

# پیشنهادهایی برای کارآمدی بیشتر اوراق مشارکت

## ایمان نوربخش

هدف از این مقاله بررسی ضعف‌های فعلی اوراق مشارکت به عنوان روش تامین مالی بنگاه‌های اقتصادی در کشور می‌باشد. این ضعف‌ها در این مقاله برشمرده شده است. در پایان نیز پیشنهادهایی برای رفع این ضعف‌ها و کارآمدتر نمودن اوراق مشارکت در کشور ارائه شده است.

### مقدمه

بنگاه‌های اقتصادی برای تامین مالی فعالیت‌های خود دو روش اصلی دارند: انتشار اوراق سهام و یا انتشار اوراق بدهی. تفاوت اصلی بین اوراق سهام و اوراق بدهی در دو چیز است: دارنده اوراق سهام در سود و زیان بنگاه اقتصادی شریک است و به هر میزان بنگاه اقتصادی سود کسب نماید، دارنده اوراق به نسبت سهم خود سود خواهد برد. اما دارنده اوراق بدهی سود محدودی خواهد داشت. تفاوت دوم این است که دارنده اوراق بدهی نسبت به دارنده اوراق سهام اولویت دارد. به عبارت دیگر اگر بنگاه اقتصادی بخواهد سود برآمده از کارهای خود را میان دارندگان اوراق سهام و بدهی بخش نماید، نخست دارندگان اوراق بدهی سود خود را دریافت نموده و سپس مانده سود میان سهامداران قسمت خواهد شد.

یکی از گونه‌های فراگیر تامین مالی در دنیا چاپ اوراق بدهی می‌باشد. اوراق بدهی می‌تواند برای نیازهای کوتاه‌مدت مثل خرید مواد اولیه و یا هزینه‌های جاری منتشر شود. سررسید اوراق بدهی کوتاه‌مدت معمولاً بین ۹۰ روز تا یک سال می‌باشد. همچنین اوراق بدهی برای نیازهای بلندمدت مثل خرید تجهیزات، طرح‌های سرمایه‌گذاری و یا تامین بودجه عمرانی می‌تواند منتشر گردد. سررسید اوراق بدهی بلندمدت از یک سال تا ۲۰ سال و گاهی طولانی‌تر می‌تواند باشد. ناشران اوراق بدهی دولت‌ها، سازمان‌های دولتی، شهرداری‌ها، استانداردها و شرکت‌های تجاری هستند.

اوراق بدهی همواره دارای قیمت اسمی هستند. برای نمونه اگر قیمت اسمی یک ورقه بدهی با سررسید یک سال هزار ریال باشد، دارنده آن در زمان سررسید هزار ریال از ناشر دریافت خواهد کرد. قیمت اسمی، ارزش اوراق در زمان سررسید می‌باشد. افزون بر قیمت اسمی، بسیاری از اوراق بدهی در دوره‌هایی قبل از سررسید درصدی از قیمت اسمی را به عنوان سود (کوپن) به دارنده آن پرداخت می‌نمایند. این دوره‌ها می‌تواند سه‌ماهه، شش‌ماهه و یا یک ساله باشد. گاهی نیز اوراق بدهی ممکن است طی دوره سودی پرداخت ننمایند و دارنده صرفاً در سررسید قیمت اسمی را دریافت خواهد کرد. شاید این پرسش پیش بیاید که دارنده اوراق بدهی بدون کوپن چگونه سود خواهد کرد؟ پاسخ این است که اوراق بدهی در زمان فروش با تنزیل قیمت عرضه می‌گردد. یعنی خریدار آن اوراق را با قیمت کمتری از قیمت اسمی خریداری کرده و در سررسید قیمت اسمی را دریافت خواهد کرد. تفاوت قیمت روز با قیمت اسمی سودی است که نصیب خریدار می‌گردد.

پرسش دیگری که پیش می‌آید این است که اوراق در روز اول چگونه ارزش‌گذاری می‌گردد؟ عوامل تعیین‌کننده ارزش اوراق بدهی چیست؟ ارزش اوراق بدهی به چند عامل بستگی دارد: سررسید اوراق، قیمت اسمی اوراق، درصد سود اسمی (کوپن)، دوره‌های پرداخت سود و از همه مهم‌تر نرخ تنزیل اوراق. هر چقدر سررسید اوراق طولانی‌تر باشد و یا دوره‌های پرداخت سود طولانی‌تر باشد، ارزش روز اوراق کمتر است. هر چقدر قیمت اسمی و درصد سود اسمی بیشتر باشد، ارزش روز اوراق هم بیشتر خواهد بود.

نرخ تنزیل یا نرخ سود اسمی متفاوت است. نرخ تنزیل نرخی است که به وسیله آن قیمت اسمی تنزیل یافته و قیمت روز مشخص می‌گردد. متأسفانه در ایران بسیاری این دو نرخ را یکسان می‌پندارند. نرخ سود اسمی (نرخ کوپن) در واقع به وسیله ناشر همچون درصدی از قیمت اسمی تعیین می‌گردد و بخشی از تعهد ناشر به دارنده اوراق می‌باشد. این نرخ می‌تواند صفر و یا از نرخ سود سپرده‌های بانکی هم بالاتر باشد. اما نرخ تنزیل در بازار تعیین می‌گردد و میزان آن بستگی به عوامل کلان اقتصادی و ریسک فعالیت ناشر دارد. هر چقدر نرخ تنزیل بالاتر باشد، تفاوت قیمت روز با قیمت اسمی بیشتر خواهد بود. عوامل اصلی تعیین‌کننده نرخ تنزیل، نرخ تورم، نرخ بهره واقعی، میزان ریسک اعتباری و

ریسک نقدشوندگی می‌باشند. نرخ تورم و نرخ بهره واقعی بر اساس شرایط مختلف اقتصادی و سیاست‌های پولی و مالی دولت تغییر می‌کند. معنای ریسک اعتباری این است که ناشر نتواند در سررسید به تعهد خود در قبال دارندگان اوراق وفادار بماند و یا ورشکسته گردد. معنای ریسک نقدشوندگی نیز این است که اگر دارنده اوراق بخواهد قبل از سررسید آن، این اوراق را به فرد دیگری بفروشد، ممکن است برای آن اوراق خریداری نباشد و یا اگر هم باشد، با قیمت بسیار کمتر از قیمت روز آن را خریداری نماید. روی هم رفته هر چقدر این چهار عامل (نرخ تورم، نرخ واقعی بهره، ریسک اعتباری و ریسک نقدشوندگی) بیشتر باشند نرخ تنزیل اوراق نیز بالاتر خواهد بود.

### پرسش بعدی این است که ساز و کار خرید و فروش اوراق بدهی چگونه است؟

برای خرید اوراق بهادار (چه سهام و چه اوراق بدهی) دو گونه بازار وجود دارد: بازار اولیه و بازار ثانویه. بازار اولیه، بازاری است که ناشر برای اولین بار قصد دارد اوراق منتشر شده را به فروش برساند. در این بازار اوراق به وسیله بانک عامل به خریداران عرضه می‌گردد. ساز و کار قیمت‌گذاری نیز بر اساس حراج می‌باشد. یعنی خریداران بر اساس عواملی که شمرده شد، قیمت پیشنهادی و تعداد اوراق خواسته شده خود را اعلام می‌کنند و در پایان بر اساس قیمت‌های اعلام شده، کسانی که بالاترین قیمت را داده‌اند، به عنوان دارندگان اوراق شناخته خواهند شد. قیمتی که به وسیله خریداران پرداخت خواهد شد، قیمت پیشنهادی آخرین ورقه به فروش رفته می‌باشد. برای نمونه اگر تعداد اوراقی که به حراج گذاشته شده هزار عدد باشد، قیمتی که برای آخرین ورقه (ورقه هزارم) پیشنهاد شده است (برای نمونه ۹۰۰ ریال)، به عنوان قیمت ملاک تعیین شده و تمامی هزار ورقه با آن قیمت فروخته می‌شود.

اگر دارنده اوراق بخواهد قبل از سررسید آن را به دیگری بفروشد، در بازار ثانویه این اوراق خرید و فروش می‌گردد. قیمت اوراق در این بازار طی روز بر اساس عرضه و تقاضا تعیین می‌گردد. عوامل تاثیرگذار بر قیمت در این بازار همان عواملی است که نرخ تنزیل را تغییر می‌دهد. بازار ثانویه اوراق بدهی بیشتر همانند بازار اوراق سهام به صورت متمرکز می‌باشد و کلیه درخواست‌های خرید و فروش در یک جا گردآوری شده و بر اساس آن قیمت روز آشکار می‌گردد. با این حال ممکن است اوراقی که نقدشوندگی کمتری دارند در بازار فرا بورس خرید و فروش شوند. برای آنکه خرید و فروش روان‌تر و ساده‌تر انجام گیرد هر اوراق ممکن است یک بازار گردان داشته باشد. بازار گردان یک شخص حقیقی یا حقوقی است که وظیفه دارد به تراز نمودن عرضه و تقاضا کمک نماید. هرگاه عرضه اوراق بیش از تقاضا باشد، بازار گردان اوراق را خریداری می‌کند و هرگاه تقاضا بیش از عرضه باشد، اوراق را می‌فروشد. به این ترتیب بازار گردان خطر نقدناشوندگی اوراق را کاهش می‌دهد. ممکن است بعضی از اوراق بدهی بازار گردان نداشته باشند. این اوراق معمولاً در بازار فرابورس خرید و فروش شده و فاصله بین قیمت خرید و فروش آن زیاد است.

ریسک اعتباری اوراق بدهی توسط موسسات رتبه‌بندی سنجیده می‌شود. موسسات رتبه‌بندی با دریافت اطلاعات عمومی و محرمانه ناشر اوراق و پس از بررسی کامل ناشر از جهات مختلف و مصاحبه با مدیران ناشر اقدام به رتبه‌بندی اعتباری اوراق منتشر شده توسط ناشر می‌نمایند. این رتبه‌بندی معمولاً به صورت فصلی بازنگری شده و ممکن است تغییر نماید. هر چقدر ناشر رتبه اعتباری بالاتری را کسب کند ریسک اعتباری اوراق بدهی آن کمتر و ارزش آن در بازار بیشتر خواهد بود.

گاهی ممکن است اوراق بدهی به وسیله یک بانک، بیمه، نهاد دولتی و یا خود دولت تضمین شود. به این معنا که اگر به هر دلیلی ناشر نتواند به پیمان خود برای پرداخت سود و یا اصل بدهی در سررسید عمل نماید، ضامن اوراق آن مبلغ را به دارندگان اوراق پرداخت خواهد کرد. در صورت وجود ضامن برای اوراق، ریسک اعتباری اوراق بر اساس ریسک اعتباری ضامن تعیین می‌گردد. از آنجا که معمولاً ضامن اعتبار بیشتری از خود ناشر دارند، وجود ضامن باعث اقبال بیشتر خریداران به اوراق منتشر شده خواهد شد. نکته مهمی که باید به آن توجه شود این است که معمولاً بر اساس آنچه که در دنیا متداول است تضمین

بدهی در بازارهای متداول دنیا تغییرات نرخ تنزیل می‌باشد. هرگاه نرخ تنزیل بیش از نرخ سود پرداختی (کوپن) باشد، قیمت روز از قیمت اسمی کمتر خواهد بود. برعکس هرگاه نرخ تنزیل کمتر از نرخ سود پرداختی (کوپن) باشد، قیمت روز بیش از قیمت اسمی خواهد بود. بنابراین با تغییر نرخ تنزیل قیمت روز نیز تغییر خواهد کرد. به عوامل اصلی تغییر نرخ تنزیل نیز اشاره کردیم.

یکی از عوامل اصلی تغییر نرخ تنزیل نرخ تورم می‌باشد. با بالا رفتن نرخ تورم نرخ تنزیل اوراق نیز افزایش خواهد یافت و بالا رفتن نرخ تنزیل منجر به کاهش ارزش روز اوراق می‌گردد. حال ببینیم چه اشکالی به وجود خواهد آمد. فرض کنید در کشور خودمان اوراق مشارکت با نرخ ۱۷ درصد منتشر گردد و نرخ تورم مثلاً ۱۵ درصد باشد. در این حالت خریدار اوراق سودی بیش از نرخ تورم دریافت خواهد کرد و از آن استقبال خواهد شد. حال فرض کنید بعد از یک سال نرخ تورم به ۲۰ درصد افزایش یابد. در این حالت دارنده اوراق نه تنها سودی دریافت نمی‌کند بلکه عملاً با کاهش ارزش پول خود مواجه است. بنابراین به محض افزایش نرخ تورم این اوراق را خواهد فروخت تا آن را در جای دیگری که سود بیشتری (با همان ریسک) پرداخت می‌کند سرمایه‌گذاری کند. اما با افزایش نرخ تورم نرخ تنزیل هم به بیش از ۲۰ درصد افزایش یافته است. بنابراین اگر دارنده اوراق بخواهد این اوراق را به شخص دیگری واگذار کند، آن فرد دوم این اوراق را با قیمت کمتری از قیمت اسمی از او خواهد خرید. در این میان بانک عامل یا بازار گردان اعلام کرده است که دارنده اوراق هر موقع بخواهد می‌تواند آن را با قیمت اسمی به من بفروشد. بنابراین طبیعی است که دارنده اوراق به جای واگذاری آن به فرد دیگر با قیمتی کمتر از قیمت اسمی، آن را به بازار گردان یا بانک عامل بفروشد. با تداوم افزایش نرخ تورم افراد بیشتری مایل خواهند بود که اوراق خود را به بازار گردان بفروشند. بنابراین عملاً بازار ثانویه کارکرد خود را از دست خواهد داد چرا که هیچ کس حاضر نیست در این شرایط اوراق خود را با کمتر از قیمت اسمی بفروشد.

برای آنکه بهتر بتوان این اشکال را نشان داد فرض کنید فردی در بانک مبلغی را به عنوان سپرده سرمایه‌گذاری پنج‌ساله سپرده‌گذاری کرده باشد. اگر این فرد بخواهد بعد از یک سال سپرده خود را ابطال نماید، بانک بخشی از سودهایی را که قبلاً به او پرداخت کرده از مبلغ اسمی سپرده کم می‌نماید. چرا که او در واقع به اندازه یک سال سپرده‌گذاری کرده اما سود سپرده پنج‌ساله را دریافت نموده است. اما دارنده اوراق مشارکت می‌تواند هر زمان که خواست آن را به بانک عامل واگذار نموده و همچنان همان سود را دریافت نماید، بدون آنکه بابت فروش اوراق قبل از سررسید هزینه یا جریمه‌ای بپردازد. همان طور که قبلاً هم گفته شد در واقع دارنده اوراق مشارکت با ساختار فعلی دارای حق اختیار فروش این اوراق با قیمت اسمی قبل از سررسید می‌باشد بدون آنکه بابت این اختیار فروش هزینه‌ای پرداخت کرده باشد.

به علت این مشکل می‌بینیم که در سال گذشته به محض آنکه نرخ سود سپرده‌های بانکی به ۲۰ درصد افزایش پیدا کرد، بسیاری از افراد که قبلاً اوراق مشارکت را با نرخ سود علی‌الحساب ۱۷ درصد خریداری نموده بودند، آنها را به بانک‌های عامل واگذار کردند. به گونه‌ای که ناشرین اوراق مجبور شدند عملاً نرخ سود علی‌الحساب را به بیش از ۲۰ درصد افزایش دهند.

مشکل دیگری که بر سر راه معاملات اوراق مشارکت وجود دارد، نبود موسسات رتبه‌بندی برای سنجش ریسک اعتباری است. به عبارت دیگر از آنجا که تاکنون بر خلاف بسیاری از کشورها، در کشور ما موسسات رتبه‌بندی اعتباری شکل نگرفته‌اند، عملاً راهی برای فعالان بازار سرمایه برای سنجش ریسک اعتباری شرکت‌ها نیست. به همین دلیل هم‌اکنون تمامی اوراق مشارکت منتشر شده توسط سیستم بانکی و یا بانک مرکزی تضمین شده است. خریداران اوراق هم به اعتبار سیستم بانکی این اوراق را خریداری می‌نمایند و عملاً ریسک اعتباری آن اوراق را ناچیز می‌شمارند چرا که فرض آنها بر این است که اصل و سود توسط یک بانک تضمین شده و پرداخت خواهد شد. این امر باعث می‌شود که عملاً تمامی اوراق منتشره در بازار سرمایه از بابت ریسک اعتباری یکسان قلمداد گردد.

### پیشنهادهایی برای بهبود وضعیت بازار اوراق مشارکت

با توجه به مشکلاتی که بر شمرده شد پیشنهادها زیر برای بهبود وضعیت اوراق مشارکت قابل بررسی است:

#### ۱- حذف تضمین ارزش اسمی قبل از سررسید

همان طور که در قسمت‌های قبلی هم گفته شد در حال حاضر دارنده اوراق می‌تواند هر زمان که بخواهد قبل از سررسید اوراق، آن را با قیمت اسمی به بانک عامل یا بازار گردان بفروشد. در واقع از این بابت امتیازی به دارنده اوراق داده شده بدون اینکه هزینه‌ای در قبال آن پرداخت شده باشد. اخیراً برای برخی از اوراق که منتشر شده است، در ضمن شرایط ضمن قرارداد، ذکر شده در صورتی که دارنده اوراق آن را زودتر از سررسید بفروشد، سود کمتری دریافت خواهد کرد. این شرط اگر چه قدمی رو به جلوست اما قطعاً کافی نیست. چرا که در

بازپرداخت سود و اصل فقط در سررسید می‌باشد. به عبارت دیگر دارنده اوراق فقط در زمان سررسید می‌تواند مبلغ اسمی را از ضامن دریافت نماید و اگر زودتر از سررسید بخواهد اوراق خود را بفروشد باید آن را در بازار به فروش برساند. این نکته یکی از مهم‌ترین تفاوت‌های اوراق بدهی در دنیا با اوراق مشارکت در ایران می‌باشد که در ادامه به آن خواهیم پرداخت. گاهی نیز ممکن است ناشر این اختیار را داشته باشد که قبل از سررسید اوراق منتشر شده را بازخرید نماید (Callable bonds). معمولاً شرایط بازخرید هنگام انتشار اوراق اعلام می‌گردد. اگر ناشر احساس کند نرخ سود پرداختی از نرخ بهره روز بسیار بیشتر است ممکن است ترجیح دهد تا اوراق بازخرید نموده و اوراق با نرخ سود کمتری منتشر نماید. اوراق قابل بازخرید توسط ناشر، ارزش کمتری از اوراق بدهی بدون اختیار بازخرید دارند، چرا که ارزش اختیار خرید توسط ناشر از ارزش اوراق کم می‌شود.

### ابزارهای مالی اسلامی جایگزین اوراق بدهی

از آنجا که دریافت سود در قبال قرض در دین اسلام ربا محسوب می‌شود بنابراین نمی‌توان از اوراق قرضه به عنوان روشی برای تامین مالی در کشورهای اسلامی استفاده کرد. با وجود این عقود بسیار متنوعی در فقه اسلامی تعریف شده است که می‌تواند جایگزین بسیار مناسب برای اوراق قرضه باشد. نکته مهم این است که تفاوت اوراق قرضه با ابزارهای مالی اسلامی (مثل اوراق مشارکت یا صکوک) در نحوه دریافت و پرداخت جریان‌های نقدی نیست؛ بلکه تفاوت اصلی در شروط ضمن قرارداد و تعهدات شرعی و حقوقی دو طرف معامله می‌باشد. این نکته‌ای است که متأسفانه بسیاری از منتقدین ابزارهای مالی اسلامی به آن توجه نمی‌کنند. در حال حاضر در بسیاری از کشورها و حتی در برخی کشورهای غیر مسلمان داد و ستد ابزارهای مالی اسلامی بسیار رایج شده است. خوشبختانه در سال‌های اخیر در کشور ما نیز برخی محققین به استفاده از این عقود به عنوان جایگزین ابزارهای مالی متعارف در دنیا توجه ویژه‌ای داشته‌اند. با این حال هنوز غیر از عقد مشارکت از سایر عقود اسلامی استفاده چندانی در عمل نشده است. برای بررسی، معرفی و کاربرد هر کدام از این عقود، نیاز به مقاله جداگانه دیگری می‌باشد. اما در انتهای این مقاله به یکی از این عقود که می‌تواند بسیار مفید باشد، یعنی عقد خرید دین و کاربرد آن اشاره خواهد شد.

### وضعیت فعلی اوراق مشارکت در ایران

اوراق مشارکت در سال ۱۳۷۳ به عنوان روشی جایگزین اوراق قرضه برای تامین مالی پروژه‌های دولت و شهرداری معرفی گردید. کل اوراق منتشر شده تا پایان سال ۸۹ در حدود ۳۳۳ هزار میلیارد ریال می‌باشد. میزان اوراق منتشره تا بهمن‌ماه سال ۹۰ در حدود ۳۴ هزار میلیارد ریال بوده است. نکته قابل توجه اینکه از کل اوراق منتشره سهم بخش خصوصی براساس آمار بانک مرکزی کمتر از ۵ درصد می‌باشد. عمده اوراق منتشر شده متعلق به دولت، شرکت‌های دولتی و شهرداری‌ها می‌باشد. در سال ۹۰ اوراق اجاره صکوک نیز برای اولین بار بازار سرمایه کشور معرفی گردید. از این اوراق بنگاه‌های اقتصادی جهت تامین مالی دارایی‌های ثابت استفاده می‌کنند. در حال حاضر تمامی اوراق مشارکت منتشرشده با تضمین و عاملیت یک بانک عرضه می‌گردند. در حال حاضر برای انتشار کلیه اوراق مشارکت نیاز به دریافت مجوز و تایید بانک مرکزی و سازمان بورس اوراق بهادار می‌باشد ...

در عرضه اولیه تمام اوراق با قیمت اسمی به فروش می‌رسند. عرضه اولیه معمولاً توسط بانک عامل انجام می‌گیرد. اوراق منتشر شده فعلی معمولاً در فواصل سه‌ماهه، شش‌ماهه و یا یک ساله سود علی‌الحساب به دارنده اوراق پرداخت می‌کنند. سررسید اوراق بین یک سال تا پنج سال است. مبالغ اصل و سود اوراق توسط یک بانک تضمین شده است. افزون بر این دارنده اوراق می‌تواند هر زمان قبل از سررسید اوراق خود را به بانک عامل تحویل داده و مبلغ اصل و سود محاسبه شده تا آن تاریخ را دریافت نماید. نکته قابل توجه اینکه دارنده اوراق می‌تواند هر زمان که بخواهد قبل از سررسید قیمت اسمی را دریافت نماید. به عبارت دیگر بانک عامل تضمین می‌کند که ارزش اوراق هیچ‌گاه کمتر از قیمت اسمی نشود. به سخن دیگر دارنده اوراق مشارکت اختیار دارد هرگاه که خواست تا قبل از تاریخ سررسید این اوراق را با قیمت اسمی به بانک عامل با قیمت اسمی بفروشد.

اخیراً برای برخی اوراق منتشر شده بازار گردان تعیین شده است تا در بازار فرا بورس مسئولیت بازارگردانی را انجام دهد. در عین حال بازار گردان نیز تضمین می‌کند که قیمت اوراق از قیمت اسمی کمتر نشود. با وجود این در حال حاضر بازار ثانویه اوراق مشارکت چندان در ایران فعال نیست که در ادامه به دلایل آن اشاره خواهیم کرد.

### چالش‌ها و مشکلات اوراق مشارکت در کشور

یکی از دلایل اصلی نبود بازار ثانویه فعال برای اوراق مشارکت، اشکالاتی است که در ساختار طراحی شده این اوراق وجود دارد. اشاره شد که عامل اصلی تغییر قیمت اوراق

نیز قادر خواهد بود با دخالت در این بازار و خرید و فروش آن میزان نقدینگی موجود در کل جامعه را کنترل نماید. در واقع این روش معادل عملیات بازار باز Open Market Operation در سایر کشورها خواهد بود. به این ترتیب بانک مرکزی دیگر نیازی به انتشار اوراق مشارکت برای جمع آوری نقدینگی نخواهد داشت. تشریح جزئیات این پیشنهاد نیاز به مقاله جداگانه ای دارد.

### حذف تضمین بانکی و ایجاد شرکت‌های رتبه‌بندی

در حال حاضر تمامی اوراق مشارکت منتشره توسط سیستم بانکی تضمین شده است. اگرچه این اوراق به صورت بالفعل بدهی سیستم بانکی به خریداران آن نیست، اما به صورت تعهد زیر خط می‌تواند هر لحظه به عنوان بدهی وارد ترازنامه بانک شود. بنابراین شدن این تعهدات می‌تواند فشار قابل توجهی به سیستم بانکی وارد نموده و انتشار اوراق جدید را با محدودیت مواجه سازد. بنابراین لازم است که در بلندمدت پس از راهاندازی بازار ثانویه اوراق مشارکت، بنگاه‌های اقتصادی بتوانند اوراق خود را بدون تضمین بانکی و بر اساس اعتبار خود منتشر نمایند. برای آنکه فعالان بازار بتوانند اوراق مشارکت شرکت‌ها را بدون تضمین بانکی قیمت‌گذاری و داد و ستد نمایند، لازم است که ریسک اعتباری این شرکت‌ها توسط یک مرجع مستقل و قابل اعتماد سنجش و گزارش گردد. این مرجع مستقل و قابل اعتماد شرکت‌های رتبه‌بندی هستند. لازم است که خود این شرکت‌ها هیچ گونه وابستگی از لحاظ مالی به شرکت‌هایی که سهام و اوراق مشارکت آنها در بازار معامله می‌شود نداشته باشند. ضمن آنکه مدیران و کارشناسان این شرکت‌ها باید خبرگی و صلاحیت علمی و تجربی ارزیابی ریسک اعتباری شرکت‌ها را داشته باشند. وجود موسسات رتبه‌بندی به شفافیت بیشتر بازار و تسهیم اطلاعات کمک فراوانی خواهد کرد. در حال حاضر آیین‌نامه و مقررات مربوط به تأسیس شرکت‌های رتبه‌بندی در سازمان بورس اوراق بهادار در حال تدوین و بررسی است. به نظر نگارنده تحقق پیشنهادهای قبلی برای استقبال از این شرکت‌ها و کارکرد آنها ضروری است

### بازنگری در قوانین و فرایند ورشکستگی و انحلال شرکت‌های تجاری

اگر به هر دلیلی شرکتی نتواند به تعهدات خود در قبال طلبکاران و یا دارندگان اوراق بهادار اعم از سهام یا اوراق مشارکت عمل نماید، آن شرکت وارد فرایند ورشکستگی و احیاناً انحلال می‌گردد. به طور معمول هنگامی که یک شرکت ورشکست می‌گردد، از نهادهای ناظر و طلبکاران درخواست استمهال بدهی‌های خود را می‌نماید تا طی یک دوره و بازنگری در فرایندها و هزینه‌های خود و تغییر ساختار بتواند بدهی‌های خود را پرداخت نماید. اگر به هر دلیل امکان تغییر ساختار و یا پرداخت بدهی‌ها نباشد، شرکت منحل خواهد شد. در این حالت شرکت کل دارایی‌های خود را به فروش رسانده تا بتواند بدهی‌های خود را پرداخت نماید. در صورت حذف تضمین بانکی اوراق مشارکت شرکت‌ها، دارندگان اوراق نیاز به یک بستر قانونی برای پیگیری مطالبات خود دارند. در حال حاضر فرایند ورشکستگی شرکت‌ها و پیگیری مطالبات معوق آنها بسیار وقت‌گیر و پرهزینه می‌باشد. بنابراین طبیعی است که در صورت عدم تضمین فعالان بازار علاقه چندانی به سرمایه‌گذاری در این اوراق نداشته باشند چرا که هزینه پیگیری مطالبات خود را بسیار بالا می‌بینند. بازنگری در قوانین ورشکستگی و انحلال شرکت‌ها و تسریع فرایند آن می‌تواند کمک شایانی به استقبال از اوراق مشارکت بدون تضمین بانکی نماید.

### نتیجه‌گیری

در این مقاله تلاش شد پیشنهادهایی جهت بهبود کاربرد اوراق مشارکت در تامین مالی بنگاه‌های اقتصادی ارائه گردد. در عین حال تذکر چند نکته ضروری است: اول آنکه سرمایه‌گذاری در این اوراق در هر حال تابعی از وضعیت کل اقتصاد کشور خواهد بود. طبیعی است که هر چقدر چشم‌انداز اقتصادی کشور مطمئن‌تر باشد، استقبال و رغبت به سرمایه‌گذاری در این اوراق بیشتر خواهد بود. دوم آنکه در حال حاضر فرایند اداری انتشار اوراق فرایندی نسبتاً وقت‌گیر می‌باشد. یکی از دلایل عمده عدم انتشار این اوراق توسط بخش خصوصی همین پرهزینه بودن و وقت‌گیر بودن انتشار این اوراق می‌باشد. تجدید نظر در این فرایند و آسان‌تر کردن شرایط انتشار آن باعث خواهد شد تا شرکت‌ها اقبال بیشتری به این روش تامین مالی نشان دهند. نکته سوم آنکه انتشار اوراق مشارکت و سایر ابزارهای مالی اسلامی و راه‌اندازی بازار ثانویه آن تاثیر بسزایی در توسعه بازار پول و بازار سرمایه کشور خواهد داشت و کمک قابل توجهی به بنگاه‌های اقتصادی برای تامین مالی فعالیت‌های خود خواهد کرد. استفاده از این ابزار تا حدی فشار بر سیستم بانکی را کاهش خواهد داد و کمک خواهد کرد تا سیستم بانکی به تنهایی بار تامین مالی پروژه‌های دولتی و بخش خصوصی را بر دوش نکشد و شرکت‌ها نیز روش‌های جایگزین برای تامین مالی طرح‌های خود پیدا کنند.

\* به دلایل عدم استقبال بخش خصوصی از این ابزار بیشتر خواهیم پرداخت.

صورتی که نرخ بهره و نرخ تورم نوسانات زیادی داشته باشد، باز هم دارنده اوراق مایل خواهد بود اصل سرمایه خود را زودتر دریافت نموده و آن را در جای دیگری با سود بیشتر سرمایه‌گذاری کند. بنابراین اگر اوراق مشارکت بخواهد کار خود را به عنوان ابزاری برای تامین مالی بنگاه‌های اقتصادی حفظ نماید لازم است که در ساختار قرارداد اوراق مشارکت اصلاحاتی انجام شود. یکی از مهم‌ترین اصلاحات حذف تضمین ارزش اسمی قبل از سررسید است. این اصلاح مزایای بسیاری برای توسعه بازار داد و ستد اوراق مشارکت خواهد داشت. یکی از آن مزایا این است که در این صورت نرخ تنزیل یا نرخ بهره به صورت شفاف و واقعی در بازار تعیین خواهد شد. این نرخ می‌تواند اطلاعات بسیار مفید و قابل توجهی را در اختیار سرمایه‌گذاران و نیز سیاستگذاران پولی و مالی کشور قرار دهد. این شفافیت بخشی از هزینه‌های کسب اطلاعات را کاهش خواهد داد. مزیت دیگر آن است که راه‌اندازی و توسعه بازار ثانویه اوراق مشارکت فراهم خواهد شد. در ادامه بیشتر درباره بازار ثانویه صحبت خواهیم کرد.

### عرضه اولیه اوراق با ساز و کار حراج

همان‌طور که گفته شد در حال حاضر اوراق مشارکت توسط سیستم بانکی و با قیمت اسمی به خریداران عرضه می‌گردد. نحوه تخصیص بر اساس زمان مراجعه می‌باشد و کسانی که زودتر برای خرید اوراق مراجعه کنند، نسبت به سایرین اولویت خواهند داشت. این روش با چند اشکال روبه‌روست: اول آنکه فروش اوراق در روز اول با قیمت اسمی ممکن است صحیح نباشد چرا که در صورتی که نرخ بهره (یا نرخ سود سپرده‌های بانکی) با نرخ سود پرداختی اوراق متفاوت باشد، قیمت روز با قیمت اسمی تفاوت خواهد داشت (ممکن است بیشتر و یا کمتر باشد). اشکال دوم در این است که نحوه تخصیص اوراق بین متقاضیان شفافیت ندارد. به خصوص هر چقدر اوراق عرضه شده برای خریداران جذابیت بیشتری داشته باشد، این عدم شفافیت بیشتر خواهد بود. از این لحاظ ممکن است همه متقاضیان شرایط یکسان و عادلانه برای خرید اوراق را نداشته باشند.

همان‌گونه که در قسمت‌های قبل بیان شد، روش جایگزین که در اکثر کشورها هم برای سالیان متمادی با موفقیت اجرا شده است، استفاده از ساز و کار حراج می‌باشد. این روش مزایای بیشتری در مقایسه با روش موجود دارد: نخست آنکه در این روش فروش اوراق مشارکت راحت‌تر انجام خواهد شد. دوم آنکه شفافیت این روش نسبت به روش قبل بیشتر بوده و متقاضیان اوراق امکان رقابت عادلانه‌تری با یکدیگر خواهند داشت. وجود ساز و کار رقابتی باعث خواهد شد تا این اوراق با قیمت واقعی به فروش برسد.

### ایجاد بازار ثانویه

با توجه به حذف تضمین قبل از سررسید، ایجاد بازار ثانویه ضروری خواهد بود. به عبارت دیگر شرط موفقیت بازار ثانویه تحقق دو پیشنهاد قبلی می‌باشد. همان‌طور که به دفعات اشاره شد دلیل اصلی آنکه تاکنون بازار ثانویه اوراق مشارکت در کشور ما با اقبال مناسبی روبه‌رو نشده ساختار غلط قراردادهای اوراق مشارکت می‌باشد. اگر دارنده اوراق بخواهد قبل از سررسید آن را به فروش برساند، در بازار ثانویه آن را انجام خواهد داد. در صورت راه‌اندازی، این بازار می‌تواند مکمل بازار سهام باشد و حجم معاملات آن در حد معاملات بازار سهام خواهد بود. وجود این بازار به تنوع بخشی سبد سرمایه‌گذاری فعالان بازار سرمایه کمک فراوانی خواهد کرد. ضمن آنکه وجود این بازار و شاخص‌های آن می‌تواند نقش بسزایی در تصمیمات سیاستگذاران پولی و مالی کشور داشته باشد.

### استفاده از عقد خرید دین برای تامین مالی هزینه‌های جاری

یکی از عقود که پتانسیل بالایی برای جایگزینی اوراق قرضه کوتاه‌مدت دارد عقد خرید دین می‌باشد. این عقد که مختص فقه شیعه می‌باشد، به خریدار اجازه می‌دهد تا اسناد ناشی از معاملات تجاری بین دو طرف را با تنزیل خریداری نموده و در سررسید اصل مبلغ معامله را از خریدار اصلی دریافت نماید. بنگاه‌های اقتصادی و دولتی می‌توانند برای تامین هزینه‌های جاری خود مثل خرید مواد اولیه یا پرداخت حقوق کارکنان خود از این عقد استفاده نمایند. این عقد معادل اوراق قرضه بدون کوپن در سایر کشورها می‌باشد. شرکت‌های تجاری می‌توانند از این ابزار برای جبران و تامین نقدینگی استفاده نمایند. در حال حاضر یکی از مشکلات عمده بنگاه‌های اقتصادی کمبود نقدینگی است و این ابزار می‌تواند تا حدودی وضعیت نقدینگی بنگاه‌های اقتصادی کشور را بهبود بخشد.

استفاده از این ابزار به خصوص برای دولت به منظور تامین مالی بودجه جاری و تنظیم منابع و مصارف جاری می‌تواند بسیار مفید باشد. در واقع دولت با این ابزار دین خود به پیمانکاران و یا دستگاه‌های زیرمجموعه خود را با تنزیل به صورت اوراق خرید دین به فروش می‌رساند. سررسید این اوراق می‌تواند سه‌ماهه، شش‌ماهه تا یک ساله باشد. ضمناً دولت می‌تواند برای تنظیم منابع و مصارف خود به صورت هفتگی و یا ماهانه این اوراق را منتشر کرده و با سازوکار حراج به متقاضیان عرضه نماید. انتشار این اوراق و داد و ستد آن در بازار به تعیین نرخ بهره بدون ریسک به صورت شفاف کمک خواهد کرد. بانک مرکزی