

(فرصت‌های بازار سرمایه و مدیریت ریسک)
داد و ستد دست دوم اوراق مشارکت:
ابزاری نو در مدیریت ریسک بازار سرمایه کشور
جناب آقای سید احمد میر مطهری
دبیر کل بورس اوراق بهادار تهران

۱ - مقدمه

تجهیز منابع مالی و هدایت آن به سمت سرمایه‌گذاری‌های مولد نقش کلیدی و تعیین‌کننده‌ای در تحقق و تداوم رشد اقتصادی دارد، به گونه‌ای که امروزه بازار سرمایه در زمره مهمترین بازارهای اقتصاد قلمداد می‌شود.

در این راستا بورس اوراق بهادار به عنوان مهمترین نماد متشکل بازار سرمایه هر کشور از یک سو در جذب منابع پس‌اندازی جامعه و از سوی دیگر در تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌های بلند مدت نهادهای اقتصادی نقش اساسی و بنیادین دارد. نکته حائز اهمیت آن است که این بازار به گونه‌ای هدایت گردد که با حفظ سلامت بازار و صحت معاملات، انگیزه مشارکت فعالانه آحاد جامعه در آن فراهم شود.

بدیهی است از جمله راه‌های ایجاد و تشدید این انگیزش تنوع بخشیدن به ابزارهای مالی است که بتواند با توجه به ویژگیها و خصوصیات ریسک‌پذیری و ریسک‌گریزی افراد در بازار، زمینه مشارکت هر چه بیشتر آنان را فراهم نماید. از همین روست که امروزه انواع بسیار متنوعی از نیاز بازار، هر لحظه بر تنوع ابزارها، ابداعات و نوآوریهای مالی، با توجه به اصل پذیرفته شده تناسب میان ریسک و بازده، افزون‌تر می‌شود.

اوراق مشارکت نوعی ابزار بدهی است که چندسالی است با هدف تأمین مالی واحدهای اقتصادی و تأمین منابع مالی مورد نیاز بخش دولتی در اقتصاد ایران طراحی، منتشر و عرضه می‌شود. بدیهی است داد و ستد دست دوم این اوراق ضمن تنوع بخشیدن به ابزارهای مالی در بورس اوراق بهادار (بازار سرمایه کشور)، قدرت نقد شوندگی آنها را افزایش داده و از سوی دیگر امکان استفاده از آن را به عنوان یکی از مهمترین ابزارهای اجرای سیاست پولی کشور هموار می‌سازد.

به رغم وجود برخی تفاوتها، تشابه زیادی میان اوراق مشارکت و اوراق قرضه مشاهده می‌شود، که امکان مقایسه و همسنجی میان آنها را از نقطه نظر یک ابزار مالی فراهم می‌سازد. اوراق قرضه در بازار سرمایه کشورهای مختلف با تنوع بسیار زیاد از نظر ریسک و بازده توسط بخش دولتی، خصوصی و عمومی منتشر می‌شود. در این راستا وجود مؤسسات رتبه بند شرط لازم و ضروری جهت تعیین ریسک و در نتیجه بازده آنهاست. این مؤسسات با تعیین مرتبه ریسک اوراق، مدیریت ریسک این ابزار بدهی را برای سرمایه‌گذاران تسهیل می‌کنند. در حالی که کلیه اوراق مشارکت سررسید نشده موجود کشور تاکنون با تضمین دولت یا بانک مرکزی منتشر شده و لذا ریسک عدم پرداخت اصل و سود آن بسیار اندک بوده است.

بدون تردید وجود تناسب میان ریسک و بازده به منظور مدیریت ریسک اوراق بهادار حائز اهمیت فراوان است. بنابر این فراهم نمودن زمینه مناسب برای تنوع بخشیدن به اوراق مشارکت (از نظر سررسید، نرخ بازده، ریسک و ...) و ایجاد انگیزه و امکان استفاده بخش خصوصی و عمومی از این اوراق جهت تأمین مالی و مدیریت ریسک ضرورت دارد.

در این مقاله تلاش می‌شود تا ویژگیها و خصوصیات ابزارهای مالی در بازار اوراق بهادار مورد بررسی قرار گیرد. سپس با ارائه مبانی نظری و تجربی انتشار اوراق بدهی و مبانی قانونی انتشار اوراق مشارکت در کشور و مروری آماری از انتشار آن به چگونگی داد و ستد دست دوم اوراق مشارکت در بازار سرمایه کشور پرداخته خواهد شد. تأثیر آن بر انتخاب پرتفوی سرمایه‌گذاران در جهت تنوع بخشی به ابزارهای مالی بازار سرمایه کشور و نیز مدیریت ریسک آنها نیز مورد بررسی قرار می‌گیرد. بخش پایانی مقاله به ارائه توصیه‌ها و پیشنهاداتی به منظور تقویت این ابزار مهم اجرای سیاست‌های پولی و مالی و نیز ابزار مالی در بازار سرمایه کشور اختصاص دارد.

۲ - ابزارهای مالی در بازار اوراق بهادار

۲-۱ - گونه‌های مختلف ابزارهای مالی در بازار اوراق بهادار

به کارگیری ابزارهای مالی متنوع در بازار سرمایه، از یک سو به دلیل متفاوت بودن درجه خطرپذیری، نقدینگی و سوددهی این ابزارها و از سوی دیگر به واسطه حضور عرضه‌کنندگان و متقاضیان وجوه با نیازها و سلیقه‌های مختلف و درجه خطرپذیری متفاوت در این بازار، به کارآمد شدن بازار سرمایه می‌انجامد. تنوع ابزارهای مالی از نظر ترکیب ریسک و بازده، ماهیت و شیوه مشارکت در ریسک گروه‌های مختلفی را به سوی خود می‌کشاند و امکان مشارکت طیف وسیعی از آحاد جامعه را در امر سرمایه‌گذاری فراهم می‌سازد.

اهمیت تنوع اوراق بهادار در بازار سرمایه، ضرورت شناخت انواع ابزارهای مالی را در پی دارد. بر این اساس، این بخش به معرفی ابزارهای مالی رایج در بازارهای بورس جهان می‌پردازد. در یک تقسیم‌بندی کلی این ابزارها در چهار گروه سهام، ابزارهای بدهی و ابزارهای مشتقه و ابزارهای ترکیبی بررسی می‌شود.

۲-۱-۱- سهام و ابزارهای وابسته

اوراق سهام با گونه‌های اصلی سهام عادی، ممتاز، مشارکت و اسناد مالکیت نشان دهنده منافع مالک در یک واحد تجاری است. ادعای سهامداران در مورد دارائی شرکت، پس از طلب تمامی طلبکاران تضمینی، عمومی و فرعی قابل وصول است و از این رو منافع مالکیت به شکل سهام، "منفعت باقیمانده" نامیده می‌شود. اوراق بهاداری که ارزش آن به طریقی به سهام مربوط می‌شود و بیانگر ادعا و طلب بر سهام است نوع دیگری از ابزارهای مورد معامله در بازار سرمایه موسوم به اوراق بهادار وابسته به سهام می‌باشند. اسناد بدهی قابل تبدیل^۱، اختیار معامله سهام^۲، حق خرید اضافی سهام^۳، حق تقدم^۴، ابزارهای سرمایه‌گذاری مشترک^۵، قراردادهای آتی شاخص بندی شده^۶، اختیار معامله شاخص بندی شده^۷، و گواهیهای سپرده آمریکائی^۸ از جمله اوراق بهادار وابسته به سهام به شمار می‌آیند.

۲-۱-۲- ابزارهای بدهی

ابزارهای بدهی گروه دیگری از ابزارهای مالی رایج در بورسهای اوراق بهادار هستند. این ابزارها بر اساس نرخ بهره، سررسید، نوع پولی که اوراق با آن پول انتشار می‌یابد، ماهیت وام گیرنده، میزان انتشار، نوع وثیقه، شدت قابلیت تبدیل و تسعیر، نوع وابستگی وام گیرنده یا بدهی و هدف ناشر، از تنوع قابل ملاحظه‌ای برخوردارند. به بیان دیگر هر یک از مبانی فوق که در دسته بندی این ابزار در نظر گرفته می‌شوند، ویژگیهایی را در این اوراق به وجود می‌آورند که سبب می‌شود آنها را در نظر گروهی خاص از سرمایه‌گذاران جذاب نماید. با این حال، ابزارهای بدهی در یکی از سه ویژگی زیر با هم شباهت دارند:

۱- در هر دوره مبلغ ثابتی را پرداخت می‌کنند.

1- Convertible Security

3- Equity Warrants

5- Pooled investment vehicle

7- Index options

2- Equity Options

4- Subscription rights

6- Index Futures

8- American Depositary Receipts

۲- مبلغ پرداختی به وسیله فرمولهای خاص تعیین می‌شود.

۳- مبلغ ثابتی را در سررسید تضمین می‌کنند.

برخی از مهمترین انواع این ابزارها عبارتند از:

الف- ابزارهای دارای نرخ بهره ثابت^۱: این ابزار بر اساس سررسید به دو دسته ابزارهای دارای نرخ بهره ثابت کوتاه مدت و ابزارهای دارای نرخ بهره ثابت میان مدت و بلند مدت قابل شناسایی هستند. اوراق بدهی کوتاه مدت شرکتها با سررسید ۲۷۰ روز یا کمتر تحت عنوان اوراق تجاری و اوراق بدهی کوتاه مدت بانکها و دیگر مؤسسات سپرده پذیر با نام گواهیهای سپرده از جمله ابزارهای دارای نرخ بهره ثابت کوتاه مدت به شمار می‌آیند.

اسناد و اوراق قرضه، ابزارهای بدهی میان مدت و بلند مدت با نرخ بهره ثابت هستند. سررسید اسناد معمولاً یک سال یا بیشتر است. اوراق قرضه که با هدف افزایش وجوه برای بازپرداخت بدهی سهام جاری، تغییر در ترکیب بدهی به سهام در ساختار سرمایه شرکت، به دست آوردن منابعی برای سرمایه‌گذاری شرکت و افزایش وجوه برای اهداف مصلحتی شرکت و با سررسید بلند مدت منتشر می‌شوند. بر اساس ویژگیهایی مانند منتشر کننده، هدف از انتشار، نوع اوراق بهادار منعکس شده بر روی برگه، روش پرداخت بهره، روش بازپرداخت و نوع وثیقه انواع متنوعی دارند. از میان انواع متنوع اوراق قرضه می‌توان به اوراق قرضه رهنی^۲ با تضمین دارایی حقیقی، اوراق قرضه تضمین شده که به وسیله نهاد دیگری تضمین می‌شود و اوراق قرضه بدون تضمین اشاره کرد. به منظور کاهش کوپن ضروری برای فروش اوراق قرضه بدون تضمین و تراز دوم، ناشران معمولاً این اوراق را قابل تبدیل به سهام عادی می‌کنند. بر این اساس اوراق قرضه قابل تبدیل طراحی شده است.

اوراق قرضه ممکن است اوراق قرضه با نام یا اوراق قرضه بی‌نام باشند. گاه به اوراق قرضه بی‌نام، اوراق قرضه کوپنی نیز می‌گویند. اوراق قرضه درآمدی، نوع دیگری از اوراق قرضه است که نرخ بهره ثابتی دارند اما تحت شرایط خاصی می‌توانند از پرداخت بهره اجتناب ورزند و از این نظر شبیه سهام ممتاز هستند. اوراق قرضه درآمدی، تراکمی است، اگر بهره پرداخت نشده در فاصله زمانی بعدی پرداخت شود و در غیر این صورت غیر تراکمی خواهد بود. و بالاخره از میان انواع اوراق قرضه، می‌توان به اوراق قرضه مسلسل اشاره کرد. اوراق قرضه مسلسل اوراق قرضه‌ای است که به تعدادی سری تقسیم می‌شود و هر کدام زمان سررسید خاص و بهره خاصی

دارند.

ب- ابزار مالی با نرخ شناور، این ابزار که گاهی اوقات به نام بدهی با نرخ متغیر یا بدهی با نرخ قابل تبدیل نیز خوانده می‌شوند تعهدی هستند که در هر دوره نرخ بهره خود را با تغییرات شرایط بازار تطبیق می‌دهند. این اوراق از جمله ابزارهای بدهی از نوع اوراق قرضه‌اند که نرخ آنها به جای اینکه ثابت باشد، شناور است. گاه بانکها منتشرکننده این اوراق هستند و گواهی سپرده با نرخ شناور منتشر می‌کنند.

پ- اوراق بهادار با نرخ بهره صفر: این ابزار، اهرم مفیدی برای تحقق اهداف بازده پرتفوی، مصونیت در مقابل احتمال خطر و ایجاد ابزارهای ترکیبی متنوع است.

ت- اوراق قرضه با بهره صفر: این اوراق نوعی ابزار بدهی است که با تنزیل ارزش اسمی فروخته می‌شود. به این ابزار، نرخ بهره‌ای تعلق نمی‌گیرد در عوض به مرور که به سررسید نزدیک می‌شود ارزش آن تدریجاً افزایش می‌یابد. در سررسید ارزش اسمی این اوراق باز پس داده می‌شود.

۲- ۱- ۳- ابزارهای مشتقه

ابزارهای مشتقه که ارزش آنها از دارائیهایی دیگر نظیر اوراق بهادار، نرخ بهره، کالاهای اساسی و شاخص اوراق بهادار مشتق می‌شود در زمره نوآوریها و ابداعات مالی هستند که با ویژگیهای متفاوت به منظور مدیریت احتمال خطر سرمایه گذاری طراحی شده و در بازارهای دست دوم اوراق بهادار مورد داد و ستد قرار می‌گیرند. از مهمترین انواع ابزارهای مشتق می‌توان به قراردادهای آتی^۱، معاملات سلف^۲، اختیار معامله^۳ و معاوضه^۴ اشاره کرد. قراردادهای آتی و معاملات سلف که به تحویل تعویقی معروفند به منظور تحویل دارائیهایی مورد نظر در زمانهای مختلف بسته می‌شوند و این امکان را برای افراد به وجود می‌آورند که از احتمال خطر قیمت - خطر قیمت سهام و کالا - خود را حفظ کنند.

بر این اساس قراردادهای آتی که می‌تواند بر ابزارهای بدهی، ارزشهای خارجی و شاخص بازار سهام انجام گیرد، معاملات استاندارد هستند که هر دو طرف معامله رسید حسن انجام معامله را تحت عنوان ودیعه^۵ نزد نهاد تسویه می‌سپارند، حال آنکه معاملات سلف استاندارد نیستند و طرفین می‌توانند قرارداد را به نحو دلخواه و با توجه به نیاز خود تنظیم کنند. معاملات معاوضه به

1- Futures

2- Forwards

3- Options

4- Swap

5- Margin

گاهی اوقات ترکیبی از قراردادهای اختیار معامله به منظور پوشش خطر، مورد استفاده سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرد. انواع استراتژیهای ترکیبی اختیار معامله که بیشتر مورد استفاده سرمایه‌گذاران است عبارتند از:

- ۱- خرید همزمان برگ اختیار خرید و برگ اختیار فروش سهام عادی^۱،
- ۲- خرید برگ اختیار خرید سهام و فروش همزمان یک برگ اختیار خرید همان سهم که قیمت توافقی دارد،
- ۳- خرید و فروش همزمان تعداد معینی از یک نوع برگ اختیار خرید سهام با قیمت توافقی مشابه و سررسیدهای متفاوت،
- ۴- خرید و فروش همزمان برگ اختیار خرید یا فروش سهام یک شرکت با قیمتهای توافقی و سررسیدهای متفاوت،
- ۵- خرید دو برگ اختیار خرید سهام و به صورت همزمان فروش دو برگ اختیار خرید همان سهام با قیمتهای توافقی متفاوت.

۲-۱-۴- اوراق بهادار ترکیبی^۲

اوراق بهادار ترکیبی، از دیگر انواع ابزارهای بازار مالی است که در ساختار خود از بیش از یک بازار اصلی استفاده می‌کنند. به عبارت دیگر، تمایز بین اوراق بهادار اصلی و ترکیبی را می‌توان بر اساس وجود بازار معامله آنها شناسایی کرد. اوراق بهادار ترکیبی در چهار بازار اصلی نرخ بهره، ارز خارجی، سهام و کالا فعالند. ترکیبی از دو بازار یا بیشتر اوراق بهادار ترکیبی مانند ابزار ترکیبی نرخ بهره - نرخ ارز^۳، ابزار ترکیبی نرخ بهره - سهام^۴ و ابزار ترکیبی ارز - کالا^۵ را به وجود می‌آورد.

۲-۲- ریسک، بازده و ارزیابی ابزارهای مالی

سرمایه‌گذاری بر روی هریک از گونه‌های ابزارهای مالی در بازار سرمایه با طیف گسترده‌ای از انواع ریسک^۶ یا عدم اطمینان که اشاره به تحقق نتیجه‌ای متفاوت با نتیجه مورد انتظار دارد

1- Straddle

2- Hybrid Securities

3- Interest rate/Foreign Exchange Hybrid

4- Interest rate/Equity Hybrid

5- Currency/Commodity Hybrid

۶- از نظر مالی ریسک، انحراف بازده واقعی از بازده مورد انتظار است که با توجه به این تعریف، ریسک را می‌توان با انحراف معیار محاسبه کرد:

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum (r_i - r)^2}{n}}$$

در فرمول انحراف معیار و با توجه به مفاهیم مالی، σ انحراف بازده واقعی یا ریسک، r_i بازده‌های واقعی، r

مواجهه است. به عنوان مثال، نوسانات سود قبل از بهره و مالیات (سود عملیاتی) سرمایه گذار را با ریسک تجاری مواجه خواهد کرد. ریسک تجاری به عواملی از قبیل نوسانات تقاضا، قیمت فروش، قیمت مواد اولیه و درجه اهرم عملیاتی نیز بستگی دارد. ریسک ناشی از نوسانات سود قبل از مالیات و بعد از بهره، ریسک مالی است و تابعی از هزینه های ثابت مالی شامل بهره و سود سهام ممتاز خواهد بود. ریسک نقدینگی که احتمال به فروش نرفتن یک دارایی به قیمت جاری بازار است از انواع دیگر ریسکهائی است که سرمایه گذار با آن مواجه می شود.

ناتوانی وام گیرنده در پرداخت بهره وام یا بازپرداخت اصل وام یا ریسک ناتوانی پرداخت از جمله مهمترین خطراتی است که سرمایه گذاری بر ابزارهای بدهی با آن مواجه است. ریسک نرخ بهره که به دلیل نوسانات ارزش یک دارایی به واسطه تغییر نرخ بهره ایجاد می شود از دیگر خطرات سرمایه گذاری بر اوراق بدهی است. سرمایه گذاران در بازار سرمایه با ریسک بازار و ریسک قدرت خرید نیز مواجه خواهند بود. ریسک بازار، ریسکی است که نوسانات قیمت سهام را نسبت به تغییر جو بازار سهام نشان می دهد، زیرا بین قیمت تمامی اوراق بهادار و نوسانات بازار سهام همبستگی وجود دارد. نوسان حجم قابل حصول یک دارایی در ازاء مبلغ مشخص به واسطه تغییر قیمتها (تورم) نیز سرمایه گذاران را با ریسک قدرت خرید مواجه می سازد.

از آنجا که سرمایه گذاران در بازار سرمایه با هدف کسب بیشترین بازده، در تعیین و انتخاب اوراق بهادار در برخی موارد ارزش ورقه اوراق بهادار^۱ و در مواردی دیگر بازده ورقه اوراق بهادار^۲

میانگین بازده ها و n تعداد دوره ها می باشد. ریسک مالی در دو بعد زمانی قابل محاسبه است. از این لحاظ، ریسک فعلی بر اساس اطلاعات تحقق یافته یک دارائی طی سالهای گذشته تاکنون محاسبه می شود و می توان با تعمیمی به آینده، به عنوان معیارهای در ارزیابی یک دارائی یا ورقه بهادار مورد استفاده قرار گیرد. ریسک آتی، بر اساس اطلاعات حاصل از پیش بینی های آتی محاسبه می شود. در حالت محاسبه ریسک آتی، فرمول محاسبه ریسک به صورت زیر تغییر می کند.

$$\sigma = \sqrt{\sum (r_i - r)^2 P_i}$$

که در آن، σ انحراف بازده یا ریسک، r_i بازده حاصل از رویداد i ، r بازده مورد انتظار و P_i احتمال وقوع رویداد i ام می باشد.

۱- در ارزیابی هر ورقه بهادار، پس از شناسائی جریانهای نقدی آتی شامل سود یا بهره دریافتی ورقه بهادار و هرگونه ارزش نهائی شامل بهای اسمی یا قیمت فروش، ارزش فعلی ورقه بهادار مزبور محاسبه خواهد شد. از نظر ریاضی، مدل ارزیابی به صورت زیر تعریف می شود:

$$V = \sum \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

که در آن V ارزش ذاتی یا ارزش فعلی یک دارائی، CF_t جریانهای نقدی آتی مورد انتظار دوره های n تا نرخ بازده مورد انتظار سرمایه گذاران است. این مدل را می توان با تعدیلات لازم برای ارزیابی انواع اوراق بهادار به کار برد.

۲- در بسیاری از موارد به ویژه وقتی قیمت بازار یک ورقه بهادار مشخص است، برای ارزیابی آن از محاسبه بازده استفاده می کنند. بازده حاصل از هر سرمایه گذاری (سهام، ابزارهای بدهی، دارائی حقیقی) از دو جزء

را ملاک انتخاب خود قرار می‌دهند، در نظر گرفتن ریسک به عنوان عامل مؤثر بر بازده یا قیمت اوراق بهادار از اهمیت خاصی برخوردار است.

در بازارهای سرمایه‌ای به نسبت کارا، ریسک دارای ارتباط نزدیک با بازده می‌باشد. سرمایه‌گذار در قبال تقبل ریسک بیشتر، بازده بالاتری را نیز انتظار خواهد داشت. تنوع ابزارهای مالی در بازار سرمایه برای انواع سرمایه‌گذاران اعم از ریسک‌گریز یا ریسک‌پذیر، امکان مدیریت سرمایه‌گذاری را فراهم می‌سازد، زیرا هریک از انواع ابزارهای برشمرده با توجه به ویژگی و خصوصیات خود، سرمایه‌گذاران را با میزان ریسک متفاوتی مواجه می‌کنند. به عنوان مثال، سرمایه‌گذاران طالب ریسک کم غالباً به ابزارهای بدهی کوتاه مدت روی آورده و بخش عظیم پرتفوی خود را از این نوع ابزار تشکیل می‌دهند. افراد مخاطره طلب‌تر ممکن است ابزارهای بدهی بلندمدت یا سهام عادی را برای سرمایه‌گذاری خود در بازار سرمایه برگزینند. ابزارهای مشتق نیز به عنوان ابزارهای پوشش ریسک و مدیریت خطر، می‌تواند مورد استفاده سرمایه‌گذاران قرار گیرد. نکات برشمرده در فوق همگی مؤید ضرورت تنوع ابزارهای مالی در بازار سرمایه به منظور مدیریت سرمایه‌گذاری است.

۲-۳ - ابزارهای مالی موجود در بازار سرمایه ایران

اوراق بهادار قابل معامله در بازار سرمایه ایران، بر اساس بند ۲ ماده ۱ قانون تأسیس بورس اوراق بهادار، مصوب ۱۳۴۵ معرفی شده‌اند. بر اساس این ماده اوراق بهادار عبارت است از سهام شرکتهای سهامی، واریزنامه‌های صادراتی، اوراق مشارکت و اوراق قرضه صادر شده از طرف شرکتها و شهرداریها و موسسات وابسته به دولت و خزانه‌داری کل که قابل معامله و نقل و انتقال باشد.

پس از پیروزی انقلاب اسلامی، به دلیل تصویب قانون بانکداری بدون ربا، آن دسته از ابزارهای مالی که دارای نرخ بهره ثابت بودند از فهرست اوراق بهادار مجاز حذف شدند. اوراق سهام عادی یکی دیگر از ابزارها و در واقع اصلی‌ترین ابزار قابل معامله در بورس اوراق بهادار تهران است. این ابزار، سند قابل معامله‌ای است که مبین میزان مشارکت و تعهدات و منافع صاحب آن در یک شرکت سهامی است. امروزه انتشار سهام برای تأمین منابع لازم در سرمایه‌گذاریهای بزرگ، روش متداول و متعارفی است که مستقیماً از پس اندازه‌های افراد تغذیه

عایدات افزایش سرمایه و درآمد جاری تشکیل می‌شود. بازده مورد نیاز جهت سرمایه‌گذاری به دلیل مواجه انواع سرمایه‌گذاری‌ها با ریسک از سه جزء نرخ بازده حقیقی، عامل تورم پیش‌بینی شده و صرف ریسک تشکیل می‌شود.

می‌شود.

مداول ترین نوع سهام، سهام عادی یا سهام معمولی است که دارندگان آن به مبلغ مساوی از حقوق و امتیازات واحدی برخوردارند. اکثریت سهام شرکتها به صورت عادی منتشر می‌شود. از این رو، کنترل مدیریت شرکت در دست صاحبان سهام عادی بدون حق رأی می‌توان اشاره کرد. از نظر تملک نیز سهام را می‌توان به دو دسته کلی سهام بانام و سهام بی‌نام تقسیم کرد. بر اساس ماده ۲۵ قانون تجارت ایران، اوراق سهام باید متحدالشکل، چاپی و دارای شماره ترتیب باشند. اوراق سهام همچنین باید به امضای دست کم دو نفر که بر اساس اساسنامه شرکت تعیین می‌شوند برسند. بر روی برگه سهام، نام شرکت و شماره ثبت آن، مبلغ سرمایه ثبت شده و سرمایه پرداخت شده، تعیین نوع سهم، مبلغ اسمی سهم و مقدار پرداخت شده، آن با حروف و با عدد باید درج شود.

در انتشار سهام باید نکاتی مانند تعیین بهای اسمی، یکسان بودن بهای اسمی و با نام بودن سهام رعایت شود. به منظور ایجاد سهولت در معامله بهتر است بهای اسمی سهام، مضربی از ۱۰۰ یا ۱۰۰۰ باشد. صاحبان سهام عادی علاوه بر دریافت سود سهام و حق دادن رأی، حق دیگری هم دارند که آن را حق تقدم خرید سهام می‌نامند. حق تقدم حقی است که به موجب آن دارندگان فعلی سهام عادی در خرید سهام جدید انتشار اولویت خواهند داشت. داشتن چنین حقی به سهامداران این امکان را می‌دهد تا درصد مالکیت خود را ثابت نگهدارند. حفظ کنترل سهامداران موجود بر اداره امور شرکت و حفظ حقوق سهامداران موجود در مقابل کاهش بهای سهام در نتیجه انتشار سهام جدید از جمله اهداف اعطای حق تقدم به شمار می‌آیند.

واریزنامه‌های صادراتی از جمله دیگر ابزارهای مالی است که معاملات آن در بورس اوراق بهادار تهران از پنجم مرداد ماه سال ۱۳۷۶ آغاز شد. این ابزار ورقه‌ای است که نشان می‌دهد صادرکننده‌ای معین، کالایی مشخص را به خارج صادر کرده و ارزش حاصله را با نرخ تعیین شده توسط بانک مرکزی به سیستم بانکی فروخته است. به بیان دیگر، واریزنامه صادراتی سندی است که به موجب آن اجازه داده می‌شود معادل مبلغ معینی ارزش - که در واریزنامه ذکر شده است - به وسیله صادرکننده‌ای خاصی، صرف واردات کالا شود یا از طریق یکی از کارگزاران بانکها در بورس اوراق بهادار تهران به فروش برسد. گرچه در بند ۲ ماده ۱ قانون تأسیس بورس اوراق بهادار مصوب ۱۳۴۵ برگه واریز پیمان ارزی یا واریزنامه از جمله اوراق بهادار قابل معامله در بورس تهران شناخته شده بود، اما از اوایل سال ۱۳۷۶، معامله واریزنامه‌ها در بورس به طور جدی مدّ نظر قرار گرفت. از ابتدای فروردین ماه سال ۱۳۷۹ به منظور تسهیل امر تسویه تعهدنامه‌های ارزی و تسریع در بهره‌برداری صادرکنندگان از ارزش حاصله موضوع خرید ارز با نرخ صادراتی (هر

دلار ۳۰۰۰ ریال) از شرایط تسویه تعهدنامه حذف و گواهی سپرده ارزی به جای واریزنامه صادراتی در بورس تهران مورد معامله قرار گرفت. داد و ستد این ابزار در بورس تهران اواخر سال ۱۳۸۰ متوقف شد. و بالاخره اوراق مشارکت، ابزار مالی دیگری است که به تازگی قرار است در بورس اوراق بهادار تهران داد و ستد شود، اگر چه بیش از این، اوراق مشارکت پروژه بیمارستانی که در بهمن سال ۱۳۷۴ در اجرای تبصره ۸۴ قانون بودجه سال ۱۳۷۴ کل کشور توسط وزارت مسکن و شهرسازی منتشر شد، قابل معامله در بورس بود و از مردادماه ۱۳۷۵ تا سال ۱۳۷۸ این اوراق در بورس تهران مورد معامله قرار می گرفت.

اوراق مشارکت بر اساس ماده ۲۵ قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت مصوب ۱۳۷۶، اوراق بهادار بانام یا بی نام است که به موجب قانون مزبور به قیمت اسمی مشخص، برای مدت معین منتشر می شود و به سرمایه گذارانی که قصد مشارکت در اجرای طرحهای انتفاعی دولت مندرج در قوانین بودجه سالانه کشور و طرحهای سودآور تولیدی و ساختمانی و خدماتی دولت، شرکتهای دولتی و شهرداریها و مؤسسه ها و نهادهای عمومی غیردولتی و عام المنفعه و شرکتهای وابسته به دستگاههای مزبور را دارند واگذار می گردد. دارندگان این اوراق به نسبت قیمت اسمی و مدت زمان مشارکت، در سود حاصل از اجرای طرح مربوط شریک خواهند بود. بدیهی است، پذیرش و تداوم حضور اوراق مشارکت در تالار داد و ستد بورس از یک سو به دلیل تنوع بخشیدن به ابزارهای مالی قابل معامله در بورس و فراهم آمدن مدیریت ریسک سرمایه گذاری و از سوی دیگر به دلیل امکان بهره گیری موثر از این ابزار مالی به عنوان یک ابزار سیاستی به دلیل تأمین قدرت نقد شوندگی آن از اهمیت قابل ملاحظه ای برخوردار است. در این میان آنچه حائز اهمیت است آن است که نحوه انتشار و داد و ستد دست دوم آن به گونه ای تعیین و اجرا شود که ضمن سازگاری با ویژگیهای چنین ابزار مالی، اهداف مورد نظر از داد و ستد دست دوم آن در بورس اوراق بهادار محقق شود.

۳ - اوراق مشارکت: ابزاری جدید در بازار سرمایه

۳ - ۱ - مبانی نظری و تجربی انتشار اوراق مشارکت

مبانی نظری

تأمین مالی فعالیتهای اقتصادی همواره از جمله دغدغه های برنامه ریزان و سیاستگذاری اقتصادی است. این موضوع در کشورهای در حال توسعه از شدت و حدت بیشتری برخوردار است. در این کشورهای، بخش های اقتصادی به ویژه بخش صنعت برای تأمین مالی بلند مدت

خود به منابع وام کوتاه مدت بانکهای تجاری به شدت وابسته است؛ به گونه‌ای که در برخی از آنها، بیش از نیمی از بدهیهای شرکتها و بنگاههای اقتصادی با گونه‌ای که در برخی از آنها، بیش از نیمی از بدهیهای شرکتها و بنگاههای اقتصادی با سررسید کوتاه مدت و کمتر از یکسال است. از این رو دستیابی به منابع تأمین مالی بلند مدت در راستای تدوین استراتژی توسعه یک الزام و ضرورت است و به این ترتیب ضمن اجتناب از بحرانهای مالی، پایه و اساس مستحکمی نیز برای تحقق توسعه پایدار این کشورها ایجاد می‌شود.

آنچه در این میان از اهمیت به سزائی برخوردار است، تعمیق و نوین سازی بازار سرمایه به ویژه از بعد گونه‌گون سازی ابزارهای مالی به خصوص ابزارهای بدهی است. ملازم با آن ایجاد بازار کارآمد داد و ستد این ابزارها از اهمیت شایانی برخوردار است.

تجربه بسیاری از کشورها نشان می‌دهد بازار اوراق بدهی زیربنای مستحکمی برای گسترش و توسعه اقتصادی به طور اعم و نظام مالی به طور اخص ایجاد می‌کند. وجود بازار اوراق بدهی سیال، مدیریت ریسک نهادهای مالی را تسهیل می‌کند. این امر به ویژه در زمان وقوع بحران اقتصادی که در آن فرآیند واسطه‌گری مالی دچار مشکل می‌شود بیشتر نمود می‌یابد. در این بحرانها بانکها با استفاده از اوراق بدهی (اوراق قرضه دولتی و اوراق قرضه معتبر شرکتها) قادر خواهند بود که نسبت نقدینگی بالاتری را حفظ نموده و بر مشکل تأمین نقدینگی خود نیز فائق آیند.

از جمله دیگر منافع ایجاد بازار اوراق بدهی در کشورها آن است که شرکتها و بنگاههای اقتصادی برای تأمین مالی خود کمتر نیازمند اخذ وام از خارج می‌شوند و به این ترتیب ریسک نرخ ارز کاهش می‌یابد. دلیل دیگر ایجاد و گسترش بازار اوراق بدهی در اغلب کشورها به منظور تأمین مالی کسری بودجه است. همچنین بازار اوراق بدهی با تعیین نرخ سود که می‌تواند هزینه فرصت وجوه را در زمان سررسید نشان دهد، به بازار مالی چهره کاملتری می‌دهد. این امر در تصمیمات سرمایه‌گذاری، انجام سرمایه‌گذاری کارآمد و تأمین مالی اهمیت زیادی دارد، به ویژه اگر اوراق بدهی از تنوع نسبتاً مناسبی برخوردار باشد. اما اگر بازار اوراق بدهی وجود نداشته باشد و یا تعداد محدودی ابزار مالی بدهی (از نظر سررسید و ...) موجود باشد، به لحاظ عدم تقارن زمانی دارائیه‌ها و بدهیها، شرکتها و بنگاههای اقتصادی با مشکلات اساسی روبرو می‌شوند. به عنوان نمونه آنها برای تأمین نیازهای بلندمدت خود ناگزیر از استفاده از ابزارهای مالی کوتاه مدت می‌شوند. در این صورت سرمایه‌گذاری‌ها به سمت سرمایه‌گذاریهای کوتاه مدت سوق می‌یابند که لزوم، با منافع اجتماعی و اقتصادی ملازم نیست.

وجود بازار اوراق بدهی تنوع بیشتری به ابزارهای مالی قابل داد و ستد داده و به مشارکت

کنندگان در بازار کمک می‌کند تا ریسک را پوشش دهند. بدیهی است چنانچه ریسک میان انبوهی از مشارکت کنندگان توزیع شود، هزینه واسطه‌گری مالی کاهش یافته و نظام مالی از ثبات بیشتری برخوردار خواهد شد.

گسترش بازار اوراق بدهی سبب می‌شود از تمرکز واسطه‌گری مالی بر بانکها و بحران احتمالی مالی اجتناب شود. زمانی که بازار اوراق بدهی وجود ندارد، احتمال وقوع بحران مالی تشدید و به همان میزان فرآیند تجدید ساختار مالی نیز بسیار مشکل خواهد بود. از سوی دیگر وجود چنین بازاری به اجرای صحیح و مناسب سیاست پولی کمک می‌نماید و آن زمانی محقق می‌شود که سیاست پولی از طریق ابزارهای غیرمستقیم کنترلی اجرا شود. علاوه بر آن قیمت‌ها در بازار اوراق بدهی بلند مدت اطلاعات ذی‌قیمتی درباره متغیرهای کلان اقتصادی مورد انتظار و عکس‌العمل بازار نسبت به تغییرات سیاست‌های پولی از خود نشان می‌دهند.

در این راستا ایجاد بازار اوراق بدهی دولتی مقدم بر بازار اوراق بدهی شرکتها است. در واقع اوراق بدهی دولتی به مثابه علامتی برای تعیین قیمت اوراق بدهی شرکتها و ابزارهای مشتقه مالی است. چنانچه این بازار به نحو مناسبی فعالیت نماید، اعتماد و اطمینان سرمایه‌گذاران در بازار اوراق بدهی به طور اخص و بازار سرمایه به طور اعم افزایش می‌یابد. نکته حائز اهمیت این است که قیمت این اوراق باید به گونه‌ای باشد که بازار بتواند به شکل کارآمدی فعالیت نماید. در این راستا می‌توان وجود شرایط و الزامات زیر را برای ایجاد یک بازار کارآمد اوراق بدهی برشمرد: نخست، وجود یک بازار اوراق بدهی دولتی سیال و نقدینه تا بر آن اساس، اوراق بدهی شرکتها قیمت‌گذاری شود. لازمه این امر نیز آن است که انتشار و عرضه این اوراق منظم، قابل پیش‌بینی و شفاف باشد. به بیان دیگر چارچوب فرآیند بودجه‌ای و عملیات مدیریت بدهی باید به گونه‌ای باشد که عرضه مداوم اوراق قرضه را حمایت نماید. این حمایت از طریق عملیاتی مانند تأمین مالی مجدد یا تجدید تأمین مالی اوراق بدهی سررسید شده، صورت می‌گیرد.

دوم، زیربنای قانونی و عملیاتی کافی و مناسب باید وجود داشته باشد که از داد و ستد ابزارهای مالی حمایت نماید. وجود یک نظام کارآمد ثبت اوراق بدهی به منظور حمایت قانونی از مالکیت این اوراق، قوانین و مقررات داد و ستد، همچنین اقدامات پوششی و ... عوامل مهمی هستند.

سوم، وجود انبوه مشارکت کنندگان در بازار که شامل واسطه‌گران مانند دلالان، کارگزاران، استفاده کنندگان نهایی مانند صندوق‌های مشترک، صندوقهای بازنشستگی و بیمه می‌باشد. این سرمایه‌گذاران نهادی جریان دائمی تقاضای بلندمدت برای این اوراق را فراهم می‌کنند و از این طریق افق کوتاه مدت و سنتی واسطه‌گران مالی را تکمیل می‌کنند. همچنین ساختار

پرتفوی مالی استفاده کنندگان نهادی به عنوان یک نیروی مخالف نیز حرکت و از خروج شدید و یکباره وجوه ممانعت می‌کند. سرمایه‌گذاران نهادی نیاز به نگهداری اوراق بدهی بلندمدت دارند و از این نظر برای رشد و توسعه بازار اوراق بدهی نهادهای کلیدی محسوب می‌شوند. ماهیت فعالیت این نهادها ایجاب می‌کند که از اوراق بدهی بلندمدت استفاده نمایند. حال چنانچه بازار داخلی اوراق بدهی گسترده نباشد، آنگاه این سرمایه‌گذاران نهادی ناگزیر از استفاده از اوراق بهادار کوتاه مدت هستند. در حالی که وجود بازار اوراق بدهی بلندمدت داخلی پیشرفته به گسترش بازار سرمایه کمک می‌کند و وجود این نهادها ثباتی را در آن ایجاد می‌کند. اهمیت این نهادها به گونه‌ای است که مقررات اداره پرتفوی آنها انتشار و عرضه‌های جدیدی را طلب می‌نمایند. بدین معنی که آنها بر اساس مقررات با محدودیتهایی برای سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار با درجه اعتباری پائین مواجه هستند.

علاوه بر آن، این نهادها عموماً برای سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار خارجی با محدودیت و یا ممنوعیت مواجه هستند. لذا الزام آنها به خرید اوراق بدهی داخلی، بازارهای مالی داخلی را تعمیق می‌کند.

سرمایه‌گذاران نهادی، همانند سایر مشارکت کنندگان در بازار نیاز به نقدینگی ندارند. بنابراین حضور آنها در این بازار به سیال بودن آن کمک می‌کند.

چهارم، عرضه مداوم، شفاف و قابل پیش بینی اوراق بدهی اهمیت زیادی دارد. از جمله دلایل موفقیت کشورهای صنعتی در استفاده، گسترش و توسعه بازار اوراق بدهی، تداوم عرضه اوراق بدهی و قابل پیش بینی بودن آن است. چنانچه به لحاظ محدودیتهای مدیریتی و... دولت آگاهانه انتشار این اوراق را متوقف سازد، ایجاد گسستگی در عرضه آنها به بازار این اوراق آسیب خواهد رساند. بر این اساس می‌توان گفت بازار اوراق بدهی ابزار بسیار مهمی است که با جذب سرمایه، آن را برای استفاده‌های مفید و مناسب جهت‌دهی می‌کند. با وجود این، ایجاد یک بازار اوراق بدهی کارآمد امر ساده‌ای نیست. پیش نیازهایی از قبیل عرضه مناسب، حضور فعالانه بانک مرکزی در بازار، تقاضای سرمایه‌گذاران و... بسیار با اهمیت هستند. موارد برشمرده به تنهایی نمی‌توانند موفقیت این بازار را تضمین نمایند. زمانی می‌توان به موفقیت آن امیدوار بود که بازار بتواند اعتماد و اطمینان همه سرمایه‌گذاران را به خود جلب نماید. این امر به معنای آن است که در تمام مراحل لازم است به نحو احسن عمل شود و این مهم نه تنها مستلزم نظام نظارتی و معاملاتی خوب و عادلانه است بلکه نیاز به یک نظام اطلاعاتی شفاف نیز دارد. این اطلاعات صرفاً اطلاعات متغیرهای کلان اقتصادی، اقدامات و برنامه‌های دولت و قوانین و مقررات نیستند بلکه اطلاعات شرکتهای، ناشران اوراق و... نیز اهمیت زیادی دارند.

مبانی تجربی

امروزه در بسیاری از کشورها، ابزار مالی اوراق بدهی با تنوع زیاد، مورد استفاده قرار می‌گیرد؛ به گونه‌ای که حجم اوراق بدهی منتشره رقم قابل ملاحظه‌ای را تشکیل می‌دهد. در این قسمت به عنوان نمونه به بررسی اجمالی بازار اوراق بدهی در کشورهای نوظهور پرداخته می‌شود.

بازار اوراق بدهی در کشورهای نوظهور

در چند سال گذشته اوراق بدهی در دست مردم در بازارهای نوظهور افزایش قابل ملاحظه‌ای یافته؛ به گونه‌ای که در این کشورها اوراق قرضه منتشره و در دست مردم در سال ۲۰۰۰ به میزان ۳۶ درصد GDP در مقایسه با ۲۴ درصد در سال ۱۹۹۴ است. این در حالی است که نسبت بدهیهای کوتاه مدت از کل بدهیها نیز به طور چشمگیری کاهش یافته است.

جدول (۱) - بازار اوراق بدهی کشورهای نوظهور

بازارهای اوراق بهادار		
اوراق بدهی در دست مردم نسبت به GDP (درصد)		
۱۹۹۴	۲۰۰۰	
۲۶	۳۹	آسیا
۲۲	۳۷	امریکای لاتین
۲۴	۲۴	اروپای مرکزی
۲۴	۳۶	کل

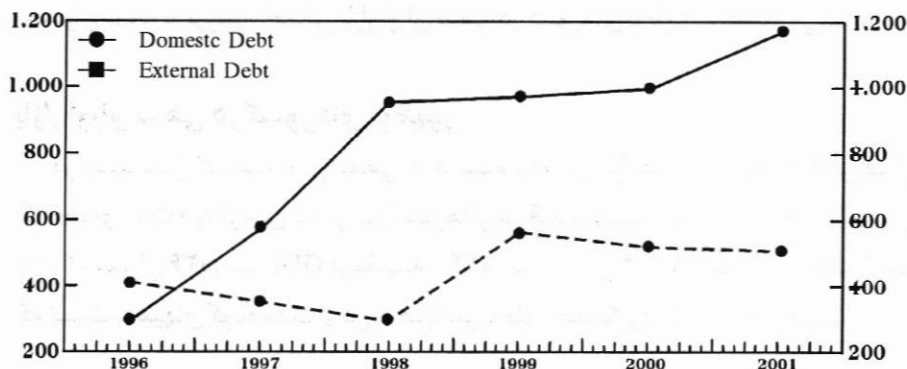
منبع: Merrill Lynch (۲۰۰۰): World bond Markets ۲۰۰۳، April

همچنین این کشورها اخیراً برای تأمین مالی فعالیتهای اقتصادی توجه زیادی به بازارهای داخلی خود نموده‌اند. به گونه‌ای که حجم اوراق بدهی داخلی در دست مردم که بنگاهها در بازارهای نوظهور منتشر و عرضه کرده‌اند، افزایش بسیار زیادی یافته است که در مقایسه با اوراق بدهی خارجی این کشورها نسبت قابل ملاحظه‌ای را نشان می‌دهد. بر اساس برآوردهای اخیر حجم داد و ستد بین‌المللی اوراق بدهی داخلی کشورهای نوظهور به مراتب بیشتر از اوراق بدهی بین‌المللی است. به رغم آنکه همچنان اوراق بدهی بین‌المللی به عنوان یک ابزار مالی از نقدینگی بیشتری برخوردار است.

نمودار روند استفاده از اوراق بدهی داخلی و خارجی را در بازارهای نوظهور نشان می‌دهد.

نمودار روند اوراق بدهی داخلی و خارجی کشورهای نوظهور

Emerging Market Tradable Debt



منبع: Merrill Lynch (2000): World bond Markets 2003, April

از جمله دلایل این امر از یک سو وجود نرخ تورم نسبتاً پایین در کشورهای نوظهور و از سوی دیگر انجام اصلاحات اساسی و زیربنایی به ویژه از نظر مالیات در این کشورها را می‌توان برشمرد. با وجود این به استثنای چند کشور آسیایی، بازار اوراق بدهی شرکتها عموماً در اغلب کشورهای نوظهور توسعه نیافته است (جدول ۲).

جدول (۲) ناشران اوراق بدهی داخلی در کشورهای نوظهور

ناشران اوراق بدهی داخلی (درصد از کل به سال ۲۰۰۰)				
شرکتها	بخش عمومی	بانک مرکزی	نهادهای مالی	
۳۱	۴۰	۱۰	۲۰	آسیا*
۲۰	۳۲	۲۲	۲۶	امریکای لاتین

* منظور از آسیا، میانگین متوسط کشورهای کره، مالزی، تایلند و هنگ کنگ است.

منبع: Merrill Lynch (2000): World bond Markets 2003, April

در این راستا از جمله الزامات مورد نیاز برای گسترش بازار اوراق قرضه شرکتها، وجود شرکتهای مستقل ارزیابی کننده ریسک اعتباری است. به بیان دیگر وجود مؤسسات رتبه‌بند بسیار ضروری است.

۳-۲- مبانی قانونی انتشار اوراق مشارکت در ایران

سابقه تدوین اولین مقررات انتشار اوراق مشارکت، به سال ۱۳۷۳ باز می‌گردد. در این سال بانک مرکزی مأمور تهیه مقرراتی برای نحوه انتشار اوراق مشارکت شد که در نهایت مقررات مزبور تحت عنوان "مقررات ناظر بر انتشار اوراق مشارکت" در تاریخ ۱۳۷۳/۴/۴ به تصویب شورای پول و اعتبار رسید. در واقع، این مقررات جایگزین مقررات مربوط به انتشار اوراق قرضه بود که به دلیل تصویب قانون بانکداری بدون ربا، امکان به کارگیری آن در نظام اقتصادی کشور - به جز در مواردی خاص - وجود نداشت. به هر حال، کاستیهای ناظر بر مقررات مزبور نظیر فقدان هماهنگی با سایر قوانین، اعطای اختیارات خارج از حوزه وظیفه بانک مرکزی ج.ا.ایران، عدم وجود مقررات تبدیل اوراق مشارکت به سهام، و مانند اینها که حاصل تجربه انتشار اوراق مشارکت بود، موجب شد که مقررات مربوط به انتشار اوراق مشارکت در چارچوب یک مجموعه قانونی اصلاح شود. قانون مزبور با نام "قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت" مشتمل بر ۱۳ ماده در تاریخ ۱۳۷۶/۶/۳۱ به تصویب مجلس شورای اسلامی رسید. متعاقب آن نیز آئین‌نامه اجرایی این قانون با پیشنهاد مشترک وزارت امور اقتصادی و دارایی، بانک مرکزی ج.ا.ایران، سازمان برنامه و بودجه، و سازمان بورس اوراق بهادار تهران - شامل ۳۸ ماده - به تصویب هیأت وزیران رسید. در مجموع، قانون و آیین‌نامه انتشار اوراق مشارکت با هدف تلفیق امور مربوط به انتشار اوراق مشارکت توسط بخش خصوصی، دولتی و تعاونی؛ تعیین چارچوبی برای تضمینهای ناشر؛ تعیین مقدار مالیات؛ تعیین وظایف نهادهای مربوطه؛ تبدیل و تعویض اوراق مشارکت با سهام و... تدوین شد. محورهای اصلی قانون و آیین‌نامه مزبور در جدولهای (۴ و ۳) آورده شده است.

پس از تصویب مقررات "ناظر بر انتشار اوراق مشارکت"، شهرداری تهران - به عنوان ناشر - اولین اوراق مشارکت را برای تأمین مالی طرح نواب - احداث راه و ساختمان - در اول مهرماه ۱۳۷۳ برای فروش عمومی به مردم از طریق بانک ملی، عرضه نمود. تا قبل از تصویب "قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت"، ۶ طرح دیگر نیز مجوز انتشار خود را از بانک مرکزی دریافت کردند. در مجموع، از میان ۶ طرح مزبور فقط بازپرداخت اصل و سود متعلقه ۲ طرح توسط سازمان مدیریت و برنامه‌ریزی تضمین شده بود. بعد از تصویب قانون و تعیین ساز و کار اجرایی و نظارتی اوراق مشارکت در نیمه سال ۱۳۷۶، انتشار اوراق مشارکت سرعت بیشتری به خود گرفته است. به نحوی که از تاریخ ۱۳۷۶/۹/۱۵ الی پایان سال ۱۳۸۰، ۲۹ طرح مجوز انتشار اوراق مشارکت دریافت نمودند. ویژگی بارزی که انتشار اوراق مشارکت در این دوره را از دوره قبل متمایز می‌سازد، گرایش بیشتر به انتشار اوراق با تضمین دولت است.

در یک نگاه کلی به وضعیت انتشار اوراق مشارکت از بدو انتشار تا پایان سال ۱۳۸۰، ۳۵ طرح با مبلغ ۳۹۵۵۶/۱ میلیارد ریال مجوز انتشار اوراق مشارکت را دریافت کرده‌اند. جزئیات و خلاصه وضعیت انتشار اوراق مزبور در جدول ۵۰ ارائه شده است.

جدول ۳ قانون انتشار اوراق مشارکت

ردیف	موضوع	شرح
۱	موضوع انتشار	طرحهای عمرانی انتفاعی دولت مندرج در قوانین بودجه سالانه کل کشور و طرحهای سودآور تولیدی، ساختمانی و خدماتی.
۲	ناشر	دولت، شرکتهای دولتی، شهرداریها، مؤسساتها و نهادهای عمومی غیردولتی، مؤسساتهای عامالمنفعه، شرکتهای وابسته به دستگاههای مذکور، شرکتهای سهامی خاص، و شرکتهای تعاونی تولیدی.
۳	میزان تأمین مالی طرح	قسمتی از منابع مالی مورد نیاز برای اجرای طرحهای مندرج در بند یک (موضوع انتشار) و نیز تهیه مواد اولیه مورد نیاز واحدهای تولیدی.
۴	نوع عرضه	عرضه عمومی.
۵	تشخیص انتفاعی بودن طرحها	برای طرحهای عمرانی دولت به عهده هیأتی مرکب از نمایندگان وزارت امور اقتصادی و دارائی، سازمان برنامه و بودجه، و بانک مرکزی ج.ا.ا و سایر طرحها بر عهده بانک مرکزی ج.ا.ا است.
۶	نوع انتشار	بانام یا بی نام، به قیمت اسمی مشخص، و مدت معین.
۷	سود	دارندگان این اوراق به نسبت قیمت اسمی و مدت زمان مشارکت در سود حاصل از اجرای طرح شریک هستند.
۸	تضمین بازپرداخت اصل و سود متعلق در سررسیدهای مقرر در اوراق	اوراق مشارکت منتشر شده از طرف دولت توسط وزارت امور اقتصادی و دارائی تضمین می شود. شرکتهای دولتی، شهرداریها و مؤسساتها و شرکتهای غیردولتی، در صورت انتشار اوراق مشارکت، خود مکلف به تضمین هستند.
۹	میزان انتشار اوراق مشارکت غیردولتی	حداکثر میزان اوراق مشارکت قابل انتشار در هر سال، توسط شورای پول و اعتبار مشخص می شود. میزان اوراق مشارکت قابل انتشار در مورد هر یک از متقاضیان باید متناسب با خالص داراییهای وی باشد.
۱۰	قابلیت تبدیل اوراق مشارکت به سهام	شرکتهای سهامی عام می توانند اوراق مشارکت قابل تبدیل به سهام منتشر کنند.
۱۱	مالیات	مبالغ پرداختی بابت سود متعلق به اوراق مشارکت مشمول مالیات مقطوع به نرخ ۵ درصد است.
۱۲	مصرف وجوه	در غیر از موضوع انتشار طرح، در حکم تصرف غیرقانونی در وجوه و اموال عمومی محسوب خواهد شد.
۱۳	محل تأمین مالی در صورت عدم ایفای تعهدات در سررسیدهای مقرر	از محل تضمینهایی که توسط ناشر به بانک عامل ارائه شده است.

جدول ۴ آئین نامه انتشار اوراق مشارکت

ردیف	موضوع	شرح
۱	سهم دارندگان اوراق مشارکت از طرح	دارندگان اوراق به نسبت قیمت اسمی و مدت زمان مشارکت در نتیجه منابع مالی حاصل از اجرای طرح سهم خواهند بود.
۲	زمان صدور مجوز انتشار طرحهای غیردولتی	بانک مرکزی مجوز انتشار را ظرف مدت یک ماه از تاریخ دریافت گزارش در صورت تأیید گزارش توجیهی فنی - اقتصادی و مالی طرح، صادر می کند - که قبل از ارسال به بانک مرکزی باید مورد بررسی و تأیید عامل قرار گیرد.
۳	زمان صدور مجوز انتشار طرحهای دولتی	سازمان برنامه و بودجه، گزارش توجیهی فنی - اقتصادی و مالی ارائه شده را ظرف مدت یک ماه بررسی و به هیأت تشخیص (مركب از نمایندگان وزارت امور اقتصادی و دارائی، سازمان برنامه و بودجه و بانک مرکزی) ارائه می کند. هیأت مزبور نیز ظرف مدت یک ماه نظر قطعی خود را در مورد انتفاعی بودن اعلام می کند.
۴	حداقل سهم الشركة ناشر و میزان اوراق مشارکت قابل انتشار	توسط بانک مرکزی تعیین می شود - به استثنای طرحهای عمرانی دولت.
۵	تاریخ، شرایط، و محل انتشار	به پیشنهاد ناشر و موافقت بانک مرکزی تعیین می شود.
۶	فروش و پرداخت سود	توسط عامل انجام می شود.
۷	عدم فروش کامل اوراق مشارکت	بانک مرکزی باید از طریق تمدید مهلت فروش یا طرق دیگر، چگونگی تأمین کسری منابع مورد نیاز طرح را توسط ناشر تعیین نماید.
۸	زمان پرداخت سود قطعی	پس از خاتمه اجرای طرح، ظرف مدت پنج ماه پس از سررسید توسط امین محاسبه و به تأیید بانک مرکزی خواهد رسید.
۹	وجه لازم برای بازخرید قبل از سررسید	ناشر موظف است وجوه لازم برای بازخرید اوراق - حتی در صورت پذیرش در بورس اوراق بهادار - را طبق قرارداد عاملیت در اختیار عامل قرار دهد.
۱۰	امین	شخصی است که از طرف بانک مرکزی به منظور حفظ منافع دارندگان اوراق مشارکت و نظارت مستمر بر طرح و ... انتخاب می شود.
۱۱	حق الزحمة انجام خدمات امین	ناشر موظف است حق الزحمة مزبور را به ترتیب مقرر در قرارداد منعقد بین بانک مرکزی و امین پرداخت کند - طرحهای عمرانی - انتفاعی دولت از این مورد مستثنی است.

۱۲	اعطای هرگونه امتیاز به دارندگان اوراق مشارکت	منوط به موافقت بانک مرکزی و اخذ تصمیمات لازم توسط عامل است.
۱۳	انتشار اوراق مشارکت قابل تبدیل یا تعویض توسط شرکتهای پذیرفته شده در بورس	تأیید سازمان بورس اوراق بهادار تهران برای انتشار، لازم است.
۱۴	اوراق مشارکت قابل تعویض با سهام	توسط شرکتهای سهامی عام منتشر و در سررسید نهائی با سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تعویض می شود. ناشر موظف است به میزان اوراق مشارکت قابل تعویض، موجودی سهام شرکتهای مذکور را تا سررسید نهائی اوراق مشارکت نگهداری نماید.
۱۵	اوراق مشارکت قابل تبدیل به سهام	توسط شرکتهای سهامی عام منتشر و در سررسید نهائی به سهام شرکتهای موضوع طرح اوراق مشارکت تبدیل می شود. مجمع عمومی فوق العاده بنا به پیشنهاد هیأت مدیره و گزارش خاص بازرسان یا بازرسان شرکت، اجازه انتشار اوراق مشارکت مزبور را می دهد.
۱۶	شیوه اطلاع رسانی	ناشر موظف است، اول اینکه پس از اخذ مجوز لازم، مراتب انتشار را از طریق رسانه های جمعی به اطلاع عموم برساند (متن اطلاعیه مزبور باید قبلاً به تأیید عامل برسد)؛ دوم اینکه اطلاعیه حاوی گزارش وضعیت مالی و عملکرد اجرایی طرح را همراه اظهار نظر امین (پس از کسب مجوز انتشار اطلاعیه از بانک مرکزی)، حداقل هر شش ماه یکبار یا در مقاطعی که توسط بانک مرکزی تعیین می شود، از طریق یکی از روزنامه های کثیرالانتشار منتشر نماید.

ردیف	نام اوراق	تایید	مبلغ	مستند	مبلغ	مبلغ	مدت	سربرید	مبلغ و تاریخ واریزی اعتبار				مبلغ	مورد	بانک	امین	توضیحات
									اول	دوم	سوم	چهارم					
۱	طرح اوراق	شهر دای پیمان	۲۵۰	رقه	۲۵۰	۴	۷۷ مهر	۷۷	۲۴/۷/۷۵	۲۴/۶/۷۵	۲۴/۱/۷۵	۲۴/۱/۷۵	۲۰	ملی	سازمان	کلیه اوراق مشارکت طرح و اب سربرید	
۲	طرح سالم سازی حرم حضرت عبدالعظیم	شهر دای پیمان	۷۰	۷۰	۷۰	۲/۵	۷۷ اردیبهشت	۷۷	۲۴/۸/۷۵	۷۰			۱۰ درصد	۲۰	ملی	سازمان	کلیه اوراق مشارکت شهر سالم سربرید
۳	طرحهای پیکار سازی	وزارت مسکن	۳۰	۳۰	۱۸/۲	۵	۷۹ بهمن	۷۹	۲۴/۱۱/۷۵	۱۸/۲				۲۰	ملی	سازمان	کلیه اوراق مشارکت شهر سالم سربرید
۴	تاس	شرکت مسکن سازمان خراسان	۸۰	۸۰	۸۰	۵	۸۰ مرداد	۸۰	۲۴/۵/۷۵	۲۴/۴/۷۵	۲۴/۳/۷۵	۲۴/۲/۷۵		۲۰	ملی	بانک صادرات	
۵	طرح پیکان جدید	ایران خودرو	۵۵۵/۸	۵۱۲/۱	۵۱۲/۱	۳/۵	۷۹ دی	۷۹	۲۴/۱۰/۷۵	۲۴/۹/۷۵	۲۴/۸/۷۵	۲۴/۷/۷۵		۲۴ درصد	۲۰ درصد	ملی	مرحله سوم اوراق ایران خودرو به دلیل احساب معافیت بخشی از طرحها حذف گردید.
۶	شهرکهای جدید پیمانیه و غیره	شرکت عمران شهرهای جدید	۱۱۰/۳	۲۵	۲۵	۲	۷۹ اردیبهشت	۷۹	۲۴/۲/۷۵	۲۴/۱/۷۵	۲۴/۱/۷۵	۲۴/۱/۷۵		۲۰	ملی	سازمان مدیریت و برنامه ریزی	
۷	بازار تبریز	شرکت عمران و توسعه آذربایجان	۱۰۰	۵۰	۵۰	۴	۸۰ آذر	۸۰	۲۴/۹/۷۵	۲۴/۸/۷۵	۲۴/۷/۷۵	۲۴/۶/۷۵		۲۰	ملی	بانک ملی	
۸	صوبای دولت بهمن ۱۶	وزارت امور اقتصادی و دارایی (در لاس)	۲۱۵۰	۲۱۵۰	۲۱۷۴	۳	۸۰ اسفند	۷۹	۲۴/۱۲/۷۵	۲۴/۱۱/۷۵	۲۴/۱۰/۷۵	۲۴/۹/۷۵		۲۰	ملی	سازمان مدیریت و برنامه ریزی کشور	۷۹ میلیارد ریال اعطاء گردید بهمن امین با مسئولیت سازمان مدیریت و برنامه ریزی کشور

ردیف	نام اوراق	تأثیر	مبلغ	مبلغ	مبلغ	مدت	سریبند	مبلغ و تاریخ برای اصدار				مورد	بانک	اسم	قسمت	توضیحات
								اول	دوم	سوم	چهارم					
۹	اوراق مشارکت وزارت	وزارت نیرو بندب (بهره ۴۸)	۴۰۰	۴۰۰	۴۰۰	۴	آبان ۸۰	۷۷/۹/۲۴				مورد	بهارت	-	سازمان مدیریت و برنامه ریزی کشور	مالیات ندارد.
۱۰	طرح صادرات عازک	شرکت پرورش	۴۰۰	۴۰۰	۴۰۰	۲/۵	اردیبهشت ۸۰	۷۷/۹/۱۵	۲۰۰۰			مورد	میلی	-	بانک ملی	۱۰ درصد تخفیف هفتگی.
۱۱	شرکت داروسازی	شرکت داروسازی	۵۰	۴۰	۳۰	۲/۵	خرداد ۸۰	۷۷/۹/۱۵	۳۰			مورد	میلی	-	بانک ملی	قابل تبدیل به سهام با جایزه معادل ۷/۵٪ ارزش اسمی اوراق.
۱۲	صوبی دولت مشارکت ملی (دولت)	وزارت امور اقتصادی و دارایی بنایف بهره ۴۸	۲۵۰۰	۲۵۰۰	۲۵۰۰	۴	آذر ۸۰	۷۷/۹/۱۵	۱۵۰۰			مورد	میلی	-	سازمان مدیریت و برنامه ریزی کشور	بسیار اسمی با مسئولیت سازمان مدیریت و برنامه ریزی کشور است.
۱۳	وزارت معادن و فلزات	شرکت فولاد مبارک	۷۰	۷۰	۷۰	۴	اسفند ۸۱	۷۷/۱۲/۱	۷۰			مورد	میلی	-	بانک ملی	قابل تبدیل به سهام شرکت با بر خور داری از ۱۰٪ تخفیف در سرسبد.
۱۴	شرکت ملی اکریل ایران	شرکت ملی اکریل ایران	۱۳۰	۱۳۰	۱۳۰	۴	اردیبهشت ۸۲	۷۹/۷/۹	۷۸/۲/۱۸			مورد	میلی	-	بانک ملی	۱۱٪ تخفیف هفتگی در خرید معمولات.
۱۵	صوبی دولت مشارکت ملی (دولت)	وزارت امور اقتصادی و دارایی (بهره ۷۸)	۲۰۰۰	۲۰۰۰	۱۹۲۷/۴	۴	شهرور ۸۲	۷۹/۷/۹	۷۸/۲/۱۸			مورد	بانک ملی	-	سازمان مدیریت و برنامه ریزی کشور	فیس اسمی با مسئولیت سازمان مدیریت و برنامه ریزی کشور می باشد و اوراق بر خور از پرداخت مالیات معاف می باشد.
۱۶	اوراق مشارکت وزارت نیرو	وزارت نیرو بندب (بهره ۴۸) (سکریه)	۱۵۰	۱۵۰	۱۵۰	۴	آبان ۸۲	۷۹/۷/۹	۷۸/۲/۱۸			مورد	بهره	-	سازمان مدیریت و برنامه ریزی کشور	مالیات مالیاتی دارد.
۱۷	شرکت ملی سیلان ایران	شرکت ملی سیلان	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۴	بهمن ۸۱	۷۸/۱۱/۱	۱۰۰			مورد	نگارری	-	سازمان مدیریت و برنامه ریزی کشور	مالیات مالیاتی دارد.
۱۸	اوراق مشارکت وزارت نیرو	وزارت نیرو بندب (بهره ۴۸)	۱۵۰	۱۵۰	۱۵۰	۴	بهمن ۸۱	۷۸/۱۱/۱	۱۵۰			مورد	بهارت	-	سازمان مدیریت و برنامه ریزی کشور	مالیات مالیاتی دارد.

[illegible]

(واحد مینیار د ریال)

ادامہ جدول ...۵

[illegible]

جدول ۶ خلاصه وضعیت انتشار اوراق مشارکت ۱۳۷۳/۷/۱ تا ۱۳۸۰/۱۲/۲۵

ردیف	موضوع	واحد	حداقل	حداکثر
۱	مبلغ اوراق (مصوب)	میلیارد ریال	۳۰	۸۰۰
۲	مدت اوراق	سال	۶ ماه	۵
۳	تعداد انتشار	نوبت	۱	۴
۴	مقاطع پرداخت سود	ماه	۳	۶
۵	سود علی الحساب	درصد	۱۷	۲۴
۶	نسبت مبلغ منتشر شده به مبلغ مصوب	درصد	۳۰	۱۰۰
۷	نسبت مبلغ فروش رفته به مبلغ منتشر شده	درصد	۳۶/۴	۱۰۰
۸	تعداد کل طرحها (مصوب)		۳۵	
۹	مبلغ کل طرحها (مصوب)	میلیارد ریال	۳۹۵۵۶/۱	
۱۰	مبلغ طرحهای منتشر شده	میلیارد ریال	۳۵۳۰۸/۱	
۱۱	مبلغ طرحهای فروش رفته	میلیارد ریال	۲۸۷۳۴/۳۲	
۱۲	نسبت تعداد طرحهایی که اوراق مشارکت آن به طور کامل منتشر شده به کل تعداد طرحهای مصوب	درصد	۷۷/۱	
۱۳	نسبت تعداد طرحهایی که اوراق مشارکت آن به طور کامل فروش رفته به کل تعداد طرحهای مصوب	درصد	۷۷/۱	
۱۴	نسبت تعداد طرحهای با ضمانت دولت به کل تعداد طرحهای مصوب	درصد	۶۵/۷	
۱۵	نسبت مبلغ طرحهای با ضمانت دولت به کل مبلغ طرحهای مصوب	درصد	۷۸/۳	

از سوی دیگر، پذیرش اوراق مشارکت در بورس اوراق بهادار، ریشه در قانون برنامه دوم توسعه اقتصادی دارد. در این باره، بر پایه بند "الف" تبصره ۸۵ قانون مزبور، به وزارت مسکن و شهرسازی اجازه داده شد که برای تجهیز در بخش مسکن، از طریق بانک مسکن نسبت به انتشار و فروش اوراق مشارکت مسکن اقدام نماید و وزارت امور اقتصادی و دارایی نیز به نمایندگی از جانب دولت بازخرید اصل و سود متعلقه را تضمین کند. در بند "ب" همین تبصره نیز خرید و

فروش اوراق مشارکت از طریق بورس اوراق بهادار مجاز اعلام شد. در همین راستا و در اولین سال اجرای برنامه دوم توسعه، به موجب تبصره ۶۸ قانون بودجه سال ۱۳۷۴ به وزارت مسکن اجازه داده شد که به منظور تأمین منابع مالی مورد نیاز پروژه‌های بیمارستانی ناتمام، مبادرت به انتشار اوراق مشارکت نماید. در همین تبصره نیز اشاره شده که اوراق مزبور به صورت دست دوم در بورس اوراق بهادار قابل معامله است. به منظور تحقق بند "ب" تبصره ۸۵ قانون برنامه دوم توسعه و به دنبال آن تبصره ۶۸ قانون بودجه سال ۱۳۷۴ مبنی بر داد و ستد پذیری اوراق مشارکت در بورس اوراق بهادار، شورای بورس شرایط پذیرش اوراق مشارکت را در تاریخ ۱۳۷۴/۵/۱۶ به تصویب رساند. شرایطی نظیر اخذ مجوز از بانک مرکزی ج.ا.ایران، توجیه اقتصادی طرح، تعیین بانک کارگزار، تأمین وثیقه لازم برای بازپرداخت اصل و سود تضمین شده، نظارت بر مصرف منابع مالی حاصل از محل انتشار اوراق مشارکت توسط شخص منتخب بانک مرکزی، و تعیین نسبت حداقل منابع مجری طرح با منابع حاصل از محل انتشار اوراق مشارکت، از جمله ویژگیهای مهم مصوبه مزبور است.

بدین ترتیب، وزارت مسکن و شهرسازی در اول بهمن ماه ۱۳۷۴ مجوز انتشار ۳۰ میلیارد ریال اوراق مشارکت با سررسید ۵ ساله و سود ۲۰ درصد، دریافت نمود. پس از انتشار اوراق مشارکت از طریق عرضه عمومی، فقط ۱۸/۲ میلیارد ریال (۶۰/۷ درصد) به فروش رسید. پیرو انتشار اوراق مزبور، ناشر درخواست پذیرش آن را به هیأت پذیرش بورس اوراق بهادار ارسال نمود. هیأت پذیرش نیز جلسه مورخ ۱۳۷۴/۱۲/۲۱، بادر نظر گرفتن مفاد قانون بودجه و آئین نامه اجرائی آن مبنی بر تضمین اصل و سود سپرده اوراق مشارکت توسط دولت، بدون نیاز به رسیدگی ماهوی، طرح را مورد قبول قرار داد.

چنانکه از جدول (۷) ملاحظه می‌شود، داد و ستد اوراق مشارکت در بورس در طی سالهای ۱۳۷۵ الی ۱۳۷۸، از ۶۳۸/۷ به ۳۷/۵ میلیون ریال کاهش یافته است. بر روی هم، مجموع داد و ستد اوراق مشارکت در طی سالهای مورد اشاره از ۱۴۲۷ میلیون ریال فراتر نرفته و در مقایسه با مبلغ کل اوراق مشارکت فروش رسیده سهم ناچیز ۷/۷ درصد را به خود اختصاص داده است. داد و ستد اوراق مشارکت در بورس، محدود و منحصر به اوراق مشارکت بیمارستانی بوده و تاکنون اوراق مشارکت دیگری در بورس پذیرفته و درج نشده است.

جدول (۷) داد و ستد اوراق مشارکت در بورس اوراق بهادار تهران

سال	تعداد	ارزش (میلیون ریال)
۱۳۷۵	۲۷۸۶	۶۳۸/۷
۱۳۷۶	۱۹۵۸	۴/۴۴۱
۱۳۷۷	۱۵۷۳	۳۰۹/۴
۱۳۷۸	۲۸۶	۳۷/۵
جمع	۶۶۰۳	۱۴۲۷

مأخذ: سالنامه بورس

به منظور فراهم شدن داد و ستد دست دوم اوراق مشارکت در بورس اوراق بهادار، شورای بورس در مرداد ماه سال ۱۳۸۰ در مورد پذیرش اوراق مشارکت موارد زیر را به تصویب رساند. برای پذیرش اوراق مشارکت منتشره با تضمین دولت در سازمان بورس اوراق بهادار، تقاضای وزیر امور اقتصادی و دارایی کافی است و نیازی به طرح تقاضا در هیأت پذیرش نیست. برای پذیرش اوراق مشارکت سیستم بانکی (دولتی) موافقت رئیس بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران کفایت می‌کند. همچنین در ۱۳۸۰/۵/۲۲ شرایط پذیرش اوراق مشارکت شرکتها و بانکهای خصوصی در بورس در ۷ بند به تصویب شورای بورس رسیده است (جدول ۸).

بر پایه آنچه ملاحظه شد، نا بر خور داری اوراق مشارکت منتشر شده از امکان پذیرش و داد و ستد در بورس اوراق بهادار تهران به نفع هیچیک از دو گروه ناشران و دارندگان اوراق مزبور نخواهد بود. در واقع، فراهم بودن امکان داد و ستد در بورس به سبب آنکه میزان نقدشوندگی و بازدهی اوراق مزبور را افزایش می‌دهد، متضمن تداوم یا گسترش اقبال عمومی به این شیوه تأمین مالی در اقتصاد گونه‌های ابزار اعمال سیاست پولی را در اقتصاد ایران فراهم می‌آورد. وانگهی، در نبود یک بازار مؤثر دست دوم برای اوراق مشارکت با ناگزیر ساختن شبکه بانکی برای نگهداری در صدی از اوراق فروش نرفته، به مسدود شدن بخشی از منابع آنها نیز انجامیده است که خواه ناخواه بر ماهیت عملکرد آن تأثیر می‌گذارد. از سوی دیگر، پذیرش اوراق مشارکت در بورس بر اثر گوناگون سازی ترکیب ریسک و بازدهی، تنوع ابزارهای داد و ستد پذیر، هموار سازی روند نوسان قیمتها، و گرایش سرمایه گذاران خطرگریز به بازار، رونق بیش از پیش فعالیتها و بهبود نقش و جایگاه بازار سرمایه را در اقتصاد ملی به دنبال خواهد داشت.

بنابراین داد و ستد دست دوم اوراق مشارکت در تالار داد و ستد بورس حلقه تکمیلی مهم توفیق برنامه‌های گسترده تأمین مالی بخش مهمی از طرحهای ملی و فعالیتهای اقتصادی کشور

قلمداد می‌شود که تأثیر نهایی آن در افزایش شتاب حرکت به سوی توسعه اقتصاد ملی بازتاب می‌یابد.

جدول ۸ - شرایط پذیرش اوراق مشارکت شرکتها و بانکهای خصوصی در بورس

مصوب ۱۳۸۰/۵/۲۲ شورای بورس

ردیف	موضوع	شرح
۱	لزوم مصوبه مجمع عمومی یا مرجع ذیصلاح مؤسسه برای پذیرش	—
۲	ارزش اوراق مشارکت منتشر شده	ارزش اسمی اوراق مشارکت منتشره در هر نوبت کمتر از ۵/۰۰۰/۰۰۰/۰۰۰ ریال نباشد.
۳	فروش صددرد اوراق مشارکت انتشار یافته	از شرایط پذیرش اوراق مشارکت برای بازار ثانویه، فروش صددرد این اوراق با رعایت مقررات ماده ۱۱ آئین‌نامه اجرایی قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت می‌باشد.
۴	فاصله زمانی تقاضای پذیرش تا سررسید اوراق	کمتر از ۲ سال نباشد.
۵	شیوه اطلاع رسانی به بورس	ناشر و امین ملزم به ارائه اطلاعات و گزارشهای درخواستی با توجه به سیاست اطلاع رسانی سازمان بورس اوراق بهادار به آن سازمان هستند.
۶	نحوه واکنش به نوسانات غیرمعارف قیمت اوراق	ناشر مکلف است تعهد بانک عامل را مبنی بر حمایت از قیمت اوراق مشارکت و جلوگیری از نوسانات غیرمعارف قیمت اوراق را به سازمان بورس ارائه نماید. نوسانات غیرمعارف بر اساس هماهنگی بانک عامل و دبیر کل بورس اوراق بهادار تعیین می‌شود. حدود کلی این نوسانات توسط بانک مرکزی تعیین و اعلام می‌شود.
۷	ارائه تعهدنامه ناشر اوراق مشارکت	ناشر اوراق مشارکت ملزم به ارائه تعهد مبنی بر پذیرش و رعایت مفاد مندرج در قانون و آئین‌نامه نحوه انتشار اوراق مشارکت و قانون و آئین‌نامه‌های بورس اوراق بهادار است.

۳ - ۳ - داد و ستد دست دوم اوراق مشارکت در بورس اوراق بهادار تهران

بررسی انواع اوراق بهادار نشان می‌دهد که در دنیای سرمایه‌انواع ابزارهای مالی با درجه پیچیدگی خاص و میزان خطر ویژه طراحی و ارائه شده‌اند. وجود ابزارهای متنوع در بورس اوراق بهادار عامل مؤثری در ایجاد تقاضا برای مشارکت آحاد افراد جامعه در بازار متشکل سرمایه است. این امر زمینه رشد، تحکیم و ثبات بورس را فراهم می‌کند و بدین وسیله بورس می‌تواند از جایگاه مستحکمی در اقتصاد برخوردار باشد. فقدان تنوع در اوراق بهادار از جمله موانع رشد بورس محسوب می‌شود. در این راستا ایجاد تنوع در ابزارهای مالی بورس اوراق بهادار تهران به عنوان راهکاری که به رشد و پویایی بازار سرمایه کشور کمک خواهد کرد، توصیه می‌شود.

شایان ذکر است که انواع اوراق بهادار از لحاظ درجه خطرپذیری و بازده، ماهیت پرداخت سود و نحوه مشارکت در خطر به گروه‌های مختلفی تقسیم می‌شوند. این تغییرات سبب به وجود آمدن متقاضیان گوناگون می‌شود و هر دسته از متقاضیان بر حسب مورد به نوع خاصی از اوراق بهادار روی می‌آورند. تنوع بازارهای عرضه سبب می‌شود که متقاضیان به میل خود بتوانند درجه خطرپذیری ویژه‌ای را بپذیرند. بدیهی است فقدان ابزارهای تخصصی سبب دلسرد شدن طیف وسیعی از سرمایه‌گذاران می‌شود و در نهایت از کارآیی بازار می‌کاهد. برای ایجاد تحول لازم است بازار سرمایه ایران در زمینه ارائه ابزارهای جدید با ویژگیهای خطرپذیری گوناگون گامهای اساسی بردارد. داد و ستد دست دوم اوراق مشارکت اقدامی در همین راستاست.

اما قبل از پرداختن به آن، لازم است به موقعیت داد و ستد دست دوم ابزارهای بدهی در بازار سرمایه برخی کشورها اشاره شود. جداول شماره ۹ و ۱۰ و ۱۱ تصویری آماری از تعداد ناشران اوراق قرضه، تعداد اوراق قرضه پذیرفته شده و نیز ارزش بازاری این اوراق را در بورسهای منتخب آمریکای شمالی، آمریکای جنوبی، اروپا، آسیا و اقیانوسیه طی سالهای ۲۰۰۱-۱۹۹۹ ارائه می‌نمایند. همانگونه که ملاحظه می‌شود، تعداد اوراق قرضه منتشره در این بازارها بسیار قابل ملاحظه است. در این میان اوراق قرضه‌ای که بخش خصوصی منتشر کرده در مقایسه با سایر بخشها بیشتر است. تعداد اوراق قرضه پذیرفته شده در بورسهای منتخب نیز رقم قابل ملاحظه‌ای را نشان می‌دهد. این در حالی است که ارزش بازاری این اوراق طی همین دوره بسیار چشمگیر بوده است. به بیان دیگر با استناد به جداول فوق می‌توان گفت اوراق بدهی (اوراق قرضه) از جمله ابزارهای مالی بسیار مهم در بورسهای دنیاست که بخش عمده‌ای از داد و ستد اوراق بهادار در این کشورها را به خود اختصاص داده است.

اوراق مشارکت نوعی ابزار بدهی است که به منظور تأمین مالی مستقیم واحدهای اقتصادی و یا فراهم نمودن منابع مالی مورد نیاز بخش دولتی در یک طرح، یا به طور کلی برای یک مورد

مصرف خاص منتشر می‌شود. با وجودی که چند سالی از معرفی آن نمی‌گذرد، با این حال به عنوان یک ابزار مالی مورد پذیرش مردم قرار گرفته است.

با توجه به تعریف اوراق مشارکت و ویژگیهای آن به رغم وجود تفاوت‌هایی میان اوراق مشارکت و اوراق قرضه، می‌توان مشابهت‌های زیادی میان آنان یافت که مقایسه و همسنگی آنها را تا حدودی توجیه‌پذیر می‌سازد.

جدول ۹ - تعداد ناشران اوراق قرضه پذیرفته شده

منطقه	بورس	۱۹۹۹				۲۰۰۰				۲۰۰۱			
		بخش خصوصی داخلی	بخش عمومی داخلی	خارجی	کل	بخش خصوصی داخلی	بخش عمومی داخلی	خارجی	کل	بخش خصوصی داخلی	بخش عمومی داخلی	خارجی	کل
آمریکای شمالی	AMEX NYSE TORONTO	NA ۳۴۸ ۰	NA ۷ ۴۴	NA ۶۱ ۰	NA ۴۱۶ ۴۴	۴۱ ۳۲۴ ۰	۱ ۷ ۵۱	۲ ۶۱ ۰	۴۴ ۳۹۲ ۵۱	۴۰ ۳۰۴ ۰	۱ ۷ ۴۹	۲ ۵۸ ۰	۴۳ ۳۶۹ ۴۹
آمریکای جنوبی	BUENOS AIRES	۱۱۶	۱۸	۰	۱۳۴	۱۰۳	۳۴	۰	۱۳۷	۹۵	۲۷	۱	۱۲۳
اروپا	LONDON	۸۷۹	۵۳	۷۰۲	۱۶۳۴	۹۲۰	۵۳	۶۷۵	۱۶۴۸	۹۳۷	۵۳	۶۴۲	۱۶۲۲
آسیا و اقیانوسیه	AUSTRALIAN KOREA TOKYO	۲۲ ۱۰۷۸ ۴۵۸	۹ ۱۳۶ ۴۴۴	۸ ۳ ۳	۳۹ ۱۲۱۷ ۱۱	۲۴ ۷۲۷ ۴۴۰	۸ ۱۰۸ ۲	۱۰ ۳ ۸	۴۲ ۸۳۸ ۴۵۰	۷۴۲ ۲۹۲	۱۰۴ ۲	۳ ۴	۸۴۹ ۳۹۸

جدول ۱۰ تعداد اوراق قرضه پذیرفته شده

منطقه	بورس	۱۹۹۹				۲۰۰۰				۲۰۰۱			
		بخش خصوصی داخلی	بخش عمومی داخلی	خارجی	کل	بخش خصوصی داخلی	بخش عمومی داخلی	خارجی	کل	بخش خصوصی داخلی	بخش عمومی داخلی	خارجی	کل
آمریکای شمالی	AMEX NYSE TORONTO	NA ۸۴۵ ۰	NA ۶۷۸ ۵۶	NA ۲۱۳ ۰	NA ۱۷۲۶ ۵۶	۹۸ ۷۸۶ ۰	۳۸۷ ۶۳۳ ۶۹	۲ ۲۰۸ ۰	۴۸۷ ۱۶۲۷ ۶۹	۱۳۶ ۶۸۳ ۰	۳۸۲ ۵۶۸ ۷۶	۲ ۱۹۶ ۰	۵۲۰ ۱۴۴۷ ۷۶
آمریکای جنوبی	BUENOS AIRES	۳۹۵	۱۲۶	۰	۵۲۱	۴۰۱	۱۵۱	۰	۵۵۲	۳۲۱	۱۴۸	۲	۴۸۱
اروپا	LONDON	۵۰۳۷	۱۷۶	۴۴۶۶	۹۶۷۹	۵۱۲۷	۱۷۲	۴۳۵۸	۹۶۵۷	۴۷۸۵	۱۶۱	۴۱۲۸	۹۰۷۴
آسیا و اقیانوسیه	AUSTRALIAN KOREA TOKYO	۸۶ ۴۰۵۴ ۶۹۵	۱۱۹۷ ۵۶۹۸ ۱۲۸	۱۰ ۳ ۱۸	۱۲۹۳ ۹۷۵۵ ۸۴۱	۸۲ ۲۴۳۶ ۶۶۲	۸۲۴ ۵۰۲۷ ۱۴۸	۱۴ ۳ ۱۳	۹۲۰ ۷۴۶۶ ۸۲۳	۸۲ ۲۳۰۶ ۵۶۸	۶۱۱ ۵۵۸۲ ۱۸۰	۲۷ ۳ ۵	۷۲۰ ۷۸۹۱ ۷۵۳

جدول ۱۱ ارزش بازاری اوراق قرضه به ثبت رسیده در پایان سال

منطقه	بورس	۱۹۹۹				۲۰۰۰				۲۰۰۱			
		بخش خصوصی داخلی	بخش عمومی داخلی	خارجی	کل	بخش خصوصی داخلی	بخش عمومی داخلی	خارجی	کل	بخش خصوصی داخلی	بخش عمومی داخلی	خارجی	کل
آمریکای شمالی	AMEX NYSE TORONTO	۱۹۵۲/۳ ۳۳۰۸۴۰ .	NA ۲۱۰۰۸۴۵ ۵۱۱	NA ۱۱۹۲۰ .	NA ۲۴۰۱۶۰۵ ۵۱۱	۲۱۵۹۷ ۳۳۱۶۷۸ .	NA ۱۸۲۷۹۴۴ ۲۰۴۷/۶	NA ۱۴۱۱۷ .	NA ۱۱۲۴۷۸۹ ۲۰۴۷/۶	۱۱۴۸۵/۶ ۲۴۴۱۰۳ .	NA ۱۴۱۲۵۵۱ ۱۷۰۷/۹	NA ۱۵۳۷ .	NA ۱۱۲۵۴۹ ۱۷۰۷/۹
آمریکای جنوبی	BUENOS AIRES	۷۵۲۲/۸	۵۲۵۹۲/۳	.	۶۰۱۱۶	۵۱۲۷	۵۴۴۴۹/۴	.	۶۰۱۷۶/۴	۷۱۵۲	۴۰۱۷۱	۷۵۲۹	۵۴۸۵۲
اروپا	LONDON	۴۲۲۹۹۱/۴	۴۴۱۵۷۱	۴۹۸۷۸۵	۱۳۱۳۳۴۷/۲	۴۸۷۷۷/۱	۴۰۹۴۳۰/۶	۵۲۱۷۶۱/۳	۱۴۲۳۱۳۳	۵۲۰۴۵۸/۴	۲۸۴۴۶۶۶/۶	۵۰۲۸۴۰/۹	۱۴۰۷۷۶۶
آسیا و اقیانوسیه	AUSTRALIAN KOREA TOKYO	۷۰۹۲ ۹۸۰۹۴/۲ ۱۴۸۰۵۵/۳	۳۴۱۵۹/۴ ۲۳۳۳۳۴/۹ ۲۴۸۴۹۰۶	۲۴۸/۲ ۳۳۱۷۰۶/۱ ۶۱۵۷/۹	۷۱۶۶۹۷/۴ ۳۳۳۴/۴ ۲۳۳۳۳۳/۹	۱۰۱۰۸۹ ۱۱۳۳۸۱/۷	۴۷۹۱۷/۴ ۳۳۴۴۱۶ ۲۴۲۱۶۱۵/۳	۴۸۴۹/۱ ۷۱۴/۳ ۵۳۳۵/۱	۵۹۱۰۱ ۳۳۵۷۱۸/۳ ۱۵۴۸۳۳۲	۲۹۹۱ ۱۰۰۵۱۷/۲ NA	۴۲۲۰۳/۷ ۲۷۵۴۰/۷ NA	۶۱۵۷/۵ ۲۰۵/۴ NA	۵۱۴۵۲/۳ ۴۸۴۶۱۳/۳ NA

همانگونه که در بخش مبانی نظری انتشار اوراق بدهی اشاره گردید از این اوراق به عنوان یک ابزار مالی در اجرای سیاستهای پولی و مالی می توان بهره گرفت. این امر را می توان به اوراق مشارکت نیز تسری داد.

با مروری اجمالی بر وضعیت انتشار اوراق مشارکت (جدول ۵) مشاهده می شود که بانک مرکزی برای تحقق اهداف سیاست پولی خود از زمان نخستین انتشار آن تاکنون چندین بار از این ابزار استفاده نموده است. به ویژه در خصوص هدایت و تخصیص بهینه نقدینگی بخش خصوصی، اوراق مشارکت از جمله ابزارهای کاری سیاست پولی است که ضمن تجهیز منابع برای تأمین مالی پروژه ها و طرحهای تولیدی، باعث جذب نقدینگی و هدایت پس اندازهای مردم از فعالیتهای غیرمولد به زمینه های سودمند تولیدی می گردد. این موضوع اهمیت بسیار زیادی دارد. زیرا با توجه به ساختار اقتصاد کشور مواردی تاکنون پیش آمده و یا خواهد آمد که نقدینگی بیش از انتظار رشد می یابد و در این میان برای اجتناب از آثار و تبعات آن کنترل سریع رشد نقدینگی مهم است. بنابراین وجود چنین ابزاری با توجه به پذیرش عامه می تواند کارساز باشد. همچنین از دیگر اهداف انتشار اوراق مشارکت، تأمین مالی بخش دولتی و کسری بودجه های دولت است. این روش تأمین مالی از مهمترین راههایی است که منجر به افزایش حجم پول نمی شود. زیرا به منظور ایجاد تعادل بین درآمدها و هزینه های بودجه عمومی، به جای استفاده از شیوه استقراض از سیستم بانکی از انتشار اوراق مشارکت بهره گیری می شود. به این ترتیب آن دسته از طرحهای عمرانی که مستقیماً باید از بودجه عمومی دولت تأمین شود، از این طریق تأمین مالی می گردد و در نهایت سبب کنترل نقدینگی می شود.

نظر به برنامه هایی که دولت در جهت تشویق رشد و توسعه اقتصادی دارد و نیز وجود نوسانات در درآمدهای ارزی کشور بدیهی است که دولت در برخی موارد با کسری بودجه ناشی از عدم تعادل میان درآمدها و هزینه ها مواجه شود. از میان انواع راههای تأمین کسری بودجه، انتشار و عرضه اوراق مشارکت در شرایط کنونی کشور یکی از سالمترین شیوه های تأمین مالی پروژه ها است که با کمترین آثار تورمی زمینه برای سرمایه گذاریهای مولد، رشد تولید و اشتغال فراهم می شود و به این ترتیب با استفاده از این شیوه فشار بر شبکه بانکی در جهت ارائه تسهیلات به دولت و شرکتهای وابسته به آن کاهش می یابد.

شایان ذکر است که استفاده از اوراق مشارکت می تواند در مورد بخش خصوصی نیز مصداق یابد. به ویژه در شرایط کنونی که بخش خصوصی عمدتاً با اتکا بر سیستم بانکی و اخذ تسهیلات از آنان پروژه ها و طرحهای خود را تأمین مالی می نماید. گرچه بانکها منابع اعتباری مهمی در اختیار دارند که می توانند از آنها در جهت ارائه تسهیلات استفاده نمایند، اما چنانچه گزینه های

دیگری فرا روی بنگاههای اقتصادی بخش خصوصی نباشد، فشار بر شبکه بانکی بسیار زیاد خواهد شد. صف تقاضا طولانی، نرخ سود نسبتاً زیاد و ماهیت تسهیلات عمدتاً کوتاه مدت خواهد بود. این موارد در جای خود می تواند مشکلات زیادی را برای بخش خصوصی ایجاد نماید و از سوی دیگر مانع از آن شود که بخش خصوصی در پروژه های بلندمدت سرمایه گذاری نماید. حال چنانچه امکان انتشار و عرضه اوراق مشارکت برای این بخش نیز فراهم باشد زمینه بسیار مساعدی برای فعالیت بخش خصوصی کشور که همواره با کمبود منابع برای سرمایه گذاری مواجه است فراهم می سازد.

بنابراین می توان گفت انتشار و عرضه اوراق مشارکت به دلیل جذب سرمایه های کوچک و تجهیز منابع و سوق دادن آن به سوی زمینه های تولیدی و عمرانی یکی از بهترین روشهای تأمین مالی است. افزون بر نقشهای فوق، اوراق مشارکت به عنوان یک ابزار مالی در بازار سرمایه اهمیت دو چندانی دارد. زیرا با افزایش تنوع ابزارهای مالی موجود، پاسخگویی به سلاقی مختلف سرمایه گذاران امکان پذیر تر، تمایل به امر سرمایه گذاری بیشتر و بهره برداری از سرمایه مطلوبتر خواهد بود.

نظر به آنکه برابر قانون، اوراق مشارکت توسط دولت، مؤسسات دولتی، سازمان ها و نهادهای عمومی و بخش خصوصی منتشر و عرضه می شود، لذا متنوع بودن این اوراق از نظر مدت، نرخ سود، انواع مختلف ناشران، وجود یا عدم وجود تضمین و ... منجر به توزیع ریسک و کاهش آن می شود و سرمایه گذاران بیشتری را به خود جلب می نماید و بازار سرمایه با داد و ستد دست دوم آن، از نقدینگی بیشتری برخوردار می شود؛ زیرا همانگونه که قبلاً نیز اشاره شد تنوع ابزارهای مالی در بورس تهران کم است و داد و ستد دست دوم اوراق مشارکت در صورت تنوع آن می تواند اقدامی بسیار راهگشا برای بازار سرمایه کشور باشد.

به رغم مزایای بر شمرده از انتشار و داد و ستد دست دوم اوراق مشارک، به نظر می رسد که نارسائیه ها و اشکالاتی در خصوص بهره گیری کامل از این ابزار کارآمد وجود دارد. تعیین دقیق این موارد می تواند در رفع نقایص و کاستیهای آن مؤثر باشد که ذیلاً به برخی از مصادیق آن اشاره می گردد:

عدم تناسب میان بازده و ریسک

وجود تناسب میان ریسک و بازده از جمله اصول پذیرفته شده است. این اصل از مبانی نظری و تجربی غنی برخوردار است. اصولاً ریسک کمتر ملازم با بازده کمتر است. بنابراین بازده با توجه به ریسک اوراق و به تبعیت از آن تعیین می شود. علی الاصول اوراق بدهی که توسط دولت یا با

تضمین دولت و یا بانک مرکزی منتشر و عرضه می‌شود در تمام بازارهای مالی دنیا، در زمره اوراق بهادار با ریسک صفر و یا کم ریسک‌ترین اوراق قرار دارند. بر همین اساس نرخ بازده این اوراق نیز کم است. اوراق قرضه دولتی، اسناد خزانه و... در شمار این نوع از اوراق بدهی قرار دارند. بنابراین انتظار می‌رود که آن دسته از اوراق بدهی که به نوعی دارای تضمین دولت یا بانک مرکزی است از کمترین ریسک برخوردار باشد و بازده متناسب با ریسک داشته باشد.

به طور کلی در بازارهای مالی بازده اوراق بدهی برحسب درجه ریسک و خطر آنها تعیین می‌شود. به بیان دیگر با تعیین رتبه ریسک این اوراق، بازدهی آن نیز مشخص می‌شود. در بسیاری از کشورها، مؤسسات مستقلی وجود دارند که به صورت تخصصی ریسک اوراق بهادار را ارزیابی می‌کنند. نتیجه ارزیابی این مؤسسات معتبر، در واقع ملاکی برای تعیین بازده این اوراق است. بدیهی است وجود این مؤسسات معتبر و تخصصی که به عنوان مؤسسات رتبه بند^۱ نامیده می‌شوند بسیار مهم و حائز اهمیت است. در این راستا نرخ بازده اوراق قرضه دولتی، اسناد خزانه و یا ابزارهای مالی مشابه آن به عنوان علامتی برای تعیین بازده اوراق قرضه بخش غیردولتی اعم از خصوصی و یا عمومی است. از آنجا که ریسک اوراق بدهی بخش غیردولتی بیشتر از ریسک بخش دولتی است، لذا نرخ بازده آن نیز بالاتر است. از همین رو کاملاً قابل پیش بینی است که در بازار مالی، بازده بالاتر برای اوراق بدهی بخش غیردولتی مورد انتظار است. با نگاهی اجمالی بر مندرجات جدول شماره (۵) که در آن وضعیت انتشار اوراق مشارکت از بدو انتشار تا پایان سال ۱۳۸۰ را ارائه می‌دهد، مشاهده می‌شود که به غیر از موارد معدوده، اوراق مشارکت منتشر و عرضه شده عمدتاً با تضمین دولت یا بانک مرکزی بوده است که علی‌القاعده دارای ریسک صفر و یا کمترین ریسک است؛ اما به هیچ روی بازده متناسب با آن نیست.

عدم تناسب میان بازده و ریسک این اوراق نه تنها بر این اصل پذیرفته شده خدشه وارد می‌نماید، بلکه با دادن علامت غیر صحیح، قیمت گذاری اوراق بدهی دیگر را با مشکل روبرو می‌سازد. به بیان دیگر این امر سبب می‌شود فرصت چندانی برای بخش غیردولتی (خصوصی، عمومی) در استفاده از اوراق مشارکت جهت تأمین مالی فعالیت‌های اقتصادی باقی نماند. علت این امر نیز آن است که بخش غیردولتی برای انتشار اوراق مشارکت ناگزیر از ارائه بازده بالاتر (متناسب با ریسک خود) و یا اعطای امتیازات خاصی می‌شود که در مجموع، اقدام به چنین عملی منجر به افزایش باز هم بیشتر نرخ بازده این اوراق خواهد گردید که به نوبه خود افزایش هزینه‌های سرمایه‌گذاری را به دنبال خواهد آورد. لذا باید با ایجاد تناسب در بازده و ریسک این

وراق، فرصت رقابت بخش خصوصی و عمومی را با بخش دولتی فراهم آورد. گرچه انتشار و عرضه اوراق مشارکت می تواند بازوی اجرایی مهم و کارآمدی برای تحقق اهداف سیاستهای پولی و مالی باشد، اما به تنهایی کافی نیست. فراهم شدن امکان استفاده بخشهای خصوصی و عمومی از انتشار اوراق مشارکت در جای خود اهمیت بسیار زیادی دارد. بدیهی است مهمترین اقدام در این زمینه، تعیین متناسب نرخ سود و ریسک این اوراق است. در این میان لازم است که موسسات معتبر رتبه بند ایجاد شود تا این مهم محقق شود.

عدم تنوع در اوراق مشارکت

اوراق مشارکتی که تاکنون منتشر شده است دارای تنوع نسبتاً کمی بوده است. به گونه ای که نمی تواند با سلايق متفاوت سرمایه گذاران مختلف همخوانی داشته باشد. تنوع این اوراق از نظر میزان بازده، دوره پرداخت سود، ناشر، نهاد تضمین کننده، سررسید اوراق، بازخرید، قابلیت داد و ستد در بورس، قابلیت تبدیل به سهام، قابلیت تمدید، قابلیت فروش به انتشار دهنده، قابلیت تعویض با سهام و ... از یک طرف می تواند افراد مختلف را به سوی آن جلب کند و از طرف دیگر درجات مختلف ریسک سرمایه گذاری را پوشش دهد. بنابراین برای انجام موفقیت آمیز داد و ستد دست دوم این اوراق، لازم است که اوراق مشارکت به ویژه از نظر ناشر به صورت متنوع منتشر و عرضه شود تا زمینه برای فعالیت بخش غیردولتی بیش از پیش فراهم شود.

پرداخت سود به صورت روزشمار

یکی از مهمترین ویژگیهایی که تاکنون اوراق مشارکت منتشر داشته اند، پرداخت سود به صورت روزشمار توسط بانکهای عامل است که سبب شده اوراق مشارکت در مقایسه با سایر گزینه های سرمایه گذاری، حتی سپرده های بانکی از جذابیت بیشتری نزد سرمایه گذاران برخوردار باشد و این ویژگی صرفاً خاص اوراق مشارکت است. به این ترتیب ریسک عدم بازپرداخت اصل و سود این اوراق، نزدیک به صفر، بازدهی در حد بازده سپرده های بانکی مدت دار، پرداخت سود روزشمار و معاف از مالیات است. به این ترتیب می توان از آن به عنوان یکی از نقدینه ترین ابزار مالی نام برد.

بر این اساس برای آنکه این ابزار به شیوه کارآمدی بتواند در بورس داد و ستد شود، لازم است اوراق مشارکت از نظر موارد برشمرده مورد بازنگری قرار گیرد. از جمله پرداخت سود در بانکهای عامل متوقف و یا در سررسیدهای تعیین شده (و نه روزشمار) پرداخت گردد و چنانچه دارنده اوراق مشارکت قصد نقد کردن آن را قبل از سررسید داشته باشد با تنزیل آن مواجه شود.

بدیهی است در چنین حالتی است که به مرور و با نزدیک شدن چنین اوراقی به سررسید نهایی، ارزش واقعی آنها بیش از ارزش اسمی خواهد شد و در تالار داد و ستد، بر اساس مکانیزم عرضه و تقاضا، قیمت واقعی اوراق مشارکت تعیین خواهد شد و این بازار رونق خواهد گرفت.

عدم وجود مؤسسات رتبه بند

مؤسسات رتبه بند به عنوان یکی از نهادهای مهم در بازار سرمایه هستند. نقش این نهاد در تعیین رتبه ریسک اوراق بهادار تعیین کننده و کلیدی است، به گونه‌ای که دیدگاه این مؤسسات معتبر در تعیین رتبه این اوراق و درجه ریسک آنها تعیین کننده و بر آن اساس بازده در بازار و بر اساس مکانیسم عرضه و تقاضا مشخص می‌گردد. به بیان دیگر وجود این مؤسسات در شفافیت بازار و ارائه اطلاعات صحیح به سرمایه‌گذاران نقش تعیین کننده دارد. به رغم اهمیت این نهاد، فقدان آن در بازار سرمایه کشور کاملاً محسوس است. اینک که مقامات اقتصادی کشور در صدور تقویت استفاده از این ابزار مالی در تأمین مالی فعالیتهای اقتصادی بخشهای دولتی و غیردولتی (خصوصی و عمومی) در بازار دست اول و دوم می‌باشند. و بر آن اساس لازم است که اوراق مشارکت با تنوع قابل توجهی به ویژه از بعد ناشر منتشر و عرضه شود، وجود چنین نهادهای بسیار ضروری است و عدم وجود آن یکی از تنگناهای استفاده کارآمد از این ابزار است.

عدم تداوم انتشار عرضه اوراق مشارکت

تداوم انتشار اوراق مشارکت از جمله الزامات وجود یک بازار کارآمد داد و ستد دست دوم اوراق مشارکت است. بدیهی است عدم عرضه مدارم، شفاف و قابل پیش بینی آن می‌تواند به کارآمدی این ابزار آسیب رساند. به بیان دیگر انتشار اوراق مشارکت توسط دولت و بانک مرکزی نباید صرفاً بر اساس نیازهای موردی تأمین کسری بودجه و یا مهار رشد و نقدینگی باشد. در این صورت است که عرضه اوراق مشارکت به عنوان یک ابزار مالی خلی ایجاد نمی‌شود. بدیهی است همزمان باید زمینه برای استفاده بخش غیردولتی از این اوراق نیز مهیا باشد. به بیان دیگر دولت، بانک مرکزی و بخش غیردولتی (خصوصی و عمومی) با انتشار مدام این اوراق بازار شفاف و سیالی از این ابزار ایجاد نماید.

۴ - نتیجه‌گیری و توصیه‌های سیاستی

نحوه تأمین مالی فعالیتهای اقتصادی از جمله مهمترین مباحث در اقتصاد هر کشور است. بر این اساس چگونگی جذب پس انداز و تجهیز منابع از طرق مختلف اهمیت به سزایی دارد. در این

میان نقش بازار مالی در فرآیند جذب پس اندازها، تجهیز منابع و سوق دادن آن به سمت فعالیتهای مولد قابل توجه است. توسعه و گسترش بازار مالی از طریق تنوع بخشیدن به ابزار مالی، ضمن کاهش ریسک سرمایه گذاری سبب جلب بیشتر سرمایه گذاران این بازار می شود.

ابزارهای مالی در بازار سرمایه ایران از تنوع چندانی برخوردار نیست. بدیهی است هرگونه اقدامی در فراهم نمودن زمینه ایجاد یک ابزار مالی کارآمد، می تواند خیل عظیمی از سرمایه گذاران با درجات مختلفی از ریسک پذیری و ریسک گریزی را به خود جلب نماید. داد و ستد دست دوم اوراق مشارکت گامی در این راستاست. انتشار، عرضه و داد و ستد دست دوم اوراق مشارکت ضمن تأمین مالی بلند مدت شرکتها و بنگاههای اقتصادی و پوشش ریسک آنها، بازوی اجرایی کارآمدی نیز برای دولت در اعمال سیاستهای مالی و پولی است. با وجود این کاستیها و نارسائیهای در انتشار، عرضه و داد و ستد دست دوم این اوراق مشاهده می شود. بر این اساس توصیه های زیر به منظور رفع نواقص و کاستیهای برشمرده پیشنهاد می گردد:

- لزوم توجه به عوامل متعدد در سطح خرد و کلان در زمینه انتشار اوراق مشارکت، از قبیل حجم انتشار، زمینه انتشار، جایگاه مقرراتی، دوره پرداخت سود و...

- ایجاد تنوع در انتشار اوراق مشارکت از نظر ناشر، نرخ سود، نهد تضمین کننده و...

- انتشار مداوم، مستمر، شفاف و قابل پیش بینی اوراق مشارکت.

- تعیین نرخ بازده متناسب با ریسک آن.

- عدم باز خرید اوراق توسط نظام بانکی در طول دوره مشارکت.

- ایجاد مؤسسات رتبه بند.

منابع و مأخذ

منابع فارسی:

- ۱ - بورس اوراق بهادار، مجموعه قوانین، مقررات و آئین نامه‌ها؛ سازمان بورس اوراق بهادار: ۱۳۷۸.
- ۲ - بورس اوراق بهادار، مجموعه قوانین، مقررات و آئین نامه‌ها؛ سازمان بورس اوراق بهادار: ۱۳۸۰.
- ۳ - ذوقی، حسن؛ تبیین ویژگی جایگاه اوراق مشارکت در اقتصاد ایران؛ مؤسسه تحقیقات پولی و بانکی، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، ۱۳۷۶.
- ۴ - سالنامه آماری، سازمان بورس اوراق بهادار؛ سالهای مختلف.
- ۵ - قانون برنامه دوم توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی جمهوری اسلامی ایران (۷۴-۱۳۷۸): سازمان برنامه و بودجه، ۱۳۷۴.
- 6)-FIBV,1999,2000,20001.
- 7)-Lynch,Merrill(2002):World bond markes 2002,April.
- 8)-Mihalgek,Dubravko,Michela Seatigna and Augostin villar,<<Recent trends in bond markets>>,Bis,NO.11.page13-14.
- 9)-Rayna Gibson and Heinz Zimmermann,<<the benefits and of derivative instruments: an economic perspective,1994.(<http://financ.wat.ch/Genevapapers/paper1.htm>).
- 10)-Turner,Philip,<<Bond markets in emerging economies:an overview of policy issues>>,BIS papers No.11,2001,pp.1-12.