

بررسی انواع اوراق مشارکت و نقش آن در بازارهای پول و سرمایه دکتر پرویز عقیلی کرمانی

استاد دانشگاه

قبل از ورود در بحث اصلی لازم است چند نکته‌ای بعنوان پیش گفتار عرض کنم:
- احتمالاً مستحضرنند که کشور مصر با قدرت هرچه بیشتر به دنبال سرمایه‌گذاریهای خارجی است تا نرخ رشد اقتصادی کشور را از ۵ درصد فعلی به ۸ درصد در سال افزایش دهد. نکته مهم این است که مصر در مقایسه با برنامه تعدیل اقتصادی مکزیک در نیمه دوم دهه ۸۰، تصمیم دارد قبل از آزاد کردن نقل و انتقالات ارزی وضعیت داخلی و مالی کشور را قدرت بخشد. در این راستا علاوه بر تقلیل کسری بودجه دولت، آزاد و خصوصی سازی بازار پول و سرمایه و سعی در افزایش نرخ پس انداز از ۱۸ درصد تولید ناخالص داخلی به ۲۸ درصد میباشد.
- رشد سالم اقتصادی (بدون تورم) از طریق افزایش نرخ پس انداز داخلی امکان پذیر است،
- برای تبدیل پس اندازهای کوچک به سرمایه‌گذاریهای بزرگ بازار پول و سرمایه کاراً لازم است،

- بازارهای کاراً «رقابت» و «معیارهای صحیح» قیمت گذاری و مقایسه‌ای لازم دارند،
- رقابت در چهارچوب ارکان آزاد و مستقل در بازار پول و سرمایه امکان پذیر است و معیار صحیح جزء سود یا بهره آزاد و واقعی چیز دیگری نیست.
- ارکان فرمان‌پذیر و بهره کنترل شده نتیجه‌ای جز حیف و میل شدن سرمایه‌های ملی ندارد.

بازار پول و بازار سرمایه:

اصطلاحاً اوراق بهادار با سررسید کمتر از یکسال و نهادهایی که در بازار کوتاه مدت فعالیت مینمایند ابزار و ارکان بازار پول نامیده میشوند، و اوراق بهادار با سررسید بیش از یکسال و نهادهایی که در بازار دراز مدت فعالیت مینمایند ابزار و ارکان بازار سرمایه نامیده می‌شوند.

با توجه به نکات فوق و در راستای کارآئی بازار پول و سرمایه، یکی از راههای ارتباط (بصورت نیمه مستقیم) بین پس انداز کنندگان و سرمایه پذیران: انتشار اوراق مشارکت میباشد. اوراق مشارکت میتواند در کنار اوراق سهام با مشخصاتی کاملاً متفاوت، قسمتی از وجوه سرمایه گذاران را جمع آوری نموده جهت توسعه اقتصادی کشور بکار گیرد. بنابر این لازم است انواع اوراق مشارکت مورد بررسی قرار گرفته و مشخصات آن شامل نرخ بازده، مدت، وثیقه یا تضمین بازپرداخت، اعتبار ناشر، مصرف وجوه تجهیز شده، ترتیب نظارت بر مصرف وجوه، ترتیب اطلاع رسانی به خریداران اوراق، ترتیب پرداخت سود طی دوره و بازپرداخت آن در سررسید، تجزیه و تحلیل گردد.

اوراق مشارکت

در ساختار مالی یک سازمان سرمایه پذیر، سه نوع منبع تجهیز سرمایه وجود دارد:

۱- سرمایه: اوراق سهام عادی ابزاری است که در صورت وجود سود، سازمان میتواند قسمتی یا تمامی آنرا بصورت سود سهام به دارندگان اوراق سهام عادی پرداخت نماید.

۲- استقراض: شامل تسهیلات بانکی، تسهیلات از فروشنندگان مواد، اوراق قرضه کلاً منابع تامین مالی استقراضی هستند که سازمان مکلف است سود مربوط را طی دوره و اصل آنرا در سررسید پرداخت نماید.

۳- ترکیبی از سرمایه و استقراض که اصطلاحاً سهام ممتاز یا اوراق مشارکت خوانده میشود. سهام عادی و ابزار استقراضی برای همگی روشن است. ولی سهم ممتاز نه به ترتیبی که در حال حاضر توسط شرکتهای مورد استفاده قرار میگیرد، بلکه بصورت تعریف شده در کتب امور مالی و آنچه در بازارهای بین المللی رایج است توضیحات بیشتری لازم دارد. طبق ماده (۴۲) قانون تجارت، شرکتهای سهامی میتوانند سهام ممتاز منتشر نمایند و شرایط و امتیازات این سهام را مجمع فوق العاده شرکت تعیین مینماید. بنابراین میتوان سهام ممتازی را در ایران منتشر نمود که دقیقاً مشابه سهام ممتاز خارجی باشد.

ویژگیهای سهام ممتاز و انواع سهام آن:

سهام ممتاز ابزاری است بین اوراق قرضه و سهام عادی. از لحاظ الویت و ارجحیت پرداخت. سهام ممتاز پس از اوراق قرضه ولی قبل از سهام عادی قرار میگیرد. باید توجه داشت که هرچند شرکتهاییکه سهام ممتاز منتشر کرده اند سعی دارند حتماً سود مربوط را در سررسید پرداخت نمایند، ولی در صورت عدم پرداخت سود شرکت ورشکسته نیست در صورتیکه عدم پرداخت سود اوراق قرضه شرکت را به ورشکستگی می کشاند. بنابراین وجه تمایز بین اوراق مشارکت و سهام ممتاز در ایران، مکلف بودن ناشر اوراق مشارکت در پرداخت سود سالانه (سود علی الحساب)

میباشد که از این لحاظ اوراق مشارکت رابه طرف اوراق قرضه متمایل مینماید. با سود ثابت سالانه (در صورت وجود سود)، با سود ثابت سالانه بصورت انباشته (در صورت عدم وجود سود در یک سال، رقم سود انباشته شده به سال بعد منتقل میگردد)، با سود تعیین شده سالانه به اضافه شراکت در مابقی سود شرکت، با سود تعیین شده سالانه بصورت انباشته به اضافه شراکت در مابقی سود شرکت.

خلاصه‌ای از قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت:

این قانون شامل ۱۳ ماده است که اهم آن عبارتند از: - اشخاص زیر می‌توانند اوراق مشارکت منتشر کنند: دولت، شرکتهای دولتی، شهرداریها، موسسات عام‌المنفعه، تعاونیهای تولیدی، موسسات و شرکتهای وابسته و شرکتهای سهامی عام و خاص غیردولتی. - به منظور تامین منابع مالی لازم برای طرحهای عمرانی انتفاعی دولت، طرحهای سودآور تولیدی ساختمانی و خدماتی، شامل مواد اولیه طرحهای تولیدی. - به استثنای طرحهای دولتی، سایر ناشرین بالقوه اوراق مشارکت باید مجوز لازم را از بانک مرکزی جمهوری اسلامی دریافت دارند و آن بانک پس از بررسی توجیه اقتصادی، فنی و مالی طرحهای مذکور اقدام به صدور مجوز مینماید. - سود اوراق با توجه به نرخ سود رایج در بازار و مدت مشارکت تعیین میگردد و نرخ مالیات آن ثابت و معادل ۵ درصد سود میباشد که توسط ناشر کسر گردیده به وزارت دارائی پرداخت میگردد. - سود پرداختی توسط ناشر اوراق هزینه قابل قبول مالیاتی بوده و در لیست هزینه‌های مورد قبول بند ۱۴۸ قانون مالیات درج میگردد. - شرکتهای سهامی عام میتوانند اوراق مشارکت قابل تبدیل به سهام منتشر نمایند.

جایگاه اوراق مشارکت در بازار پول و سرمایه:

با توجه به موارد تعیین شده در قانون مربوط به اوراق مشارکت، از این اوراق عمدتاً جهت تامین منابع مالی دراز مدت میتوان استفاده نمود، و از طرف دیگر توضیح داده شده که اوراق مشارکت به سهم ممتاز بیشتر شباهت دارد تا اوراق قرضه، لذا اوراق مشارکت ابزاری در بازار سرمایه است. ولی در دو حالت اوراق مشارکت میتواند وارد بازار پول نیز بشود: اوراق مشارکت منتشره بابت مواد اولیه، و اوراق مشارکت دراز مدت زمانیکه کمتر از یکسال به سررسیدشان مانده و به عنوان ابزار بازار پول از طریق بورس خرید و فروش شوند. در بازار سرمایه اوراق مشارکت میتواند جایگزین تسهیلات دراز مدت بانکها (وامهای بلند مدت) باشد و همچنین جایگزین سرمایه چه بصورت اوراق مشارکت دراز مدت باشد و چه از مشخصه قابلیت تبدیل به سهام آن استفاده شود.

مشخصات و امتیازات اوراق مشارکت:

چنانکه توضیح داده شد، مشخصات اوراق مشارکت این ابزار را بین اوراق قرضه و سهام عادی قرار میدهد. بنابراین نرخ بازده این اوراق نیز باید در محدوده بین اوراق دولتی و سهام عادی قرار گیرد.

نرخ بازده

نرخ بازده اوراق قرضه، چون دولت اوراق قرضه منتشر نمی‌نماید ولی بانکها دولتی هستند. بنابر این نرخ سپرده سرمایه‌گذاری را میتوان بعنوان "کف" نرخ سود اوراق مشارکت در نظر گرفت (البته باید توجه داشت که موسسات وابسته به دولت - Agencies - شاید نیم درصدی از نرخ اوراق دولتی باید بیشتر باشد).

- **نرخ بازده سهام عادی.** همانطوریکه استحضار دارند، قیمت سهام عادی در بورس اوراق بهادار براساس ضریبی از سود مورد انتظار آن سهم تعیین میگردد. بعبارت دیگر، سهمی که مثلاً ۱/۰۰۰ ریال سود مورد انتظارش است قیمت سهم در حال حاضر حدود ۴/۰۰۰ - ۳/۰۰۰ ریال تعیین می‌شود. یعنی ضریب مربوط در حال حاضر حدود ۳ تا ۴ برابر است. نرخ مورد انتظار از بازدهی سهام برابر است با (یک تقسیم بر ضریب) یا معادل ۲۵-۳۳ درصد در سال. متوسط این رقم را میتوان بعنوان «سقف» نرخ اوراق مشارکت در نظر گرفت.

با توجه به نرخ کف و سقف اوراق مشارکت، حال سایر عوامل / مشخصات موثر در تعیین نرخ باید مورد بررسی قرار گیرد:

مدت. هرچه دوره اوراق طولانی‌تر باشد، نرخ آن باید بالاتر باشد. بعبارت دیگر اوراق دو ساله نرخشان از اوراق یکساله بیشتر است و اوراق پنج ساله از اوراق چهار ساله.

وثیقه یا تضمین بازپرداخت. باید توجه داشت که موسساتی باید اوراق مشارکت منتشر نمایند که از نظر اعتبار در رده بسیار بالا قرار گرفته باشند. معمولاً اوراق قرضه بدون هیچگونه تضمین و فقط براساس اعتبار ناشر صادر میشود. برای اینکه اوراق مشارکت در بازار ایران شناسانده شده و عامه مردم احساس اطمینان کرده و در این اوراق سرمایه‌گذاری نمایند. شاید بهتر است در ابتدا تضمینات یا وثائق هم ارائه شود.

اعتبار ناشر. همانطوریکه توضیح داده شد اعتبار ناشر نقش عمده‌ای را بازی میکند. ناشر باید از سرمایه‌گذاران شناخته شده باشد و از اعتبار بالایی برخوردار باشد. معمولاً در خارج موسساتی هستند که وضعیت شرکتها را درجه بندی نموده و موسسات رده بندی شده بالا میتوانند اوراق قرضه یا مشارکت صادر نمایند.

مصارف و نظارت بر وجوه تجهیز شده. وجوه تجهیز شده یا باید به خرید داراییهای ثابت یا برای سرمایه در گردش موسسات استفاده شود. در ابتدای امر پذیره نویس اوراق با توجه به ساختار مالی ناشر و با توجه به نرخ هزینه تامین مالی ناشر پیشنهاد صدور اوراق را مینماید. بنابر این لازم است منابع تجهیز شده دقیقاً به مصرف هدفهای تعیین شده رسیده حسابرس شرکت یا

موسسه مورد تأیید بانک مرکزی (چون مسئولیت طبق قانون بعهدہ بانک مرکزی میباشد) نظارت بر مصرف وجوه را داشته باشد.

اطلاع رسانی.

متأسفانه اطلاع رسانی بصورت مکتوب و مداوم در ایران معمول نیست. لازم است اطلاعات شرکتها در دوره‌های مشخص برای سهامداران و دارندگان اوراق مشارکت ارسال گردد.

پرداخت سود و اصل اوراق در سررسید.

ترتیب لازم باید داده شود تا در موعدهای تعیین شده بصورت سه ماهه یا شش ماهه سود علی‌الحساب اوراق مشارکت از طریق سیستم بانکی در اختیار دارندگان اوراق مشارکت قرار گیرد. و البته اصل مبلغ به اضافه سود متغیر در سررسید بازپرداخت گردد.

انواع اوراق مشارکت قابل انتشار:

اکثر اوراقی که در زیر نام برده میشود دارای درآمد ثابت (Fixed Income) میباشد. همانطوریکه استحضار دارند، باید ترتیبی داده شود که علاوه بر مبلغ ثابت که بصورت علی‌الحساب طی دوره اوراق پرداخت میگردد، قسمتی هم بصورت متغیر از محل سودآوری طرح پرداخت گردد.

اوراق کوتاه مدت: (Com.paper و T.Bills) اسناد خزانه و اسناد تجاری.
میان مدت و دراز مدت عادی: (Notes & FRN) این نوع اوراق میان مدت میباشد و

قابلیت اضافه نمودن «قسمت متغیر» را دارد.
میان مدت و دراز مدت ساختمانی: (Mortgage Bond) با به وثیقه گرفتن طرح ساختمانی

و اعمال قسمت متغیر میتوان چنین اوراقی منتشر نمود.
دراز مدت با بازپرداخت تدریجی: (Sinking Fund) این نوع اوراق دارای صندوقی

میباشد که قبل از سررسید بصورت تدریجی وجوه لازم جهت بازپرداخت انباشته میشود.

میان و دراز مدت قابل تبدیل به سهام: (Convertible Bonds) طبق قانون انتشار اوراق مشارکت شرکتهای سهامی عام میتوانند چنین اوراقی

منتشر نمایند. «قسمت متغیر» سود بصورت حق خرید سهام میباشد.

اوراق دراز مدت با سود علی‌الحساب: (Zero - Coupon Bond):

صفر