب کرده باشند، اختیار خرید سهام می‌تواند در کنار سهام عادی در بورس اوراق بهادار مورد معامله قرار گیرد و دارندگان آن می‌توانند قبل از انقضای مهلت آن را به دیگران بفروشند. حسن این روش تأمین مالی برای شرکت این است که اصلاً سودی به دارندگان اختیار خرید نمی‌پردازد و لذا یک نوع ابزار تأمین مالی ظاهراً بدون هزینه است. امّا انتشار این نوع اوراق ممکن است باعث گردد که مالکیّت سهام داران عادی رقیق گردد و سهام داران جدید وارد شرکت شوند. از طرف دیگر افزایش احتمالی تعداد سهام عادی موجب می‌گردد که افزایش قیمت سهام عادی شرکت کندتر گردد.

از دیدگاه خریداران حُسن این اوراق این است که به آنها اختیار می‌دهد در سالهای آتی سهام عادی را به قیمتی که امروز تعیین می‌شود بخرند و آنها قادرند با پرداخت مبلغ مشخّصی در سود حاصل از افزایش قیمت سهام عادی سهیم شوند. به عبارت دیگر این نوع اوراق بهادار به سرمایه گذاران اهرمی می‌دهد که بوسیله آن می‌توانند بازدهی خود را چند برابر بازده سرمایه‌گذاری در سهام عادی نمایند. البتّه اگر قیمت سهام در مهلت تعیین شده ترقّی ننماید، گواهی اختیار خرید سهام بی ارزش می‌گردد و آنها کلّ مبلغ پرداختی بابت خرید اختیار را از دست خواهند داد.

۷-گواهی ودیعه طلا

این نوع اوراق توسط مؤسسات و یا شرکتهائی منتشر می‌گردند که با طلا سر و کار دارند (مثل شرکتهای فعّال در ساخت زیور آلات، طلا فروشها و صرافیهائی که به خرید و فروش سکّه طلا مشغولند). شرکتهای منتشر کننده این نوع گواهی ودیعه اقرار می‌نمایند که به ازاء هر برگه ودیعه

مقدار معیّنی طلا با عیار خاص را دریافت نموده و متعهد می‌گردند که در زمان خاص مثلاً یکسال بعد معادل طلای دریافتی را همراه با درصدی سود که متناسب با میزان سوددهی شرکت است به دارنده آن پرداخت نماید. با توجه به اینکه دارندگان گواهی ودیعه طلا نظارتی بر فعالیّت شرکت یاد شده ندارند، شرکت می‌تواند حداقل نرخ سود تعهد شده را معادل نرخ سود سپرده های کوتاه مدّت بانکی تعیین کند.

حسن این روش این است که سرمایه‌گذاران روی دارائیها و مسکوکات طلای خود که فاقد بازدهی هستند نرخ بازدهی مثبتی بدست می‌آورند. از طرف دیگر چون در زمان سررسید معادل طلای تودیع شده را دریافت می‌کند، لذا از خطر کاهش قدرت خرید پول مصون می‌ماند.

۸- اوراق پیش پرداخت مالیّات

این اوراق توسط دولت منتشر می‌گردد و به صورت کسر از ارزش اسمی به اشخاص حقیقی که مشمول مالیّات هستند فروخته می‌شود. ارزش اسمی این اوراق می‌تواند متفاوت باشد (۱۰،۰۰۰ ریال، ۱۰۰،۰۰۰ ریال و ۱،۰۰۰،۰۰۰ ریال) و سررسید آنها نیز می‌تواند کوتاه مدّت و میان مدّت باشد (کمتر از یکسال و بین ۱ تا ۳ سال). به این نوع اوراق هیچ گونه بهره یا سودی پرداخت نمی‌شود و لذا برای ترغیب مردم به خرید آنها، قیمت فروش آنها بسته به تاریخ سررسید کمتر از ارزش اسمی آنها تعیین می‌شود. این اوراق می‌تواند توسط شرکتها و اشخاصی که دارای مازاد نقدینگی هستند خریداری گردد. قیمت فروش این اوراق طبق فرمول زیر قابل تعیین است:

$$\text{قیمت} = \frac{\text{ارزش اسمی}}{(\text{نرخ سود} + ۱)^n}$$

که نرخ سود به صورت سالانه بیان می‌شود و n نیز مهلت باقیمانده بر حسب سال است.

نرخ سودی که برای این اوراق تعیین می‌شود باید به اندازه‌ای باشد که خریداران را راغب نماید که به جای استفاده از پول خود در امور دیگر (مثلاً سپردن پول در بانک) آن را صرف خرید اوراق پیش پرداخت مالیّات نمایند. مثلاً اگر نرخ سود را سالانه ۲۰٪ و مدّت باقیمانده را ۶ ماه بگیریم ارزش این اوراق برابر خواهد بود با:

$$\text{ارزش} = \frac{۱۰۰۰۰۰}{(۱ + ۰/۲۰)^{\frac{۱}{۲}}} = ۹۱/۲۸۷$$

این اوراق می‌توانند در بورس مورد داد و ستد قرار گیرند. و خریدار اوّلیّه در صورت نیاز به وجه می‌تواند آن را به شخص دیگر بفروشد. بدیهی است که هر چه به تاریخ سررسید نزدیکتر شویم قیمت این اوراق در بازار به ارزش اسمی نزدیکتر می‌شود(در صورت عدم تغییر ناگهانی نرخ سود در بازار).

انتشار این اوراق کمک مهمی به جذب نقدینگی مازاد واحدهای اقتصادی می‌کند و دولت نیز می‌تواند کسر دریافتی خود را که ناشی از عدم تطابق زمانی درآمدها و هزینه ها است جبران نماید. این اوراق همچنین می‌تواند موجبات توسعه بازار پول و سرمایه در ایران را فراهم نماید.

۹- توافق بازخرید

این نوع اوراق بهادار توسط مؤسسات مالی و سرمایه‌گذاری که نیاز به منابع مالی کوتاه مدّت دارند عرضه می‌گردد. اینگونه مؤسسات برای تهیّه وجوه مورد نیاز خود طیّ قرار دادی مقدار مشخّصی از اوراق بهادار مودجود در پرتفوی خود را به قیمت معیّنی (کمتر از ارزش بازار آنها) فروخته و متعهد می‌شوند که همان اوراق بهادار را در زمان مشخّصی در آینده به قیمت بالاتری خریداری نمایند. خریدار این اوراق به لحاظ اینکه قانوناً مالک این اوراق گردیده ریسک کمی

را متحمل می‌شود و مطمئن است که در زمان سررسید اصل و سود مورد نظر را بدست خواهد آورد.

این نوع قراردادها در سایر کشورهای دنیا نیز تحت عنوان *Repurchase Agreement* متداول می‌باشند و توسط مؤسسات کارگزاری و شرکتهای سرمایه گذاری مورد استفاده قرار می‌گیرند. این نوع قراردادها خود می‌توانند به عنوان اوراق بهادار در بازار پول و سرمایه مورد داد و ستد قرار گیرند و دارای نقدینگی خوبی نیز هستند. این نوع اوراق چون ماهیّت تجاری دارند و سرمایه‌گذار سود خود را از طریق معاملات خرید و فروش بدست می‌آورد، فاقد اشکال شرعی هستند.

شرایط لازم برای انتشار اوراق بهادار

اوراق بهادار نوق الذکر به شرطی در بازار سرمایه ایران منتشر و به صورت گسترده مورد استفاده قرار می‌گیرند که ابتدا در بخش مالی کشور آزاد سازی انجام شود. به عبارت دیگر نرخ سود سپرده های بانکی و نرخ بهره تسهیلات اعطائی بانکها بایستی تعدیل گردند و متناسب با شرایط عرضه و تقاضا در بازار سرمایه تعیین گردند. تعدیل و آزاد سازی نرخها بایستی تا آن حدّی صورت گیرد که تفاوتی بین نرخ مبادله پول و سرمایه در بازار رسمی و غیر رسمی وجود نداشته باشد. تحقّق چنین شرایطی به معنای این است که نرخ سود سپرده های بانکی از نرخ تورم رایج در کشور بیشتر گردند و اوراق بهادار منتشره در بازار نیز نرخ بازدهی بیشتر از نرخ تورم داشته باشند.

انتشار اوراق بهادار همچنین منوط به وجود سیستم های کارآمد اطلاع رسانی می‌باشد. چون در مورد اکثر اوراق بهادار فوق الذکر تضمین کننده‌ای وجود ندارد (مثل بانک که اصل سپرده را تضمین می‌کند)، لذا سرمایه گذاران بایستی به کلیّه اطلاعات لازم برای ارزیابی درجه ریسک و

بازده اوراق بهادار دسترسی داشته باشند. وجود مؤسسات مشاوره‌ای و ارائه دهنده خدمات مالی می‌تواند به امر انتشار اوراق بهادار کمک شایانی نماید. با توجّه به اینکه بعضی از مؤسسات دولتی و خصوصی در گذشته تعهدات خود را انجام نداده‌اند، ضروری به نظر می‌رسد که ابتدا آن دسته از اوراق بهاداری که مورد تضمین یکی از بانکهای معتبر است منتشر گردند. این امر بایستی تا زمانی که اعتماد عمومی به مؤسسات دولتی و خصوصی جلب نشده ادامه یابد.

مردم موقعی از خرید اوراق بهادار جدید استقبال می‌کنند که مطمئن باشند یک بازار دست دوّم فعّال برای اوراق بهادار وجود دارد، متأسفانه بازار دست دوّم اوراق بهادار در ایران به بورس اوراق بهادار تهران محدود می‌شود که سابقه خوبی از لحاظ نقدینگی ندارد. بازار خارج از بورس اوراق بهادار نیز هنوز در ایران شکل نگرفته است. از اینرو ضروری است که مؤسسات مالی جدیدی که نقش بازار سازی را ایفا می‌کنند در بازار سرمایه ایران بوجود آیند.

شک نیست که به موازات انتشار اوراق بهادار جدید، مؤسسات متعددی نیز که تخصّصی در زمینه خرید و فروش اوراق بهادار خاص دارند بوجود خواهد آمد.

بالاخره یکی دیگر از شرایط مهم برای انتشار اوراق بهادار وضع مقرّرات برای حفظ منافع خریداران اوراق بهادار می‌باشد. این مقرّرات بایستی ناظر بر شرکتهای واجد شرایط برای انتشار و عرضه عمومی اوراق بهادار، نحوه انتشار این اوراق، کمیّت و کیفیّت اطلاعاتی که بایستی منتشر شوند و وجود یک مؤسسه مالی معتبر که اعتبار و درستی شرکت منتشر کننده را مورد تأیید قرار می‌دهد، می‌باشد.

منابع فارسی و خارجی

۱- علی صادقی تهرانی" عملیّات بانکی بدون ربا از دیدگاه فقهی و یا بانکداری اسلامی" مجموعه سخنرانیها و مقالات سوّمین سمینار بانکداری اسلامی شهریور ۱۳۷۱ (مؤسسه بانکداری ایران - صفحات ۹۹ تا ۱۱۲)

Finnerty, T.D "Financial Engineering in corporate Finance: An Overview "Financial Management, PP. 14-33 Winter 1988

Miller M.H. Financial Innovation: the Last Twenty years and the next, Journal of financial and Quantitative Analysis, PP. 459-47 Dec. 1986