

## اوراق مشارکت کاهنده راهکار عملیاتی در تأمین مالی فرآیند ادغام و تملک

تاریخ دریافت: ۹۵/۰۳/۱۷

موسی احمدی\*

تاریخ پذیرش: ۹۵/۰۹/۰۵

سعید احمدی\*\*

### چکیده

تصمیم‌گیری راجع به ادغام و تملک، از تصمیمات استراتژیک مدیران ارشد شرکت‌ها تلقی می‌شود. ادغام و تملک<sup>۱</sup> در عمل، فرآیندهای بسیار پیشرفته هستند که پیامدهای گسترده مدیریتی، حقوقی، مالی، فرهنگی، اجتماعی و سیاسی را به دنبال دارند و در مواردی سبب تغییرات گسترده در ثروت و کیفیت تخصیص منابع می‌شوند. نتایج حاصل از تحقیقات انجام شده در این حوزه بیانگر آن است که دستیابی به استراتژی نفوذ در بازار، اجرای برنامه‌های نوآورانه، اصلاح ساختار، منطقی‌تر نمودن زنجیره تأمین و ایجاد یک مرکزیت مشترک ارائه خدمات از جمله اهداف ادغام و تملک در صنایع مختلف می‌باشد. در فرآیند ادغام و تملک مشکل اصلی عدم دستیابی به منابع مختلف مالی ارزان و به هنگام می‌باشد. با توجه به گسترش استفاده از روش‌های تأمین مالی ادغام و تملک، لزوم طراحی ابزارهای مالی در زمینه تأمین مالی فرآیند ادغام و تملک مبتنی بر اصول شریعت اسلام بیش از پیش نمایان می‌شود. در این نوشتار که با روش توصیفی تحلیلی صورت می‌پذیرد، ضمن بررسی ابعاد مختلف ادغام و تملک در شرکت‌ها، کوشش شده با توجه به الزامات کشور، به تبیین مدل جهت انتشار اوراقی که علاوه بر همسویی با اقتصاد واقعی منجر به کارآمدی در تأمین مالی فرآیند ادغام و تملک شرکت‌ها می‌شود دست یابیم. از این رو با توجه به تحقیقات و تجربیات صورت گرفته در کشور در حوزه اوراق بهادار، اوراق مشارکت کاهنده<sup>۲</sup> مبتنی بر عقد مشارکت کاهنده به عنوان الگویی نوین و مؤثر جهت تأمین مالی فرآیند ادغام و تملک شرکت‌ها در بازار مالی ایران پیشنهاد می‌شود.

### واژگان کلیدی

ادغام و تملک، صکوک، مشارکت کاهنده، اوراق تناقص، تأمین مالی، ابزارهای مالی اسلامی

طبقه‌بندی JEL: G34, G31

\* استادیار دانشکده علوم انسانی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد ابهر (نویسنده مسئول) musa.ahmadi@gmail.com

\*\* دانشجوی دکتری مهندسی مالی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی Saeidahmadi83@gmail.com

#### مقدمه

امروزه اغلب کشورها در حال گذار به سمت جهانی شدن می‌باشند. بازار جهانی، گردش پر شتاب سرمایه، کالا و اطلاعات، مؤلفه‌هایی هستند که چشم‌انداز جهانی شدن را پیش روی بشر قرار داده است. در این میان، سازمان‌هایی که در یک محیط با تغییرات زیاد فعالیت می‌کنند، باید همواره آماده واکنش بوده و از توانمندی‌های استراتژیک بالایی برخوردار باشند. برای رسیدن به این توان بالقوه، سازمان‌ها با مشکلاتی مشترک مانند سردرگمی‌های استراتژیک و درگیر شدن در فعالیت‌های روزمره دست به گریبانند. ادغام و تملک از جمله راه‌حل‌هایی است که شرکت‌های کنونی برای رفع این مشکلات از آنها استفاده می‌کنند. ادغام و تملک نه تنها به عنوان ابزاری برای دستیابی به هدف و نفوذ در بازارهای بین‌المللی به کار می‌رود، بلکه در دستیابی به صرفه‌جویی ناشی از مقیاس اقتصادی و در نتیجه ارائه خدمات به شکلی کارا به مشتریان بین‌المللی نیز کارساز است (شرکت بورس اوراق بهادار تهران، ۱۳۸۸، صص ۳-۴).

یکی از مباحث مهم در فرآیند اجرای ادغام و تملک، انتخاب روش تأمین مالی آن است. شیوه تأمین مالی در هر سرمایه‌گذاری نقش مهمی را در توجیه‌پذیری آن ایفا می‌نماید. شیوه‌های تأمین مالی فرآیند ادغام و تملک نیز از این قاعده مستثنی نبوده و از اهمیت بالایی برخوردار می‌باشد. به طور کلی، روش‌های متعارف تأمین مالی این فرآیند، مشتمل بر روش‌های سهمی، نقدی و ترکیبی است. روش نقدی برخلاف روش سهمی که در آن دارایی یا سهام شرکت هدف با سهام شرکت خریدار مبادله می‌شود، سهام یا دارایی‌های شرکت هدف نقداً خریداری می‌گردد. همچنین شرکت‌های خریدار می‌توانند از روش ترکیب نقد و سهم برای تأمین مالی ادغام و تملک استفاده نمایند. در معاملات نقدی، ریسک و بازده ناشی از تفاوت هم‌افزایی و صرف پرداخت شده به سهامداران قبلی شرکت هدف، به وسیله سهامداران شرکت خریدار کسب و تحمل

می‌شود اما در معاملات سهمی، ریسک و بازده به نسبت درصد مالکیت، بین سهامداران شرکت‌های هدف و خریدار توزیع می‌گردد (عارفی، ۱۳۸۸، ص ۲۲۶).  
در تحقیق پیش‌رو که با روش توصیفی تحلیلی صورت می‌پذیرد، امکان انتشار اوراقی که قادر به بهبود و افزایش کارایی در تأمین مالی فرآیند ادغام و تملک بنگاه‌های اقتصادی باشد را براساس سازوکارهای موجود در کشور بررسی و ساختار اوراق بهاداری برای آن پیشنهاد می‌شود.

#### ۱. پیشینه تحقیق

صاحب‌نظران دانشگاهی، سرمایه‌گذاران و شرکت‌ها توجه ویژه‌ای را در سال‌های اخیر به رخ داده‌های مالی در سطح جهان معطوف داشته‌اند. ادغام و تملک از جمله موضوعاتی بوده است که اهمیت بالایی برای شرکت‌ها و اقتصادها داشته است. از همین رو تحقیقات بسیاری در زمینه عوامل مؤثر بر ادغام و تملک و شیوه‌های تأمین مالی آن و همچنین تأثیر آن بر عملکرد و بازار شرکت‌ها انجام شده است. مطابق بررسی‌های انجام شده در خصوص شیوه‌های تأمین مالی ادغام و تملک در ایران، تحقیقات مشابهی که با موضوع مقاله مرتبط باشد مشاهده نشده است. همچنین در ایران تاکنون پژوهشی در زمینه تبدیل سهام به اوراق بهادار بر مبنای عقد مشارکت کاهنده انجام نشده است، لکن در زمینه انتشار اوراق مبتنی بر دارایی بنگاه‌ها و موضوع مشارکت کاهنده تحقیقاتی صورت گرفته است که به ذکر نمونه‌های از این تحقیقات می‌پردازیم.

نگاهی به مطالعات انجام شده در کشورهای مختلف جهان که دارای بازارهای مالی غیراسلامی حاکی از آن است که روش‌های مختلفی برای تجهیز و تأمین منابع مالی برای ادغام و اکتساب شرکت‌ها وجود دارد که متداول‌ترین آنها عبارتند از استفاده از وجوه نقدی مازاد، افزایش سرمایه برای خرید نقدی، انتشار اوراق بدهی برای تأمین مالی خرید نقدی، تحصیل سهام در مقابل واگذاری اوراق بدهی و تحصیل سهام در مقابل واگذاری سهام. در این میان اوراق مشارکت کاهنده مبتنی بر عقد مشارکت کاهنده

دارای مصداق مشابه در بازارهای مالی غیراسلامی نبوده و تنها اوراق بهادار مبتنی بر سهام<sup>۳</sup> و تملک اهرمی<sup>۴</sup> دارای مشابهتهایی با اوراق مشارکت کاهنده هستند، اما از نظر مصداقی با این اوراق متفاوتند. نتیجه بررسی مهم‌ترین تحقیق‌های صورت گرفته درباره مشارکت کاهنده عبارت هستند از:

فاضلیان و بیدگلی (۱۳۸۴)، در مقاله‌ای با عنوان «معرفی روش‌های تأمین مالی اسلامی مسکن» مشارکت کاهنده را به عنوان یکی از روش‌های تأمین مالی برای خرید مسکن در کنار فروش اقساطی و اجاره به شرط تملیک مطرح کرده و یک مدل برای آن ارائه کرده‌اند.

معصومی‌نیا و شهیدی‌نسب (۱۳۸۸)، در مقاله‌ای با عنوان «بررسی فقهی و اقتصادی ابزار تأمین مالی مشارکت کاهنده» ضمن بررسی ابعاد مختلف قرارداد مشارکت کاهنده براساس فقه امامیه پاسخ‌هایی به شبهات وارد به این قرارداد دادند. ایشان نتیجه‌گیری کردند که مشارکت کاهنده قراردادی است که هیچ شبهه فقهی نداشته و ضمن تأمین انگیزه شریکان قابلیت طراحی اوراق و عملیات بانکی را دارد.

موسویان و غلامی (۱۳۹۲)، در مقاله‌ای با عنوان «بررسی راهکارهای استمهال مطالبات غیرجاری در بانکداری بدون ربا» ضمن نقد و بررسی روش‌های استمهال فعلی، راهکار جدیدی را برای عملیاتی کردن استمهال مطالبات غیرجاری نظام بانکی با بهره‌گیری از عقد مشارکت مدنی کاهنده ارائه می‌کند.

موسویان و همکاران (۱۳۹۲)، در مقاله‌ای با عنوان «شناخت و رتبه‌بندی ریسک‌های ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)» ضمن شناسایی ریسک‌های مشترک و اختصاصی مهم‌ترین ابزارهای مالی اسلامی به رتبه‌بندی ریسک‌های مشترک در ابزارها براساس مقدار ریسک پرداختند. نتایج حاصل از تحقیق نشان می‌دهد اوراق مشارکت، اجاره، مضاربه، استصناع، مرابحه، سلف و مشارکت کاهنده، پرکاربردترین ابزارهای

تأمین مالی اسلامی در جهان هستند و اوراق مشارکت کاهنده دارای حداقل ریسک‌های اعتباری و تورم و حائز بیشترین ریسک عملیاتی است.

کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار (۱۳۹۴)، الگویی تحت عنوان «اوراق مربحه مبتنی بر سهام» را بررسی و تصویب نمود. در این الگو، بانی برای تأمین مالی کل یا بخشی از ثمن جهت خرید مقدار مشخصی از سهام یک شرکت سهامی، اوراق مربحه مبتنی بر سهام منتشر می‌کند. مطابق نظر کمیته فقهی، فروشنده سهام باید مستقل از بانی باشد. همچنین به موجب عقد پایه این اوراق که مبتنی بر عقد مربحه است، بازدهی آن، ثابت خواهد بود.

توفیق و حطاب (۱۴۲۴ق)، در مقاله‌ای با عنوان «المشاركة المتناقصة كاداة من ادوات التمويل الاسلامی» بحث‌های شرکت عقدی، مقتضیات عقدها و حقیقت مشارکت کاهنده را از دیدگاه اهل سنت بررسی و شبهات وارده را مطرح کرده‌اند.

فهمی (۱۴۲۴ق)، در مقاله‌ای با عنوان «عقد المشاركة المتناقصة» نظرات کمال توفیق و محمد حطاب را نقد و از همان ابتدا عنوان مشارکت کاهنده را دچار تناقض با غرض اصلی عقدالشکره می‌داند. ایشان معتقد است که تمام شکل‌های این قرارداد از ابتدا فاسد و در بردارنده غرر و ربا و حیله بانک‌ها برای رسیدن به اهداف خود است.

ترابی (۱۴۲۶ق)، در مقاله‌ای با عنوان «المشاركة المتناقصة - صور و احکام» به بیان صورت‌ها و مسائل فقهی این قرارداد پرداخته است. ایشان سه صورت از صورت‌های مشارکت کاهنده و شرط‌های ضمن عقد و چگونگی تقسیم سود را بررسی کرده و این قرارداد را از صیغه‌های جدید عقدها و مطابق موازین فقهی دانسته است.

یوسمانی<sup>۵</sup> (۲۰۰۲)، در مقاله‌ای با عنوان «راهنمایی بانک میزان برای بانکداری اسلامی» کاربرد مشارکت کاهنده به منظور خرید دارایی ثابت، تأمین مالی مسکن، تأمین مالی طرح و کارخانه، تأمین مالی وسیله حمل و نقل و تأمین مالی در شرکت‌های تجاری را با ذکر مثال بیان نموده و از نظر فقهی بررسی کرده و در پایان،

کاربردهای مشارکت‌کاهنده در موارد پیش گفته را از نظر شرعی و طبق اصول اسلامی تأیید می‌نماید.

عثمانی و عبدالله<sup>۶</sup> (۲۰۰۵)، در مقاله‌ای با عنوان «تجزیه و تحلیل قراردادهای مشارکت‌کاهنده در مالزی و مطابقت آن با شریعت» به بررسی و تجزیه و تحلیل قراردادهای مشارکت‌کاهنده در مالزی و مطابقت آن با شریعت پرداخته‌اند. آنها دریافتند که اگرچه مشارکت‌کاهنده با مطرح کردن موضوعاتی همچون اجاره‌بها، خسارت دارایی، مالپات و مالکیت دارایی شگفت‌انگیز بوده است، اما هنوز مواردی وجود دارد تا نسبت به اصلاح و تطبیق بیشتر با شریعت اقدام شود.

میرا و عبدالرزاق<sup>۷</sup> (۲۰۰۵)، در مقاله‌ای با عنوان «تأمین مالی اسلامی مسکن از طریق قراردادهای مشارکت‌کاهنده و مباحثه: یک بررسی تطبیقی» بیان کردند که جدای از مباحث شرعی، هنوز مؤسسات مالی تمایل به استفاده از نرخ بهره دارند تا نرخ اجاره‌بها. این دلیل به خاطر وجود موضوعات قانونی در اجرایی کردن مشارکت‌کاهنده می‌باشد.

طیب، رامایا و عبدالرزاق<sup>۸</sup> (۲۰۰۸)، در مقاله‌ای با عنوان «عوامل مؤثر در استفاده از روش مشارکت‌کاهنده در سرمایه‌گذاری داخلی» با تحلیل‌های رگرسیونی و همبستگی داده‌های گردآوری شده، هدف از مقاله را آزمایش سطح پذیرش مفهوم مشارکت‌کاهنده به عنوان یک ابزار تأمین مالی در سرمایه‌گذاری داخلی به وسیله مصرف‌کنندگان در مالزی بیان کردند.

طیب و همکاران<sup>۹</sup> (۲۰۰۸)، در مقاله خود با عنوان «عوامل مؤثر بر استفاده از مشارکت‌کاهنده در بخش مسکن» به بررسی عوامل مؤثر بر استفاده از مشارکت‌کاهنده در بخش مسکن پرداختند. ایشان معتقدند، نگرش مثبت به مفهوم مشارکت‌کاهنده، ابعاد مذهبی و تأثیرات اجتماعی مترتب بر آن تأثیر بسزایی بر تمایل افراد به اجرای آن داشته است.

نوریتا<sup>۱۰</sup> (۲۰۰۸)، در مقاله‌ای با عنوان «مشارکت‌کاهنده در تأمین مالی مسکن: مروری بر ادبیات و عملکرد آن در بانک‌های اسلامی مالزی»، به بررسی ساختار عملیاتی دو قرارداد مرابحه و مشارکت‌کاهنده، مجوز آن در شریعت اسلام، مشکلات آن در ارائه محصول اسلامی، ریسک‌های موجود در قرارداد و انعطاف‌پذیری لازم در انعقاد قرارداد پرداختند. وی معتقد است قرارداد مشارکت‌کاهنده در مقایسه با مرابحه قرارداد عملکرد بهتری دارد.

نصیر<sup>۱۱</sup> (۲۰۱۰)، در مقاله‌ای با عنوان «یک روش قابل اجرای تأمین مالی از طریق فروش سهم‌الشوکه در مدیریت نیازمندی‌های سرمایه‌گذاری در تجارت» دیدگاهی جدید برای گروه‌های علاقه‌مند به درک ویژگی‌های ابزار تأمین مالی اسلامی مطابق با شریعت فراهم نمود. وی تلاش کرد که مفاهیم مرتبط با شریعت و اصول کلی را به طور دقیق به منظور توجیه اعتبار این ابزار تأمین مالی برای استفاده‌کنندگان مورد مطالعه قرار دهد.

لی چینگ لونگ<sup>۱۲</sup> (۲۰۱۳)، در مقاله‌ای با عنوان «مشارکت متناقص در بانکداری اسلامی»، به بررسی تفاوت‌های میان مبانی تئوریک و عملیاتی مشارکت متناقص در بانکداری اسلامی مالزی پرداخته است.

عبدالرزاق و همکاران<sup>۱۳</sup> (۲۰۱۵)، در مقاله‌ای با عنوان «پروژه‌های مسکن رها شده در مالزی و نقش مشارکت‌کاهنده در آن»، به بررسی جایگاه روش مشارکت‌کاهنده در تأمین مالی مسکن پرداخته است.

عثمان علی و همکاران<sup>۱۴</sup> (۲۰۱۵)، در مقاله‌ای با عنوان «پیشنهاد الگوی کیبور؛ مدل رایگان تأمین مالی مسکن مبتنی بر مشارکت‌کاهنده برای بانک‌های اسلامی»، نسبت به ارائه مدل تأمین مالی اسلامی برای پاکستان اقدام نموده است.

یاشو و ابولیش<sup>۱۵</sup> (۲۰۱۶)، در مقاله‌ای با عنوان «مشارکت‌کاهنده مدلی برای تأمین مالی مسکن»، الگویی نوین در تأمین مالی مسکن را بر مبنای مشارکت‌کاهنده ارائه نمودند.

تحقیق پیش‌رو بر امکان انتشار نوع جدیدی از اوراق بهادار مبتنی بر سهام و براساس سازوکارهای موجود در کشور متمرکز شده و درصدد است با استفاده از ظرفیت قرارداد مشارکت‌کاهنده خرید به طراحی اوراق مشارکت‌کاهنده اقدام نماید.

## ۲. تعریف ادغام و تملک

امروزه بازار کنترل شرکت‌ها به تدریج عرصه فعالیت شرکت‌ها را به طور بنیادی تغییر می‌دهد. در این بازار، با تغییر مکانیسم کنترل شرکت‌ها و اجازه دادن به آنها برای حرکت به سوی استفاده بهتر و کارآتر از دارایی‌ها ارزش ایجاد می‌گردد. این حوزه شامل بازار بزرگی هم برای اکتساب یا قبضه مالکیت و بزرگ شدن شرکت‌ها و هم برای کوچک‌سازی و خرد کردن شرکت‌ها<sup>۱۶</sup> می‌باشد. مقوله عمده این بحث تجدید ساختار شرکتی است که شامل کوچک‌سازی‌ها و بازخرید سهام شرکت‌ها در قبال نقد و بدهی و نیز ادغام و تملک‌ها می‌باشد. ادغام و تملک هنر ترکیب منابع و دارایی‌ها برای استفاده کارآتر و ایجاد هم‌افزایی می‌باشد.

ادغام زمانی رخ می‌دهد که سازمانی در سازمان دیگر ترکیب شده و در برگیرنده دو یا چند شخصیت حقوقی با اندازه کم و بیش مشابه است که برای مشارکت در شرکتی جدید ترکیب می‌شوند. در معاملات ادغام، معمولاً پول نقد مبادله نمی‌شود. خرید و تملک سهام<sup>۱۷</sup> به وسیله اعلان عمومی بیان می‌شود و بیان‌کننده این است که شرکت، مالکیت اکثریت شرکت دیگر را خریداری و مدیریت کنترلی آن را به دست می‌آورد (عارفی، ۱۳۸۹، ص ۴۹).

به طور کلی، تحقیقات تملک و ادغام شرکت‌ها دارای چهار رویکرد مطالعه رفتار قیمتی سهام، مطالعه صورت‌های مالی، افکارسنجی مدیران و مطالعه موردی است. در



رویکرد روند قیمتی سهام با استفاده از تغییرات قیمت سهام شرکت‌های خریدار و هدف، بازدهی غیرنرمال سهامداران شرکت‌های مذکور را در زمان تاریخ انجام معامله و آزمون می‌کند. در رویکرد صورت‌های مالی، تغییرات صورت‌های مالی شرکت‌های خریدار و هدف را قبل و بعد از انجام معامله مورد بررسی قرار می‌دهد. در رویکرد افکارسنجی مدیران اجرایی، با استفاده از پرسشنامه در خصوص عملکرد و ارزش ایجاد شده تملک و ادغام از مدیران شرکت‌های خریدار سوال می‌شود. رویکرد مطالعه‌های موردی، به بررسی عمیق یک نمونه از تملک و ادغام خاص می‌پردازد. این نوع مطالعه استقرایی بوده و محقق نتایج بدست آمده را به کل جامعه تعمیم می‌دهد (عارفی، ۱۳۸۸، صص ۲۳۴-۲۳۳).

### ۳. موج‌ها و روند معاملات ادغام و تملک در دنیا

سرعت معاملات ادغام و تملک در سال ۱۹۹۷، حیرت‌آور بوده است. در سال مذکور ارزش معاملات نزدیک به ۱,۴۹۷ میلیارد دلار گزارش شده است. آمار معاملات سال ۱۹۹۷ نسبت به سال قبل ۵۰ درصد رشد داشته و نصف معاملات مذکور در آمریکا انجام شده است. صنعت خدمات مالی با حجم ۲۵۰ میلیارد دلار فعال‌ترین بخش معاملات ادغام و تملک بوده است. سال ۲۰۰۰ اوج معاملات ادغام و تملک در دنیا بود. در سال مذکور ارزش معاملات بالغ بر ۳,۱۸۰ میلیارد دلار گزارش شده است. پس از سال ۲۰۰۰ معاملات با کاهش شدیدی مواجه گردید و در سال ۲۰۰۲ میلادی میزان آن به ۱,۲۸۵ میلیارد دلار رسیده است. در سال ۲۰۰۶ رکورد معاملات سال ۲۰۰۰ شکسته و حجم معاملات ادغام و تملک به رقم ۳,۵۰۰ میلیارد دلار رسیده است. در سال ۲۰۰۶ اروپا ۴۰ درصد معاملات را انجام داده و این در حالی است که آمریکا ۳۶ درصد معاملات سال مذکور را انجام داده است (جهانخانی و همکاران، ۱۳۸۵، ص ۵۰).

حجم بازار معاملات ادغام و تملک در جهان حاکی از آن است که تقاضای استفاده از این فرآیند روبه افزایش است. با نگاهی به آمار گذشته می‌توان فهمید که سهم اجرای

این فرآیند طی سال ۲۰۱۵ نسبت به مدت مشابه، با رشد ۴۲ درصدی همراه بوده است و حجم دلاری آن به ۴/۷ تریلیون دلار رسیده است. در سال یاد شده جمعاً ۴۲,۳۰۰ معامله ادغام و تملک ثبت گردید، که نسبت به سال ۲۰۱۴ با رشد ۰/۲ درصدی همراه بوده است. بیشترین حجم معاملات مربوط به مناطق آمریکا و آسیا و اقیانوسیه با حجم ۷۴ درصد نسبت به کل معاملات بوده است. سه حوزه بهداشت، انرژی و تکنولوژی به عنوان سه بخش اصلی مورد توجه در معاملات ادغام و تملک سال ۲۰۱۵ شناخته شده‌اند که از این میان بخش بهداشت با ۶۷۲/۹ میلیارد دلار (معادل ۷۱ درصد رشد) و بخش‌های انرژی و تکنولوژی به ترتیب با ۱ و ۱۰۰ درصد رشد همراه بوده‌اند. با گسترش تبادلات جهانی، روند معاملات فرامرزی طی سال ۲۰۱۵ با ۲۷ درصد افزایش به رقم ۱/۶ تریلیون دلار رسیده است که این رقم معادل یک سوم حجم کل معاملات ادغام و تملک در جهان می‌باشد. در جدول ذیل حجم معاملات ادغام و تملک طی دو سال اخیر بر حسب مناطق جغرافیایی ارائه شده است.

جدول (۱): حجم معاملات ادغام و تملک طی دو سال اخیر بر حسب مناطق جغرافیایی

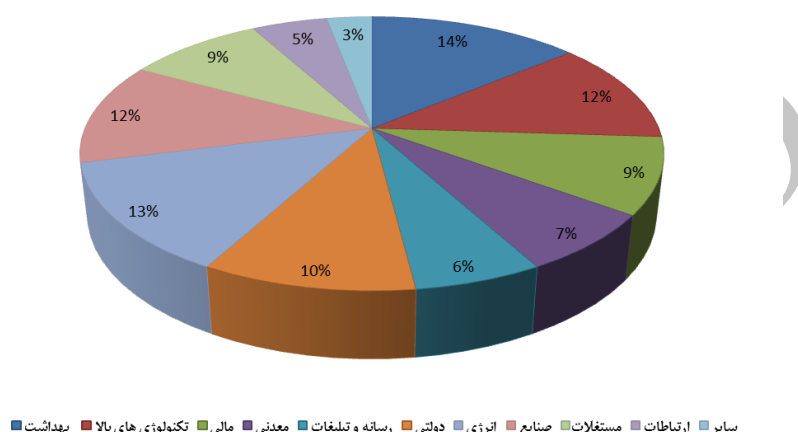
درصد تغییر در حجم	سال ۲۰۱۴		سال ۲۰۱۵		شرح
	تعداد معامله	حجم (میلیون دلار)	تعداد معامله	حجم (میلیون دلار)	
٪۲۱.۷	۱۱.۰۵۰	۱.۳۷۴.۱۱۶	۱۰.۷۲۹	۱.۶۷۲.۰۹۷	منطقه آمریکا
٪-۱.۱	۱۸۸	۱۳.۴۵۵	۱۷۶	۱۳.۳۰۵	آمریکای مرکزی
٪۸.۱	۱۴۸	۱۱.۶۶۲	۱۴۱	۱۲.۶۰۸	مکزیک
٪۳۰.۲	۸.۶۵۲	۱.۱۵۴.۱۶۷	۸.۵۷۹	۱.۵۰۳.۰۷۳	ایالات متحده
٪-۱۵.۳	۱.۳۴۴	۱۰۶.۶۱۸	۱.۱۷۶	۹۰.۲۸۹	کانادا
٪-۱۶.۶	۴۴۸	۴۵.۴۷۰	۴۳۲	۳۷.۹۰۳	برزیل
٪-۶۸.۴	۸۷	۱۵.۸۹۰	۹۷	۵.۰۱۸	شیلی
٪-۶۳.۱	۱۸۳	۲۶.۸۵۵	۱۲۸	۹.۸۹۸	سایر

اوراق مشارکت کاهنده رهنکار عملیاتی در تأمین مالی فرآیند ادغام و تملک ۱۳۷

درصد تغییر در حجم	سال ۲۰۱۴		سال ۲۰۱۵		شرح
	تعداد معامله	حجم (میلیون دلار)	تعداد معامله	حجم (میلیون دلار)	
٪۴۰.۷	۸۹۶	۴۸.۶۳۶	۸۴۹	۶۸.۴۳۹	منطقه آفریقا و خاورمیانه
٪۴۹.۵	۳۳۸	۱۳.۹۳۵	۳۱۴	۲۰.۸۳۹	خاورمیانه
٪-۳۸.۳	۹۹	۷.۵۵۱	۱۱۴	۴.۶۵۹	آفریقای شمالی
٪۵۸.۲	۴۵۹	۲۷.۱۵۰	۴۲۱	۴۲.۹۴۲	سایر
٪۹.۶	۱۲.۲۰۳	۶۱۰.۳۵۷	۱۲.۴۴۱	۶۶۹.۰۰۹	منطقه اروپا
٪-۳۵.۹	۲.۷۳۰	۶۴.۱۹۷	۲.۶۵۸	۴۱.۱۶۴	اروپای شرقی
٪۱۳.۸	۷.۲۴۷	۴۲۳.۱۱۰	۷.۶۱۳	۴۸۱.۴۴۷	اروپای غربی
٪۱۹.۰	۲.۲۲۶	۱۲۳.۰۵۰	۲.۱۷۰	۱۴۶.۳۹۹	انگلستان
٪۱۳.۴	۲.۰۱۳	۹۵.۹۲۰	۲.۴۴۰	۱۰۸۷۷۵	فرانسه
٪-۱۶.۸	۱.۳۳۸	۷۷.۷۶۶	۱.۲۲۴	۶۴.۷۲۴	آلمان
٪۵۷.۸	۶.۱۱۱	۴۳۸.۴۱۳	۵.۷۶۸	۶۹۱.۷۹۲	منطقه آسیا پسفیک
٪-۹.۵	۹۲۹	۸۳.۴۴۲	۸۰۵	۷۵.۵۱۸	استرالیا
٪-۹.۹	۱.۱۳۴	۴۵.۶۵۶	۱.۱۳۸	۴۱.۱۳۴	جنوب شرق آسیا
٪۲۳.۰	۳۱۱	۲۶.۴۵۸	۲۷۱	۲۰.۳۶۹	سنگاپور
٪۴.۸	۳۲۲	۶.۷۴۲	۳۲۲	۷.۰۶۳	مالزی
٪۸۳.۸	۱.۸۱۶	۱۸۵.۵۷۷	۱.۷۲۰	۳۴۱.۰۱۱	چین
٪۲۰.۷	۳۱۴	۳۸.۲۸۸	۳۱۷	۱۱۸.۱۹۷	هنگ کنگ
٪۶۹.۴	۱.۲۸۵	۵۲.۲۵۱	۱.۱۹۵	۸۸.۵۰۱	آسیای جنوبی، میانه و سایر
٪-۰.۹	۱.۴۴۰	۵۹.۹۹۱	۱.۴۲۶	۵۹.۴۲۴	ژاپن
٪۲۴.۹	۳۱.۷۰۰	۲.۵۳۱.۵۱۳	۳۱.۲۱۳	۳.۱۶۰.۷۶۲	جمع کل

منبع: مرکز مالی داده‌های تامسون، ۲۰۱۶

در نمودار ذیل بخش‌های اصلی مورد توجه در معاملات ادغام و تملک سال ۲۰۱۵ ارائه شده است.



#### نمودار (۱): بخش‌های اصلی مورد توجه در معاملات ادغام و تملک سال ۲۰۱۵

منبع: مرکز مالی داده‌های تامسون، ۲۰۱۵

باتوجه به آمار و ارقام معاملات انجام شده، پنج روند یا موج عمده در معاملات ادغام و تملک وجود دارد. براساس موج‌های مذکور می‌توان رونق و رکود اقتصادی کشورها را تجزیه و تحلیل و وضعیت اقتصادی شرکت‌ها و سیکل تجاری را بیان کرد. بنابر مطالعات ویور و وستون در سال ۲۰۰۱، اولین موج ادغام و تملک شرکت‌ها در آغاز قرن بیستم و بین سال‌های ۱۸۹۳ تا ۱۹۰۴ بیان کرده‌اند. در این موج، خریداران روش افقی را به منظور ایجاد انحصار در یک صنعت خاص، اتخاذ می‌کردند. شروع دومین موج از سال ۱۹۱۹ می‌باشد که با رکود شدید سال ۱۹۲۹، جنگ جهانی دوم و قوانین ضد تراست و حمایت از رقابت آزاد، مصادف گردید. قوانین یاد شده نگرش مخالف با معاملات ادغام و تملک را رواج دادند. پس از دوران رکود معاملات، موج سوم در نیمه دوم دهه هفتاد شکل گرفت. موج سوم به عصر تنوع نامرتبط نامیده شده

است. ویژگی این دوره، تسهیم ریسک از طریق تنوع سرمایه گذاری می باشد. خریداران انتظار کسب هم افزایی از طریق تنوع فعالیت ها را داشتند.

با بهبود وضعیت اقتصادی در دهه نود، موج چهارم شکل گرفت. مهم ترین تفاوت معاملات در دهه نود با دهه های قبل، روش انجام معاملات است. در این دوره تفکر استراتژی تنوع مرتبط بر تنوع نامرتب غلبه نمود. در راستای استراتژی تنوع مرتبط باید کسب و کارهای نامرتب با فعالیت اصلی شرکت مادر جمع آوری یا به فروش برسد. موج پنجم از سال ۱۹۳۳ شروع شده و تا سال ۲۰۰۰ ادامه یافت. محققین معاملات جاری را به عنوان موج پنجم تصاحب و ادغام گزارش کرده اند. در ابتدای قرن بیستم، ادغام و تملک به منظور غلبه شرکت های خریدار بر اقتصاد ملی انجام می گیرد. در اوایل قرن بیستم و بیست و یکم، ادغام و تملک در بین مشاورین حقوقی، شرکت های خدمات مالی و بانکی، صنعت تکنولوژی و فناوری اطلاعات و خودرو بیشتر مشاهده می شود (جهانخانی و همکاران، ۱۳۸۵، صص ۵۲-۵۳).

در سال ۲۰۰۳ و در فاصله سال های ۲۰۰۸، موج ششم ادغام تملک به صورت جهانی ظهور پیدا کرده است. موج هفتم نیز از سال ۲۰۱۴ شروع و تاکنون ادامه دارد.

جدول (۲): سیر موج های معاملات ادغام و تملک

شرح	نام موج ها	دوره
ادغام های افقی	اول	۱۸۹۳-۱۹۰۴
ادغام های عمودی	دوم	۱۹۱۹-۱۹۲۹
ادغام های تنوع نامرتب	سوم	۱۹۵۵-۱۹۷۰
ادغام های تنوع مرتبط	چهارم	۱۹۷۴-۱۹۸۹
ادغام های جهانی و کلان	پنجم	۱۹۹-۲۰۰۰
جهانی شدن، ادغام های مبتنی بر صاحبان سهام و ادغام و تملک های اهرمی	ششم	۲۰۰۳-۲۰۰۸
-	هفتم	-۲۰۱۴

منبع: DePamphilis, 2009

#### ۴. انواع روش‌های تأمین مالی در فرایند ادغام و تملک

نحوه تأمین مالی برای معاملات ادغام و تملک به عوامل مختلفی از جمله اندازه و پیچیدگی معامله، شرایط روز بازار، وجود بازار برای سهام شرکت تحصیل‌کننده و تحصیل‌شونده، نقدینگی و اعتبار شرکت‌های تحصیل‌کننده و تحصیل‌شونده و ظرفیت استقراض ترکیب شرکت تحصیل‌کننده و شرکت هدف بستگی دارد و با توجه به این موارد از وجه نقد، سهام و یا بدهی برای معامله استفاده می‌شود. از طرفی آنچه در جریان معامله توسط شرکت تحصیل‌کننده تملک می‌شود، می‌تواند دارایی‌ها یا سهام شرکت هدف باشد. در صورتی که معامله به صورت نقدی صورت گیرد، فرآیند معامله کاملاً واضح بوده و مالکیت به طور مشخص منتقل می‌شود، اما در حالت معاوضه سهام، وضعیت به روشنی حالت قبل نمی‌باشد و در مواردی مشخص نیست کدام شرکت در نقش تحصیل‌کننده و کدام شرکت در نقش شرکت هدف بوده است (Depamefiliss, 2014, p.259).

هر کدام از دو رویکرد خرید سهام یا خرید دارایی، انگیزه‌ها، شرایط و پیامدهای خاص خود را دارد. به عنوان مثال در مورد خریداران استراتژیک که به دنبال تحصیل عملیات و بازار شرکت هدف هستند، خرید دارایی‌های شرکت هدف کارساز است، اما در مورد خریداران مالی، اصولاً خرید و فروش سهام شرکت می‌تواند آنها را به اهداف خود نزدیک کند. از دیدگاه فروشنده، فروش سهام شرکت نسبت به فروش دارایی‌های آن ارجحیت دارد. زیرا بدون طی تشریفات بعدی و به راحتی امکان دریافت وجوه خود و خروج از تجارت مربوطه را دارند. از طرفی در مورد خریداران استراتژیک، ارجحیت خرید سهام یا دارایی بستگی به عوامل مختلف دارد.

با توجه به آنچه تملک می‌شود (دارایی یا سهام) و آنچه پرداخت می‌شود (وجه نقد، سهام و یا اوراق بدهی) حالات مختلف در معاملات ترکیب‌های تجاری حاصل می‌شود. تملک سهام یا دارایی با استفاده از وجه نقد نیز خود شامل معامله با استفاده از

وجه نقد مازاد، افزایش سرمایه برای تأمین وجه نقد لازم، ایجاد بدهی برای تأمین وجوه لازم و نهایتاً ترکیبی از این روش‌ها می‌باشد. در صورتی که شرکت اقدام به انتشار سهام یا اوراق بدهی برای تأمین وجه نقد جهت ورود به یک معامله نقدی نماید، در واقع تأمین مالی برای انجام معامله، خارج از خود معامله صورت گرفته است. اما در حالتی که معامله به صورت نقدی نباشد، بلکه شرکت به ازای دریافت سهام یا دارایی‌های شرکت هدف، اقدام به انتشار سهام یا اوراق بدهی بنماید، فرآیند تأمین مالی برای انجام معامله در درون خود معامله صورت گرفته است. بر این اساس تأمین مالی معاملات ادغام و تملک به دو دسته «تأمین مالی در جریان معامله» و «تأمین مالی خارج از فرآیند» تقسیم می‌شود (Thailard, 2012, p.48).

#### ۵. تأمین مالی در جریان معامله

تأمین مالی در جریان معامله یا تأمین مالی توسط شرکت تحصیل شده<sup>۱۸</sup> به معنی استفاده از ظرفیت‌های واحد هدف و یا سهامداران آن برای تأمین بهای تملک است. به این معنی که شرکت تحصیل‌کننده ممکن است از طریق ایجاد بدهی برای سهامداران شرکت هدف و یا ارائه سهام به آنان، تأمین مالی برای انجام معامله با سهامداران واحد هدف را از طریق خود آنها انجام دهد. این روش می‌تواند از طریق ایجاد بدهی شامل پرداخت معوق<sup>۱۹</sup>، پرداخت مشروط<sup>۲۰</sup> و فروش اقساطی<sup>۲۱</sup> و یا از طریق معاوضه سهام صورت گیرد. از جمله روش‌های رایج در معاملات کوچک و متوسط، استفاده از تأمین مالی فروشنده با روش پرداخت بخشی از ارزش معامله در آینده است. در این روش شرایط معامله به صورتی تنظیم می‌گردد که در صورت نکول تحصیل‌کننده، فروشنده قادر به تملک عملیات گردد. در پرداخت مشروط، فروشنده وجه مازاد را در صورتی دریافت می‌نماید که عملکرد آتی واحد تحصیل‌شده، بیش از سطح معینی شود یا یک شرط مشخص بعد از تحصیل عاید گردد و یا رویداد مشخصی اتفاق بیفتد، لذا یک ریسک اقتصادی متوجه فروشنده است. اگر خریدار الزاماتش را اجرا نکرد فروشنده در

نهایت مجدداً تجارت را به دست می‌آورد. علاوه بر تأمین مالی از طریق اوراق بدهی، روش‌هایی همچون انتشار سهام عادی و ممتاز، ارائه بدهی‌های قابل تبدیل، وارانیت و بدهی‌های قابل تبدیل شرکت خریدار، برای تأمین مالی فرآیندهای ترکیب وجود دارد (Thailard, 2012, pp.50-53).

#### ۶. تأمین مالی خارج از فرآیند معامله

به طور کلی فروشنده متمایل به فروش نقدی است، حتی در مواردی که سهامداران شرکت هدف حاضر به دریافت پول کمتر در قیاس با سهام یا اوراق بدهی بیشتر باشند. به خصوص در مواردی که بازار پر رونقی برای فروش سهام وجود نداشته باشد. در شرایط رقابتی، معامله نقدی برای فروشنده این حُسن را دارد که از مزیت رقابتی در پیشنهاد خرید برخوردار است و هر منفعتی که در آینده وجود داشته باشد فقط عاید سهامداران واحد خریدار می‌شود (Martinawa & RenoBug, 2008, p.161).

در عمل معمولاً شرکت‌ها وجه نقد مازاد برای انجام یک معامله به صورت نقدی را ندارند و ترکیبی از روش‌های مختلف را استفاده می‌کنند. شرکت تحصیل‌کننده به منظور تأمین نقدینگی برای انجام معامله اقدام به انتشار اوراق بدهی یا سهام نموده و با استفاده از وجوه حاصله، اقدام به معامله نقدی می‌نماید. مهم‌ترین روش‌های تأمین مالی خارج از فرآیند معامله عبارتند از تأمین مالی به پشتوانه دارایی، تأمین مالی به پشتوانه جریان‌های نقدی، انتشار اوراق بدهی قابل تبدیل به سهام، انتشار اوراق پر ریسک، تسهیلات بانکی و خرید اهرمی.

در خرید اهرمی، تحصیل یک شرکت با حجم قابل ملاحظه‌ای (تا حدود ۹۰ درصد) از محل تأمین مالی بدهی که شامل وام و اوراق بدهی است، صورت می‌گیرد. در این حالت دارایی‌های واحد تحصیل‌شده علاوه بر دارایی‌های واحد تحصیل‌کننده در رهن قرار می‌گیرد. این روش زمانی استفاده می‌شود که شرکت قصد تملک شرکت دیگر بدون داشتن سرمایه کافی را دارد. خرید اهرمی از روش‌های شایع خرید کسب‌وکارها



در دنیا است و در اکثریت موارد جهت خرید دو گروه از شرکت‌ها مورد استفاده قرار می‌گیرد. گروه نخست شرکت‌هایی هستند که جریان نقد پایدار تولید می‌کنند و این امکان فراهم می‌شود تا شرکت خریدار بتواند بدهی‌های حاصل از خرید اهرمی را با استفاده از جریان نقد پایدار شرکت هدف بازپرداخت کند. گروه دوم، شرکت‌هایی هستند که در مسیر رشد زیاد قرار دارند و ارزش آن مرتباً در حال افزایش است (Depamefiliss, 2014, pp.267-279).

در جدول ذیل روش‌های تأمین مالی ادغام و تملک به پشتوانه دارایی‌ها و جریان‌های نقدی به همراه تأمین‌کنندگان هر روش ارائه شده است. همانطور که مشاهده می‌شود، اوراق بهادارسازی به عنوان یک شیوه مرسوم در تأمین مالی ادغام و تملک استفاده می‌شود و بسته به اندازه، پیچیدگی و شرایط معامله، اعتبار شرکت‌های تحصیل‌کننده و هدف و ظرفیت استقراض آنها دارد.

جدول (۳): روش‌های تأمین مالی ادغام و تملک

نوع اوراق	شرح	دارایی‌های پایه	حداکثر میزان تخصیص	تأمین‌کنندگان
س.ب.ت.	اوراق بدهی تضمین شده کوتاه‌مدت (حداکثر یکساله)	حساب‌های دریافتی و موجودی مواد و کالا	۵۰ تا ۸۰ درصد ارزش معامله	بانک‌ها و شرکت‌ها
	اوراق بدهی میان مدت (۱ الی ۱۰ سال)	مستغلات و تجهیزات	۸۰ درصد قیمت تجهیزات و ۵۰ درصد قیمت مستغلات	شرکت‌های بیمه، سرمایه‌گذاران خصوصی، صندوق‌های بازنشستگی و صندوق‌های پوشش ریسک

نوع اوراق	شرح	دارایی‌های پایه	حداکثر میزان تخصیص	تأمین‌کنندگان
سهامی	اوراق میانه یا تضمین نشده	جریان‌ات نقدی آتی شرکت هدف	ارزش اسمی اوراق	شرکت‌های بیمه، سرمایه‌گذاران خصوصی، صندوق‌های بازنشستگی و صندوق‌های پوشش ریسک
	سهام ممتاز	جریان‌ات نقدی آتی شرکت	ارزش معامله	شرکت‌های بیمه، سرمایه‌گذاران خصوصی، صندوق‌های بازنشستگی، صندوق‌های پوشش ریسک و سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر
سهام عادی	جریان‌ات نقدی آتی شرکت			

منبع: DePamphilis, 2009

#### ۷. انواع ریسک‌های موجود در روش ادغام و تملک

بسیاری از شرکت‌ها به ادغام و تملک، به عنوان راهی عاقلانه برای مدیریت نقدینگی خود می‌نگرند. امروزه در مقایسه با یک دهه گذشته ریسک‌های جدیدی در معاملات ادغام و تملک ایجاد شده است. برخی اوقات شرکت‌ها به دنبال اتمام مبادلات تجاری خود در کوتاه‌ترین زمان ممکن هستند که این امر موجب شده بررسی‌های اولیه، کوتاه‌تر و فرآیند تصمیم‌گیری سریع‌تر انجام پذیرد. به عنوان مثال شرکت اجراکننده ادغام ممکن است به خوبی نتواند تاریخچه و میزان بدهی‌ها و تعهدات شرکت هدف را شناسایی نماید. این امر علاوه بر تسریع در فرآیند، موجب بروز زمینه ریسک‌های ادغام و تملک می‌شود. از این رو قوانینی چون داد-فرانک<sup>۲۲</sup> (۲۰۱۰) و قانون کار (۲۰۱۲) موجب گردیدند تا شرکت‌ها بازه زمانی ده سال را جهت ارزیابی صورت‌های مالی انتخاب نمایند.

به طور کلی، نیروی انسانی در فرآیند ادغام و تملک به عنوان بزرگترین چالش برای مدیران می‌باشد. چالش‌های موفقیت از نظر مدیران مالی و منابع انسانی بر پایه تحقیقات تاورز واتسون<sup>۳۳</sup> در کانادا بیانگر موارد زیر بوده است:

۱. عملکرد نیروی انسانی: رابطه قوی و معناداری میان عملکرد نیروی انسانی در ارزیابی‌های موشکافانه و موفقیت در ادغام و تملک وجود دارد.
۲. ارزیابی موشکافانه<sup>۳۴</sup>: هنوز جا برای بهتر شدن در فرآیند ادغام و تملک، امکان فرایند بهینه ارزیابی موشکافانه وجود دارد، زیرا تاکنون اثرات مالی ریسک‌های مرتبط با افراد در نظر گرفته نشده است.
۳. پیش‌نیازهای فرهنگی: هر دو بخش مالی و منابع انسانی بر تنظیمات فرهنگی اعتقاد دارند.
۴. تمرکز بر عوامل موفقیت: علاوه بر پیش‌نیازهای فرهنگی، حفظ استعدادها، کلیدی، مدیریت تغییر، مدیریت محیط کار و رهبری از دیگر عوامل مورد نیاز برای موفقیت فرآیند ادغام و تملک است.
۵. آمادگی برای ادغام و تملک: آمادگی‌های لازم باید برای انجام ادغام و تملک صورت پذیرد.

یکی از مهم‌ترین ریسک‌ها در فرآیند ادغام آن است که از حجم جریانات نقد آتی به منظور اطمینان از سطح توانایی مالی جهت بازپرداخت اقساط بدهی‌های دریافتی برآورد صحیحی صورت نگیرد (احمدی، ۱۳۹۳، ص ۴۰).

#### ۸. روش تحقیق

روش گردآوری اطلاعات در این تحقیق کتابخانه‌ای و براساس متون و اسناد و مدارک در حوزه مالی و فقهی است. روش تحقیق توصیف تحلیلی است. مراد از توصیف تحلیلی که در برابر توصیف تجربی قرار می‌گیرد، توصیفی است مبتنی بر به کارگیری

ابزارهای منطقی که در برابر بررسی‌های تجربی پسین و مشاهده‌ای قرار می‌گیرد. مقصود از تحلیل در اینجا به معنی روشی است که صرفاً به تحلیل مبانی، ساختار و لوازم منطقی موضوع می‌پردازد و با تحلیل منطقی و نه مشاهده و تجربه عینی، به شناخت می‌انجامد.

از آنجا که انطباق و یا عدم انطباق اوراق مشارکت‌کاهنده با اصول فقه امامیه مستلزم تجزیه و تحلیل متون فقهی و ارائه تبیین درستی از این قراردادهاست. روش پژوهش، تحلیلی - استنباطی خواهد بود. در این نوع روش تحقیق به دنبال توصیف نظام‌مند موقعیت یا زمینه مورد علاقه با دقت و حفظ عینیت موضوع هستیم. بدین منظور ابتدا به بررسی ابعاد مختلف فرآیند ادغام و تملک در شرکت‌ها پرداخته و سپس با مطالعه متون فقهی و بررسی و استخراج موازین فقهی به تطبیق، توصیف و تبیین مدل ارائه شده از انواع عقد مشارکت مدنی کاهنده ذیل عنوان اوراق مشارکت‌کاهنده، با موازین و اصول فقهی خواهیم پرداخت. از جنبه فقهی از بین موضوعات گوناگون فقهی، موضوعاتی که متناسب با مسأله تحقیق است انتخاب می‌شود. در این تحقیق از منابع فقه امامیه استفاده گردیده و ملاک تجزیه و تحلیل و نتیجه‌گیری، دیدگاه مشهور فقهای امامیه می‌باشد.

## ۸. مبانی فقهی اوراق مشارکت کاهنده

### ۸-۱. تعریف مشارکت کاهنده

براساس تعریف استانداردهای سازمان حسابداری و حسابرسی مؤسسات مالی اسلامی، مشارکت کاهنده، نوآوری جدیدی است که اخیراً در صنعت بانکداری اسلامی ارائه شده است. از این روش در ادبیات علمی به سهام مشترک<sup>۲۵</sup> یاد شده و در زمینه تأمین مالی مسکن مورد استفاده قرار گرفته است. از مشارکت کاهنده می‌توان به عنوان یک اوراق مشتقه در کنار عقود اسلامی مشارکت و اجاره یاد نمود. دو عقد اسلامی مشارکت و

اجاره به نحوی با هم ترکیب شده‌اند تا ابزاری را برای کسب مالکیت دارایی ارائه کنند (عبدالرزاق و همکاران، ۲۰۱۵، ص ۸۱۵).

مطابق ماده ۱۸ آیین‌نامه فصل سوم قانون عملیات بانکی بدون ربا، مشارکت‌مدنی عبارت است از «در آمیختن سهم‌الشرکه نقدی و یا غیرنقدی متعلق به اشخاص حقیقی یا حقوقی به نحو مشاع به منظور انتفاع طبق قرارداد» (هیأت وزیران، ۱۳۶۲، ص ۴).

مشارکت‌مدنی از جمله روش‌هایی است که براساس موازین شرعی، هر نهاد مالی جهت تأمین مالی، می‌تواند با اشخاص وارد معامله شود و نیازهای مالی آنان را مرتفع سازد. از جمله روش‌های متداول و مرسوم بسیاری از مؤسسات مالی اسلامی به منظور تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی، روش مشارکت‌کاهنده (یا تناقصی) است که نوعی از مشارکت‌مدنی می‌باشد. در این روش، دو شخص حقیقی یا حقوقی با سرمایه مشترک به اجرا یا خرید پروژه اقدام می‌نمایند و در ضمن قرارداد توافق می‌کنند پس از اجرا یا خرید پروژه، یک طرف حق داشته باشد سهم شریکش را به صورت یکجا یا طی اقساط معین خریداری نماید. پرداخت بهای سهم‌الشرکه می‌تواند از محل منافع همان طرح و یا از مال دیگر صورت پذیرد. بر این مبنا می‌توان گفت: «مشارکت‌کاهنده قرارداد شرکتی است که به موجب آن طرفین ضمن قرارداد توافق می‌کنند یکی از شریکان به تدریج سهم‌الشرکه شریک دیگر را تملک کند» (موسویان و همکاران، ۱۳۹۲، ص ۱۹۳). تفاوت بین مشارکت‌کاهنده و مشارکت دائم، در عنصر استمرار و دوام نهفته است (موسویان و غلامی، ۱۳۹۲، ص ۱۲۴).

## ۲-۸. ارکان مشارکت‌کاهنده

مشارکت‌کاهنده نوعی شرکت عنان است، بنابراین، بحث‌های ذیل مرتبط با همین قسم از شرکت عقدی است.

۱. ایجاب و قبول: عبارت است از لفظی که متعاقدین با گفتن آن، رضایت و اراده خویش را برای انعقاد شرکت اعلام می‌دارند و به هر لفظ و زبانی که مقصود پیش گفته را برسانند، درست است.
۲. طرفین عقد: طرفین عقد شرکت که در اصطلاح شرکا یا سهامداران شرکت نامیده می‌شوند، باید شرایط عمومی معاملات را داشته باشند.
۳. سرمایه (مال الشركه): اموالی که شریکان به صورت سرمایه برای شرکت می‌آورند باید شرایط ذیل را داشته باشد:  
الف) سرمایه باید عین باشد، بنابراین، دین و منفعت نمی‌تواند سرمایه شرکت واقع شود. ب) سرمایه باید از جهت جنس و مقدار معلوم و معین باشد. ج) سرمایه شریکان باید مخلوط و ممزوج شود (موسویان، ۱۳۸۸، ص ۵۶).

### ۳-۸. مزایای استفاده از مشارکت کاهنده

مشارکت کاهنده مزیت‌هایی دارد که برخی مشترک با دیگر عقدها و برخی مزیت‌های خاص این قرارداد است:

۱. استفاده از مشارکت کاهنده سبب تنوع ابزارهای مالی در نظام مالی بدون ربا می‌شود و این باعث پاسخگویی بهتر به انگیزه‌های متنوع صاحبان وجوه می‌گردد. هر چه ابزارهای مالی متنوع باشند افراد بیشتری به جای نگهداری ثروت خود به صورت دارایی‌های بادوام مانند: زمین، جواهرات و ارز، آن را در فعالیت‌های مولد به کار می‌گیرند؛
۲. مشارکت کاهنده باعث درگیر شدن هر یک از دو طرف در فعالیت واقعی است. تا زمانی که واپسین سهم واگذار نشده هر دو شریک بوده بر فعالیت‌ها نظارت می‌کنند؛
۳. مشارکت کاهنده در گستره وسیعی قابل استفاده است. افراد حقیقی می‌توانند از آن برای طرح‌های کوچک استفاده کنند و بانک‌ها می‌توانند با کسانی که توانایی

فعالیت دارند، اما سرمایه کافی ندارند برای تأمین مالی طرح‌های بزرگ استفاده کنند؛

۴. به طور معمول در مشارکت کاهنده، شریکی که قرار است سرانجام با خرید سهم شریک دیگر مالک طرح شود خودش اجرای طرح را به عهده دارد. در نتیجه دقت و وقت کافی را صرف می‌کند تا کارایی را بالا ببرد و زمینه استفاده بهینه از منابع را فراهم سازد، به تبع آن شریک دیگر نیز از سود حاصله بهره‌مند خواهد شد؛
۵. اعطای امتیاز برای بازپرداخت زودتر از موعد اقساط تعیین شده به وسیله طرفی که قرار است مالک دارایی شود، به صورت شرط ضمن عقد در مشارکت کاهنده، انگیزه فعالان را برای ورود در فعالیتهای اقتصادی افزایش می‌دهد؛
۶. در این قرارداد ناتوانی شریک از خرید سهم شرکت تعیین شده زبانی به طرف دیگر وارد نمی‌کند، زیرا در این صورت علاوه بر آن که سهم آن شریک محفوظ می‌ماند و از سود آن استفاده می‌کند، می‌تواند در شرط ضمن عقد اختیار فروش سهم خود را به شخص ثالث بعد از مدت زمان معینی داشته باشد (معصومی‌نیا و شهیدی‌نسب، ۱۳۸۸، صص ۱۰۳-۱۰۲).

#### ۸-۴. مقایسه مشارکت کاهنده با اجاره به شرط تملیک و فروش اقساطی

زمانی که شریکی مثل بانک قصد دارد سهم خود را از دارایی‌ای مانند مسکن، طی دوره معینی به مشتری واگذار کند، این امر از سه روش امکان پذیر است:

۱. روش اجاره به شرط تملیک: بانک سهم خود را برای مدت مورد نظر به مشتری اجاره می‌دهد مشروط به اینکه بعد از پرداخت آخرین اجاره بها، سهم خود را به ملکیت مشتری در آورد؛
۲. روش فروش اقساطی: بانک سهم خود را به صورت نسبه به مشتری می‌فروشد و بهای آن را در قالب اقساط معین دریافت می‌کند؛
۳. مشارکت کاهنده: بانک سهم خود را در طول زمان به مشتری واگذار می‌کند.

مزایای روش‌های اول و دوم، لزوم عقد اجاره و بیع و همچنین سادگی عملیات اجرایی اجاره به شرط تملیک و فروش اقساطی است. استفاده از مشارکت‌کاهنده نسبت به اجاره به شرط تملیک با انگیزه مشتری سازگارتر است. در روش اجاره به شرط تملیک، مسکن تا پایان اقساط در ملکیت بانک قرار دارد، اما در مشارکت‌کاهنده مالکیت مسکن به تدریج به مشتری منتقل می‌شود. مشتری با پرداخت هر قسط سهم بیشتری از مسکن را از آن خود می‌داند. نتیجه اینکه استفاده از روش نخست بیشتر با انگیزه بانک سازگار است و روش سوم تناسب بیشتری با انگیزه مشتری دارد.

#### ۸-۵. مراحل انعقاد مشارکت‌کاهنده

۱. ایجاد مالکیت مشترک در دارایی، این نوع مشارکت از نظر فقه امامیه مجاز شمرده شده است.
۲. ایجاد شرط ضمن عقد به صورت شرط فعل، بدین طریق که بانک به مشتری می‌گوید با تو در موضوع مشارکت، شراکت می‌کنم، مشروط به اینکه سهم بانک را به تدریج خریداری کنی. روشن است که عمل به این شرط برای مشتری وجوب تکلیفی دارد، اما تا زمانی که وی به شرط خود عمل نکند، مالکیت بانک بر سهمش باقی است. شرط ضمن عقد به صورت شرط فعل در مشارکت‌کاهنده با فتوای مشهور فقیهان سازگار است.
۳. اجاره سهم بانک به شریک، با توجه به نوع دارایی، بانک سهم‌الشرکه خود را به متقاضی اجاره داده و اجاره‌بها می‌گیرد و یا براساس سود پیش‌بینی شده، حداقل سود مورد انتظار در مقاطع زمانی معین و سپس سود قطعی را در پایان دوره مذکور دریافت می‌کند. این وضعیت نیز مانند مراحل پیشین مورد توافق فقهای اسلامی است.
۴. فروش واحدهای سهم‌الشرکه بانک در مراحل مختلف: با توجه به مدت قرارداد، تعداد مراحل واگذاری و مبلغ اجاره بها یا سهم سود بانک متناسب با مبلغ



سهم‌الشرکه در هر مرحله از واگذاری، از سهم‌الشرکه بانک کاسته و به سهم‌الشرکه شریک اضافه می‌شود، تا اینکه در نهایت سهم‌الشرکه بانک صفر شود (موسویان و غلامی، ۱۳۹۲، ص ۱۲۴).

#### ۶-۸. مدل‌های عملیاتی مشارکت کاهنده

بسیاری از منابعی که مدل‌های عملیاتی مشارکت کاهنده را مطرح کرده‌اند آن را وسیله‌ای برای تأمین مالی مسکن پیشنهاد نموده‌اند. در حالی که مدل‌های گوناگونی در این باره می‌توان مطرح کرد که هر یک ویژگی‌هایی متمایز نسبت به هم دارند. تا کنون مدل‌های ترکیب شرکت، بیع و اجاره به عنوان مدل عملیاتی جهت خرید دارایی و مدل ترکیب شرکت و شرط تملیک به منظور احداث دارایی مطرح شده‌اند که به شرح ذیل می‌باشند:

#### ۱-۶-۸. مدل ترکیب شرکت، بیع و اجاره

احمد کامل<sup>۲۶</sup>، مایدین میرا<sup>۲۷</sup> و زالجستری عبدالرزاق<sup>۲۸</sup> مدل‌های عملیاتی مشارکت کاهنده را این گونه ترسیم کرده‌اند:

ابتدا شخصی با بانکی که دارایی مورد تأمین مالی را در ملکیت خود دارد، وارد قرارداد شرکت تحت مفهوم شرکت ملک می‌شود. سپس بانک سهم خود در مالکیت دارایی را به مشتری اجاره می‌دهد، برای مثال مشتری ۲۰ درصد هزینه دارایی و بانک ۸۰ درصد باقیمانده را پرداخت می‌کند. در گام سوم، مشتری به تدریج ۸۰ درصد سهم بانک را به صورت دوره‌ای تا زمانی که دارایی به صورت کامل در تملک مشتری قرار گیرد، می‌پردازد و بدین صورت نسبت سهم مشتری بعد از هر پرداخت اجاره افزایش می‌یابد (فاضلیان و اسلامی، ۱۳۸۴، ص ۹۰).

### ۸-۶-۲. مدل ترکیب شرکت و شرط تملیک

مدل سابق گرچه با موازین فقهی سازگار است، اما محاسبه اجاره بها و بهای هر سهم به صورت پیش گفته، عملیات اجرایی را پیچیده می‌کند. افزون بر این شبهه صوری بودن گرچه قابل پاسخ است، اما به ذهن متبادر می‌شود. این مدل ضمن ساده بودن، فاقد شبهه مزبور است. به این صورت که پس از تأمین مالی مشترک مسکن به وسیله بانک و مشتری، بانک بر پایه شرط ضمن عقد شرکت، سهم خود را طی اقساط معین نظیر آنچه که عقد در اجاره به شرط تملیک انجام می‌شود به مشتری واگذار کند. در اجاره به شرط تملیک، تمام بهای دارایی با در نظر گرفتن طول دوره قرارداد، در اجاره گنجانده می‌شود. از آنجا که این کار در طول زمان انجام می‌شود قیمتی که برای آن در نظر گرفته می‌شود از قیمت واگذاری دفعی بیشتر است. در این صورت نیازی به تعیین اجاره بهاها جداگانه نیست. این روش ضمن هم‌سویی با نظر بانک به علت حفظ مالکیت تا پایان دوره، با انگیزه مشتری نیز سازگار است. عملیات این روش نیز ساده است. در مشارکت کاهنده هرگاه یکی از دو شریک در هر مقطع نکول کرد طرح، قیمت گذاری شده، فروخته می‌شود و بهای آن پس از کسر هزینه‌ها بین دو شریک به نسبت سهام هریک تقسیم می‌شود (معصومی نیا و شهیدی نسب، ۱۳۸۸، صص ۱۰۴-۱۰۳)

### ۸-۶-۳. قیمت گذاری و ضوابط فقهی آن

درباره قیمت گذاری می‌توان دو فرض را در نظر گرفت:

۱. قیمت‌ها در اقتصاد ثابت‌اند و یا اقتصاد تورمی است، اما روند آن روشن است. در این صورت نهاد مالی می‌تواند تمام آنچه را که قصد دارد در قیمت مندرج کند و به صورت شرط ضمن عقد از مشتری مطالبه کند؛
۲. روند تورم در دوره قرارداد غیرقابل پیش‌بینی است. در این فرض می‌توان دوره‌هایی را برای بازبینی قیمت در نظر گرفت تا انطباق با شرایط بازار حاصل

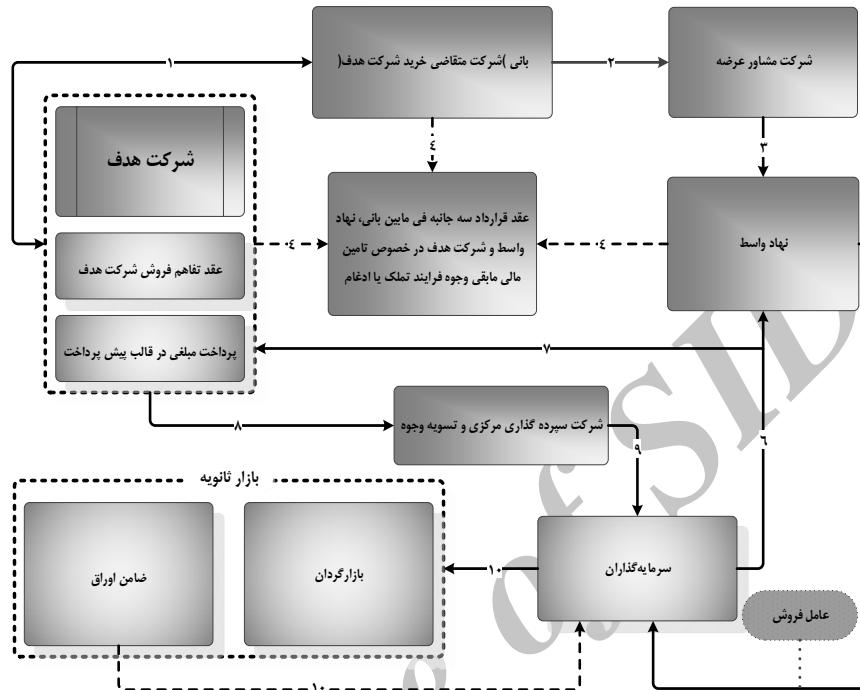
شود. البته در این فرض عملیات اجرایی پیچیده می‌شود، اما قیمت‌ها واقعی و منعکس‌کننده قیمت بازار خواهد بود که از نظر تطابق با ضوابط فقهی باید دو مطلب را در نظر بگیریم.

أ) لزوم تعیین مبلغ اجاره. لزوم تعیین مبلغ اجاره امری مسلم است. اگر طرفین بخواهند هنگام انعقاد عقد شرکت، اجاره را تعیین نکرده و آن را به آینده موکول کنند خلاف این امر مسلم عمل کرده‌اند، مگر اینکه تعیین مبلغ را به دوره‌هایی معین موکول کنند تا اینکه براساس شرایط جاری بازار تعیین شود و مدیریت ریسک نقدینگی به صورت بهتری صورت پذیرد. این در صورتی بدون اشکال است که انعقاد عقد اجاره برای دوره‌های مورد نظر به ابتدای آن دوره‌ها موکول شود که این امر ضمن پیچیده شدن عملیات، احتمال عدم توافق در تاریخ مورد نظر را دارد. معلق کردن نرخ اجاره به متغیرهایی مانند: شاخص اجاره و شاخص قیمت مسکن می‌تواند تا حد زیادی مشکل امکان عدم توافق را حل کند.

ب) لزوم معین بودن بهای مبیع. تعیین ثمن در بیع نیز امری لازم است در صورتی که ثمن نیز نامعلوم و غرری باشد سبب بطلان بیع خواهد شد. برای حل مشکل باید هنگام انعقاد مشارکت و اندراج شرط شیوه فروش دارایی، آن را به چند قسمت تقسیم کرده و برای واگذاری هر قسمت تاریخ معینی را در نظر بگیریم (معصومی‌نیا و شهیدی‌نسب، ۱۳۸۸، صص ۱۰۴-۱۰۳).

#### ۹. مدل عملیاتی اوراق مشارکت کاهنده

مبتنی بر الگوی تبدیل بهادارسازی دارایی‌ها به اوراق بهادار و برگرفته از تجارب اوراق منتشره در کشور، می‌توان الگوی عملیاتی اوراق مشارکت کاهنده، منطبق با رویه‌های اجرایی جاری در کشور را به شرح نمودار ذیل پیشنهاد نمود:



### نمودار (۲): ساختار اوراق مشارکت کاهنده

منبع: یافته‌های تحقیق

- مستند به الزامات قانونی و عرفی کشور مراحل اجرایی اوراق مشارکت کاهنده به شرح ذیل می‌باشد:
۱. شرکت هدف با شرکت متقاضی ادغام/ تملک، اقدام به انعقاد عقد قرارداد مشارکت (در صورت ادغام) و عقد بیع (در صورت تملک) می‌نمایند. شرکت متقاضی (بانی) براساس قرارداد مذکور، اقدام به پرداخت مبلغی در قالب پیش‌پرداخت می‌نماید و متعهد می‌گردد در مقاطع زمانی معین و مطابق قرارداد، مابقی وجوه را به شرکت هدف پرداخت نماید.
  ۲. بانی (شرکت متقاضی ادغام/ تملک)، جهت تأمین مالی از طریق اوراق مشارکت کاهنده که منطبق با مفاد مواد قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران است، با مؤسسات مشاور عرضه (مصرح در ماده ۲ دستورالعمل استفاده از

خدمات مشاوران عرضه اوراق بهادار)، اقدام به انعقاد قرارداد «مشاوره طراحی شیوه تأمین مالی و عرضه اوراق بهادار» می نماید.

۳. مشاور عرضه بعد از تهیه طرح توجیهی و اقدامات اولیه و اخذ موافقت اصولی از سازمان بورس و اوراق بهادار، به نهاد واسط که از جانب شرکت مدیریت دارایی مرکزی<sup>۲۹</sup> تعیین می گردد، مراجعه می کند. مواردی را که مشاور عرضه در گزارش توجیهی خود باید لحاظ نماید عبارتند از:

أ) بیان شیوه‌ها و زمان بندی پرداخت وجوه به شرکت هدف مطابق قرارداد فیما بین با شرکت بانی؛

ب) شناسایی انواع ریسک‌های شرکت هدف و روش‌های مدیریت آن؛

ج) پیش بینی سود هر سهم شرکت بانی با فرض انتشار اوراق و اعمال فرآیند ادغام/ تملک شرکت هدف؛

د) محاسبه میزان بازدهی کل پروژه از منظر بانی و سرمایه‌گذاران؛

ه) در صورتی که بانی خواهان مشارکت سرمایه‌گذاران اوراق و سهامدار نمودن آنهاست، توجه به موارد ذیل ضروریست؛

- در اوراق مشارکت کاهنده قابل تبدیل به سهام شرکت بانی، مجمع عمومی فوق العاده شرکت بانی بنا به پیشنهاد هیأت مدیره و گزارش خاص بازرس آن، اجازه تأمین مالی از طریق انتشار اوراق مشارکت کاهنده را می دهد و شرایط و مهلتی را که طی آن دارندگان این گونه اوراق خواهند توانست اوراق خود را به سهام تبدیل کنند تعیین و اجازه افزایش سرمایه را به هیأت مدیره خواهد داد. هیأت مدیره بانی براساس تصمیم مجمع عمومی، در پایان مهلت مقرر معادل مبلغ اسمی بازپرداخت نشده اوراق مشارکت کاهنده‌ای که جهت تبدیل به سهام شرکت عرضه شده است، سرمایه شرکت را افزایش داده و پس

از ثبت این افزایش در مرجع ثبت شرکت‌ها سهام جدید صادر خواهد کرد؛

- تهیه گزارش توجیهی انتشار اوراق مشارکت‌کاهنده قابل تبدیل به سهام و افزایش سرمایه از طریق سلب حق تقدم از سهامداران به نفع دارندگان اوراق مشارکت‌کاهنده و اظهارنظر حسابرس در خصوص آن. در گزارش توجیهی مذکور، علاوه بر توجیه‌پذیری انجام طرح با تأمین مالی بخشی از آن از طریق انتشار اوراق مشارکت‌کاهنده قابل تبدیل به سهام، باید شامل گزارش ارزش‌گذاری سهام بانی به منظور تعیین نسبت تبدیل اوراق مشارکت‌کاهنده به سهام و تعیین تکلیف صرف سهام ناشی از تبدیل باشد. در این گزارش نحوه عمل بانی، در صورت عدم تبدیل کل اوراق مشارکت‌کاهنده به سهام باید مشخص گردد؛
- به منظور حصول اطمینان از اجرای کامل فرآیند تبدیل اوراق به سهام، سهام مورد نیاز جهت تخصیص به دارندگان اوراق (با فرض ۱۰۰ درصد تبدیل)، باید به نفع نهاد واسط توثیق گشته و مالک وثیقه باید نسبت به اعطای وکالت با اختیار فروش وثیقه به نهاد واسط به صورت بلاعزل تام‌الاختیار با حق توکیل به غیر و با سلب حق ضم‌امین و با سلب حق انجام موضوع وکالت از خود تا پایان انجام آن اقدام نماید. رفع توثیق سهام یادشده پس از تصفیه اوراق و با أخذ مجوز از سازمان بورس و اوراق بهادار صورت گیرد.

۴. نهاد واسط از طریق عامل فروش (مؤسسات مندرج در ماده ۷ دستورالعمل انتشار اوراق اجاره، اصلاحیه مصوب ۱۳۹۴/۰۳/۱۱ شورای عالی بورس) و به اتکای متعهد پذیرهنویس، نسبت به عرضه اوراق در مهلت تعیین شده اقدام می‌کند. در

- صورت عدم فروش کامل اوراق در مهلت مقرر و در دوره تمدید احتمالی، اوراق باقی مانده توسط متعهد پذیره نویس خریداری می‌گردد.
۵. سرمایه‌گذاران اقدام به خرید اوراق نموده و نسبت به پرداخت بهای آن به حساب نهاد واسط نزد شرکت سپرده‌گذاری مرکزی و تسویه وجوه اقدام می‌کنند.
۶. نهاد واسط به وکالت از سرمایه‌گذاران مابقی سهام شرکت هدف را خریداری نموده و نسبت به پرداخت وجوه به سهامداران آن شرکت اقدام می‌نماید (شایان ذکر است، این امر می‌تواند هم برای حالت تملک باشد و هم برای حالت ادغام، بدین صورت که شرکت هدف متشکل از سه سهامدار (بانی، نهاد واسط و شرکت هدف) بوده و بانی به دلیل عدم داشتن وجه نقد کافی قادر به ادغام با شرکت هدف نمی‌باشد. از این‌رو با انتشار اوراق مشارکت کاهنده هم توانسته فرآیند ادغام را انجام دهد و هم در بعد از سررسید مالک سهام نهاد واسط گردد).
۷. بانی بر پایه مفاد مندرج در «بیانیه ثبت مشارکت کاهنده» اصل و فرع وجوه را در سررسیدهای معین و از طریق شرکت سپرده‌گذاری مرکزی به سرمایه‌گذاران پرداخت می‌کند. همچنین بانی می‌تواند جهت افزایش اطمینان سرمایه‌گذاران و مطابق قرارداد ضمانت پرداخت، در صورت عدم واریز وجوه در سررسیدهای مقرر توسط ایشان، ضامن موظف به پرداخت آنها باشد.

#### نتیجه‌گیری و پیشنهادات

در سال‌های اخیر، با توجه به شرایط کسب و کار در دنیا و توجه شرکت‌ها به استفاده از هم‌افزایی ناشی از ادغام و تملک، علاوه بر رشد بنگاه‌های اقتصادی از لحاظ تعداد و دامنه فعالیت، بر حجم تقاضای تسهیلات به منظور تأمین مالی ادغام و تملک نیز افزوده شده و فشار بر سیستم بانکی برای تأمین مالی افزایش یافته است به گونه‌ای که ضعف در تجهیز منابع باعث شده تا بخش خصوصی در دستیابی به منابع مالی با تنگنای جدی مواجه شود. از این‌رو ابزارها و شیوه‌های متنوع و متفاوتی برای تأمین مالی ادغام و

تملك مطرح و مورد استفاده قرار گرفته است. از آنجا كه اسلام، استفاده از عنصر «ربا» را در تعامل‌های اقتصادی جوامع اسلامی، ممنوع کرده است، اندیشه‌وران اقتصاد اسلامی به دنبال ارائه ابزارهای جدیدی هستند تا ضمن احراز کارایی لازم، توانایی جایگزینی با دیگر ابزارهای متداول و مرسوم در نظام امروزی مالی در جهان را داشته باشد و بتوانند هدف‌های نظام اقتصاد اسلامی را در عرصه کلان اقتصادی، تحقق ببخشند. صكوك یکی از رایج‌ترین و متداول‌ترین ابزارهای مالی است كه در جریان تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار شكل گرفته به طوری كه ضمن در برداشتن کارایی و عملکرد ابزارهای متعارف مالی، به طور مستقیم با فعالیت‌های بخش حقیقی ارتباط دارد. در این تحقیق سعی شده است براساس سازوکارهای فقهی و قانونی موجود در کشور و با استفاده از ظرفیت قرارداد مشاركت به طراحی اوراق مشاركت‌كاهنده مبتنی بر عقد مشاركت‌كاهنده پرداخته شده است. به منظور توسعه و پیش‌بری الگو، موارد ذیل پیشنهاد می‌شود:

۱. طراحی مدل‌های بهینه پوشش ریسك اوراق بهادار صكوك مشاركت‌كاهنده به

ویژه در زمینه:

✓ حذف ركن ضمانت پرداخت اصل و سود اوراق مشاركت‌كاهنده؛

✓ روش‌های کاهش ریسك عدم تقارن اطلاعاتی در انجام معاملات ادغام

و تملك؛

۲. طراحی الگوهای قیمت‌گذاری اوراق مشاركت‌كاهنده؛

۳. شناسایی روش‌های توسعه فرهنگ ادغام و تملك در کشور؛

۴. مهندسی مالی اوراق بهادار از جمله:

✓ طراحی اوراق مشاركت‌كاهنده در صندوق پروژه‌محور؛

✓ طراحی اوراق مشاركت‌كاهنده در فروش املاك مازاد بانك‌ها؛

✓ طراحی اوراق مشاركت‌كاهنده در تأمین مالی خرد اسلامی؛

✓ طراحی اوراق مشاركت‌كاهنده در تأمین مالی مسكن.



## یادداشت‌ها

1. Merger & Acquisition
2. Deminishing Partnership Sukuk
3. Equity-Linked Securities
4. Leverage Buy-Out
5. Yusemane
6. Ottoman & Abdullah
7. Mira & Abdul Razzaq
8. Taipei, Ramaya & Abdul Razzaq
9. Tayeb et al
10. Norita
11. Nasir
12. Lee Ching Long
13. Abdul Razzaq et al
14. Osman Ali et al
15. Yasho & Eboolish
16. Divestiture
17. Acquisition of Stock
18. Seller Financing
19. Deferred Payments
20. Earn Outs
21. Installment Sales
22. Dad Frank
23. Towers Watson
24. Due Diligence
25. Shared Equity
26. Ahmad Kamel
27. Maiden Mira
28. Al-Jastari Abdul Razzaq

۲۹. شرکت مدیریت دارایی مرکزی به موجب ماده ۲ دستورالعمل فعالیت نهادهای واسط، مصوب ۱۳۸۹/۰۵/۱۱ شورای عالی بورس و اوراق بهادار به منظور تأسیس، اداره و راهبری نهادهای واسط موضوع بند «د» ماده ۱ قانون «توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید» تشکیل گردیده است.

## کتابنامه

احمدی، سعید و محمدمهدی دژدار (۱۳۹۵)، «اوراق خرید دین ابزاری مؤثر در تأمین سرمایه در گردش شرکت‌ها»، تحقیقات مالی اسلامی، شماره ۱۰، صص ۱۵۵-۱۹۲.

احمدی، موسی و سعید احمدی (۱۳۹۳)، «شناسایی و مدیریت ریسک‌های مرتبط با ادغام و تملک»، ماهنامه بورس، شماره ۱۱۹، ص ۳۷.

- ترابی، مرتضی (۱۴۲۶ق)، *المشاركه المتناقصه - صورها و احكامها، فقه اهل البيت، قم: مؤسسه دائره معارف الفقه الاسلامی.*
- جهانخانی، علی، علی ثقی و اصغر عارفی (۱۳۸۵)، «مبانی تئوریک و کاربردی تصاحب و ادغام شرکت‌ها»، *تحقیقات مالی*، شماره ۲۱، صص ۴۷-۷۴.
- درگاهی فدایی، لعیا (۱۳۸۸)، «بررسی عملکرد شرکت‌های تصاحب شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از معیار ارزش افزوده اقتصادی»، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، تهران: دانشگاه الزهراء.
- سازمان بورس و اوراق بهادار (۱۳۸۷)، *دستورالعمل استفاده از خدمات مشاوران عرضه اوراق بهادار.*
- سازمان بورس و اوراق بهادار (۱۳۹۴)، *دستورالعمل انتشار اوراق اجاره.*
- شرکت بورس اوراق بهادار تهران (۱۳۸۸)، *گزارش شناخت خریدهای تملکی.*
- صادقی، محسن و داوود جعفری سرشت (۱۳۸۷)، «گزارش شناخت ادغام و اکتساب شرکت‌ها»، تهران: مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار.
- عابد، ریحانه (۱۳۸۸)، «تأثیر تصاحب شرکت‌ها بر بازدهی سهام آنها»، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، تهران: دانشگاه علامه طباطبایی.
- عارفی، اصغر (۱۳۸۸)، «بررسی عملکرد تصاحب شرکت‌ها در ایران»، *پژوهشنامه بازرگانی*، شماره ۵۰، صص ۲۲۵-۲۴۶.
- عارفی، اصغر (۱۳۸۹)، «ارزش افزوده اقتصادی در شرکت‌های تصاحب شده در بورس اوراق بهادار تهران»، *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، شماره ۵۹، صص ۴۷-۶۲.
- فاضلیان، سیدمحسن و غلامرضا اسلامی بیدگلی (۱۳۸۴)، «معرفی روش‌های تأمین مالی اسلامی مسکن»، *دین و ارتباطات*، شماره ۲۵، صص ۶۹-۹۴.
- کمال توفیق، محمد حطاب و حسین‌احمد کامل فهمی (۱۴۲۴ق)، *المشاركه المتناقصه كاداه من ادوات التمويل الاسلامی، قم: دراسات اقتصادیه اسلامیه، چاپ دهم.*

- معصومی‌نیا، غلامعلی و مصطفی شهیدی‌نسب (۱۳۸۸)، «بررسی فقهی و اقتصادی ابزار تأمین مالی مشارکت کاهنده» *اقتصاد اسلامی*، شماره ۳۵، صص ۹۹-۱۲۸.
- موسویان، سیدعباس (۱۳۸۸)، «مهندسی مالی عقود در بانکداری اسلامی»، *اقتصاد اسلامی*، شماره ۳۵، صص ۶۳-۹۸.
- موسویان، سیدعباس، بلال وثوق و علی فرهادیان‌آرانی (۱۳۹۲)، «شناخت و رتبه‌بندی ریسک‌های ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)»، *اندیشه مدیریت راهبردی*، شمار ۱۳، صص ۱۸۷-۲۱۲.
- موسویان، سیدعباس و روح‌اله غلامی (۱۳۹۲)، «بررسی راهکارهای استمهال مطالبات غیرجاری در بانکداری بدون ربا»، *روند*، شماره‌های ۶۳ و ۶۴، صص ۱۰۹-۱۴۰.
- هیأت وزیران (۱۳۶۲)، «آیین‌نامه تسهیلات اعطای بانکی»، تصویب نامه شماره ۸۸۶۲۰.
- Abduh, M., & Abdul Razak, D. (2011). Customers' Attitude Towards Diminishing Partnership Home Financing in Islamic Banking.
- Ali, U., & Mahmood, A. (2015). Proposing a KIBOR-Free Home Financing Model Based on Diminishing Musharakah for Islamic Banks. *Pakistan Journal of Social Sciences (PJSS)*, 35(2).
- Bin Mohd Yatim, M. N. (2010). Diminishing Musharakah: Using a Viable Kind of Equity Financing Instrument in Managing the Capital Requirement of Business. *African Journal of Business Management*, 4(12), 2380.
- DePamphilis, D. (2009). *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities: An Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions*. Academic Press.
- Fauziah, Taib, M., Ramayah, T., & Abdul Razak, D. (2008). Factors Influencing Intention to Use Diminishing Partnership Home Financing. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 1(3), 235-248.
- Lung, L. C. (2013). Musharakah Mutanaqisah Partnership in Malaysia's Islamic Bank: A Comparison Between Theory and Practice. *American Journal of Economics and Business Administration*, 5(3), 95.
- Martynova, M., & Renneboog, L. (2008). A Century of Corporate Takeovers: What have We Learned and Where do we Stand?. *Journal of Banking & Finance*, 32(10), 2148-2177.
- Meera, M., Kameel, A., & Abdul Razak, D. (2005). Islamic Home Financing Through Musharakah Mutanaqisah and Al-Bay' Bithaman Ajil Contracts: A Comparative Analysis. *Review of Islamic Economics*, 9(2), 5-30.

- Nor, N. M. (2008). Musharakah Mutanaqisah as an Islamic Financing Alternative to BBA. *Malaysian Islamic Finance Monthly*, 3(9), 22-24.
- Osmani, N. M., & Abdullah, M. F. (2010). Musharakah Mutanaqisah Home Financing: A Review of Literatures and Practices of Islamic Banks in Malaysia. *International Review of Business Research Papers*, 6(2), 272-282.
- Pianese, C., Naji Boulos E., & Cosgrave, B. (2012), *Islamic Finance News*, Volume 9(6).
- Razak, D. A., Mohammed, M. O., & Tarique, K. M. (2015). Abandoned Housing Projects in Malaysia and the Prospect of DP: An Overview. *Procedia Economics and Finance*, 31, 813-822.
- Reuters, T. (2016), *Mergers & Acquisitions Review- full Year 2015*.
- Usmani, M. I. A., & Zubairi, Z. (2002). *Islamic Banking. Karachi: Darul-Ishaat Urdu Bazar*.
- Yachou, N., & Aboulaich, R. (2016). A Modified Diminishing Partnership for Home Financing. *World Academy of Science, Engineering and Technology, International Journal of Economics and Management Engineering*, 3(7).

Archive of SID

**Participating Bonds Provide an Operational Solution to Finance  
the Process of Mergers and Acquisitions**

**Musa Ahmadi\***  
**Saeed Ahmadi\*\***

*Received: 06/06/2016*  
*Accepted: 25/11/2016*

Making decisions on mergers and acquisitions is one of the strategic decisions of top managers in different corporations. Mergers and acquisitions (M&A) are complex processes which have vast managerial, legal, financial, cultural, social and political outcomes and may lead to major increase in the wealth and quality of resource allocation. Researches show that achieving the penetration strategy in the market, implementing innovative programs, restructuring, reengineering the supply chain and creating shared service providing center are among the main objectives of mergers and acquisitions in different industries. The main problem here is the lack of access to reasonable and quick financial resources. Due to the expansion in mergers and acquisitions methods, it is necessary to create innovative financial instruments for them according to Islamic *Sharia* Principles. This study, by using descriptive- analytical method, has provided the structure of new Islamic financial instruments for the financing of mergers and acquisitions. *Tenaghos* sukuk has been introduced based on decreasing partnership (*mosharakat*) contract as a modern M&A financing method for the Iranian financial market.

**Keywords:** Integration and Ownership, Sukuk, Decreasing participation, Partial Bonds, Financing, Islamic Financial Instruments

**JEL Classification:** G31, G34

---

\*Assistant Professor, Faculty of Humanities, Islamic Azad University, Abhar Branch, (Corresponding Author), musa.ahmadi@gmail.com

\*\* Ph.D. Student of Financial Engineering, Islamic Azad University, Central Tehran Branch, Saeidahmadi83@gmail.com