



## انتشار اوراق مشارکت در ایران: موانع و راهکارهای اجرایی

دکتر لطفعلی عاقلی کهنه شهری\*

---

\* عضو هیأت علمی دانشگاه تربیت مدرس.

## چکیده

تأمین مالی مخارج دولتی در ایران، علاوه بر اتکا به درآمدهای ارزی و مالیاتها با استفاده از انواع استراض انجام می‌گیرد. استراض از بانک مرکزی، استراض از منابع خارجی و استراض از مردم روشهای مکمل برای سرمایه‌گذاری‌های دولتی می‌باشند. قبل از انقلاب، از زمان ملی شدن صنعت نفت گرفته تا اصلاحات ارضی و سپس در قالب برنامه‌های هفت ساله چهارم و پنجم، اوراق قرضه به عنوان یکی از ابزارهای سیاست پولی مد نظر بوده است اما بعد از انقلاب به دلیل ابهام ربوی این اوراق و تدوین نظام بانکداری بدون ربا، اوراق مشارکت جایگزین آنها شدند. در این راستا ابتدا در سال ۱۳۷۳ مقررات ناظر بر نحوه انتشار اوراق مشارکت و سپس در سال ۱۳۷۶ قانون انتشار اوراق مشارکت به تصویب مراجع ذیصلاح رسید. تجربه انتشار اوراق مشارکت در سالهای ۱۳۷۳ تاکنون، نارساییها و کاستیهای چنین ساز و کاری را در عرصه عملی بروز داده است. این مقاله سعی دارد با بررسی این موانع، راهکارهای اجرایی برای رفع نواقص انتشار اوراق مشارکت را ارائه دهد که از جمله آنها می‌توان به شفاف سازی گزارشهای مالی در طرحهای تولیدی، تشکیل بازارهای ثانویه سرمایه، تعیین دقیق سود قطعی و تحقق یافته و تقسیم عادلانه سود بین دارندگان اوراق مشارکت، اطلاع رسانی کافی و تقویت بدنه کارشناسی بانک مرکزی در خصوص ارزیابی و نظارت بر پروژه‌های عمرانی اشاره کرد.

**واژگان کلیدی:** اوراق مشارکت، سود علی الحساب، سود قطعی، استراض ملی

## مقدمه

تأمین مالی در هر دوره و هر کشور تابعی از تعداد ابزارهای مالی و پولی می‌باشد. کشورهای مختلف غالباً به دلیل شکاف زمانی بین وصول درآمدها و تحقق هزینه‌ها همواره با کسری بودجه مواجه هستند. توسل به نشر پول (استقراض از بانک مرکزی)، اسقراض از منابع خارجی و قرضه ملی از روشهای ممکن تأمین کسری بودجه یا کاهش آن به شمار می‌روند.<sup>۱</sup> در کشور ما در مراحل مختلف تاریخی از ملی شدن صنعت نفت گرفته تا اصلاحات ارضی یکی از روشهای قرضه ملی انتشار اوراق قرضه بوده است که تا سالهای آخر قبل از انقلاب تداوم داشت. اما بعد از انقلاب به دلیل حاکمیت ارزشهای انقلابی و اسلامی و تصویب قانون بانکداری بدون ربا به دلیل ابهام ربوی موجود در انتشار این اوراق، جز در موارد خاص، انتشار آنها محدود گردید. سپس برای اولین بار شهرداری تهران برای تأمین مالی پروژه نواب به انتشار اوراق جایگزین موسوم به اوراق مشارکت روی آورد و بعد از مدتی با تصویب و صلاحدید بانک مرکزی اوراق مشارکت به صورت قانونی در برخی عرصه‌های تولیدی مجوز انتشار گرفتند. در ماده ۱ قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت مصوب ۱۳۷۶/۶/۳۰ مجلس شورای اسلامی، به دولت و شرکتهای دولتی و شهرداریها و موسسات و نهادهای عمومی غیر دولتی و موسسات عام المنفعه و شرکتهای وابسته به دستگاههای مذکور و شرکتهای سهامی عام و خاص و شرکتهای تعاونی تولیدی اجازه داده شده که برای جلب مشارکت مردم در اجرای طرحهای عمرانی انتفاعی دولت که در قوانین بودجه سالانه کل کشور و طرحهای سود آور تولیدی، ساختمانی و خدماتی درج شده، اقدام به عرضه عمومی اوراق مشارکت نمایند.<sup>۲</sup>

## سابقه موضوع

در قبل از انقلاب برای ایجاد ثبات اقتصادی، تقویت فرایند سرمایه گذاری و بهبود کسری بودجه و کاهش اتکای دولت به منابع بانکی از ابزار اوراق قرضه اسفاده می‌شده است. این روش علاوه بر ارتقای ظرفیت تولیدی کشور قابلیت کاهش فشارهای تورمی را در جامعه داشت.

سابقه انتشار اوراق قرضه در ایران به سال ۱۳۲۰ به مبلغ ۴۰۰ میلیون ریال می‌رسد که فقط ۵۰ درصد آن به فروش رسید. سپس توسل به قرضه ملی در سالهای ۱۳۳۰، ۱۳۴۱، ۱۳۴۳، ۱۳۴۶ و ۱۳۴۸ تکرار شد.<sup>۳</sup> در ادامه چنین سیاستی، در سال ۱۳۵۰ از مجموع ۳۸/۱ میلیارد ریال کسری بودجه حدود ۳۸ درصد آن با فروش اوراق قرضه جبران شد. در سال ۱۳۵۱ با افزایش کسری بودجه به میزان ۵۸/۶ میلیارد ریال در حدود ۳۱/۶ میلیارد ریال آن با فروش اوراق قرضه تأمین شد. در سال ۱۳۵۲ به علت ازدیاد شدید درآمدهای نفتی، کسری بودجه کاهش یافت و به ۳۳/۱ میلیارد ریال رسید که بخشی از آن از طریق اوراق

1. دادگر، یداله (۱۳۷۸). مالیه عمومی و اقتصاد دولت. تهران، انتشارات موسسه فرهنگی، هنری بشیر علم وادب، چاپ اول، ص ۲۴۲

2. قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت، مصوب شهریور ماه ۱۳۷۶

3. ذوقی، حسن (۱۳۷۶). تبیین ویژگی و جایگاه اوراق مشارکت در اقتصاد ایران، پژوهشکده بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، صص ۱۳-۱.

قرضه تأمین شد. در سالهای ۱۳۵۳ تا ۱۳۵۴ با کمک فروش اوراق قرضه، نقدینگی اضافی بانکها جذب گردید. به عبارت دیگر بانکها به خرید و توزیع اوراق قرضه در قبال افزایش سپرده‌های غیر دیداری مکلف بودند.<sup>۴</sup>

در سالهای ۱۳۵۶، ۱۳۵۷ و ۱۳۵۸، بخشی از کسری بودجه دولت از طریق اوراق قرضه تأمین گردید اما از سال ۱۳۵۹ دولت از ابزار فروش اوراق قرضه برای تأمین کسری بودجه استفاده نکرد. در دوره ۱۳۵۹ تا اوایل دهه ۱۳۷۰ انتشار اوراق قرضه به گونه‌ای دیگر و به منظور تأمین نیاز، جبران نیاز و تأمین سرمایه بانکها (قبل از ملی شدن) جریان داشت.

دولت در تیرماه ۱۳۷۳ مقررات ناظر بر انتشار اوراق مشارکت را در راستای نظام بانکداری بدون ربا تدوین و تصویب کرد<sup>۵</sup> و اوراق قرضه به دلیل ابهام ربوی، با اوراق مشارکت جایگزین شدند زیرا در اوراق قرضه از بابت پولی که از مردم گرفته می‌شود سودی بابت آن باید به مردم داده شود.

در این مقررات، وظیفه سازمان متقاضی انتشار اوراق مشارکت، اخذ مجوز اولیه، انتشار اطلاعات برای تبلیغ و معرفی پروژه یا طرح، و نحوه فروش (حاوی اطلاعات کلیدی و دقیق از پروژه یا طرح) است. مطابق این مقررات، اوراق مشارکت به دو صورت با نام و بی نام منتشر می‌شود و قابل انتقال در بورس یا غیر بورس است.

طبق این مقررات، زمانی وجوه حاصل از فروش اوراق مشارکت توسط مجری طرح قابل برداشت است که ۱۰۰ درصد اوراق منتشره به فروش رفته باشد یا کمبود آن طی مهلت تعیین شده از سوی بانک مرکزی توسط سازمان تأمین گردد.

به دنبال تدوین این مقررات، تجربه اول انتشار اوراق مشارکت ۴ ساله در بعد از انقلاب در سال ۱۳۷۳ با فروش ۲۵۰ میلیارد ریال با نرخ سود علی الحساب ۲۰ درصد برای تأمین مالی پروژه نواب شروع شد. در سال ۱۳۷۴ هم برای طرح شهر سالم شهرداری تهران و طرحهای بیمارستانی وزارت مسکن و شهرسازی مجموعاً ۱۰۰ میلیارد ریال اوراق مشارکت منتشر شد.<sup>۶</sup>

سپس قانون "نحوه انتشار اوراق مشارکت" در مهرماه ۱۳۷۶ به تصویب مجلس رسید. در قانون برنامه سوم توسعه، ماده ۹۱، برای اولین بار موضوع انتشار مستقیم اوراق مشارکت توسط بانک مرکزی به مثابه ابزار سیاست پولی مورد نظر قرار گرفت و بانک مرکزی برای نخستین بار در سال ۱۳۷۹، با انتشار ۳۰۰ میلیارد ریال اوراق مشارکت، این بازار را برای خنثی سازی اثر انبساط پولی مورد استفاده قرار داد.<sup>۷</sup>

عملکرد انتشار اوراق مشارکت در کشور در سال ۱۳۸۲، نشان می‌دهد که در مجموع مبلغ ۲۹۲۸۹/۲ میلیارد ریال اوراق مشارکت توسط دولت، بانک مرکزی و شرکتهای منتشر گردیده است. از این مبلغ ۹۷/۱

۴. همان، صص ۲۱-۱۸

۵. وزارت امور اقتصادی و دارایی (۱۳۷۳)، معاونت امور اقتصادی، سیاستهای پولی: انتخاب ابزاری به عنوان جایگزین سیاست انتشار خرید و فروش اوراق قرضه به توجه به موازین اسلامی

۶. بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران (۱۳۷۵)، اداره بررسیهای اقتصادی، بررسی اجمالی وضعیت اوراق مشارکت در ایران.

۷. گزارش "بررسی نحوه انتشار اوراق مشارکت و تطبیق آن با سیاستهای کلی" سازمان بازرسی کل کشور، پاییز ۱۳۸۳

درصد به فروش رسید که در مقایسه با رقم فروش سال ۱۳۸۱ از رشد ۱۱ درصدی برخوردار بوده است. نرخ سود علی الحساب کلیه انواع اوراق مشارکت در سال ۱۳۸۲ معادل ۱۷ درصد در سال و معاف از مالیات بوده است.

وضعیت اوراق مشارکت تا پایان سال ۱۳۸۲ به صورت جدول زیر بوده است:

**جدول (۱): وضعیت اوراق مشارکت تا پایان سال ۱۳۸۲ (ارقام به میلیارد ریال)**

سال	تعداد طرحهای اوراق مشارکت	تعداد دفعات انتشار اوراق مشارکت	کل مبلغ مصوب	مبلغ منتشره (میلیارد ریال)	مبلغ فروش رفته (میلیارد ریال)	نرخ سود علی الحساب	
						سررسید شده	سررسید نشده
۱۳۷۹	۴	۶	۱۰۳۸۰	۱۰۳۸۰	۵۲۹۶	۱۹	۳۲۱۶
۱۳۸۰	۱۱	۱۲	۱۶۱۰۰	۱۶۱۰۰	۱۵۵۴۳/۳	۱۷	۹۴۴۳/۶
۱۳۸۱	۱۱	۱۲	۲۷۵۰۰	۲۷۳۰۰	۲۵۶۳۱	۱۷	۱۷۰۵۴
۱۳۸۲	۱۱	۱۱	۳۳۷۸۹/۲	۲۹۲۸۹/۲	۲۸۴۴۵/۷	۱۷	۰

ماخذ: گزارش اقتصادی و ترازنامه بانک مرکزی، سال ۱۳۸۲، ص ۱۴۲

از مجموع اوراق مشارکت فروش رفته، ۳۴/۴ درصد توسط دولت (برای طرحهای فصول راه و ترابری و منابع آب، طرحها و پروژههای در حال اتمام با اولویت فصول کشاورزی، صنایع، معادن، محیط زیست، راه و ترابری، برق، عمران شهرها)، ۵۸/۵ درصد توسط بانک مرکزی (در راستای سیاستهای پولی برای جایگزینی اوراق سررسید شده) و ۷ درصد توسط شرکتهای پتروشیمی (اجرای طرحهای الفین هفتم، آروماتیک چهارم و شهید تند گویان) صورت گرفته است.

بر اساس ماده (۱۷) قانون تنظیم بخشی از مقررات تسهیل نوسازی صنایع کشور مصوب ۱۳۸۲ مجلس، شرکتهای پذیرفته شده در بورس می توانند برای طرحهای نوسازی و توسعه شرکت نسبت به انتشار اوراق مشارکت اقدام کنند. انتشار این اوراق با مجوز بورس اوراق بهادار و حداکثر به میزان ۵۰ درصد کل ارزش سرمایه گذاری ریالی پروژه و تا سقف ۷۰ درصد ارزش ویژه شرکت مجاز است.

#### ماهیت ونحوه انتشار اوراق مشارکت

هدف از نشر اوراق مشارکت، افزایش مشارکت مردم در فعالیتهای اقتصادی و تنوع بخشیدن به بازارهای مالی و تأمین مالی برای ایجاد و تکمیل و توسعه پروژههای سود آور عمومی و خصوصی از طریق منابع غیر بانکی است.

اوراق مشارکت، بنا به تعریف، اوراق بهاداری هستند که با مجوز بانک مرکزی برای تأمین بخشی از منابع مالی مورد نیاز طرحهای سود آور تولیدی و خدماتی منتشر می گردد. امور بازرگانی از این موضوع مستثنی شده است. تشخیص سودآوری طرحهای عمرانی به عهده هیاتی مرکب از نمایندگان وزارت اقتصاد و دارایی، سازمان برنامه و بودجه و بانک مرکزی گذاشته شده که باید در پیوست طرحهای عمرانی لوایح

بودجه سالانه کل کشور مشخص شود. بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران برای طرحهای مشمول قانون انتشار اوراق مشارکت که دارای توجیه کامل اقتصادی، فنی و مالی باشند پس از ارائه تضمین کافی توسط موسسه یا شرکت متقاضی به بانک عامل، مجوز انتشار خواهد داد.<sup>۸</sup>

این اوراق را سازمانی منتشر می‌کند که دارای شخصیت حقوقی عمومی یا خصوصی است (سازمانهای دولتی یا شرکتهای خصوصی) و افراد قادر به انتشار و فروش اوراق نیستند. سازمان علاوه بر ارائه پروژه، به همراه توجیهات فنی، اقتصادی، مالی و شرایط پیشنهادی و قرارداد کارگزاری و تعهدنامه‌ای مبنی بر پذیرش و رعایت مقررات ناظر بر انتشار اوراق مشارکت و دستورالعمل اجرای آن، موظف به مصرف وجوه اوراق منحصراً در خود پروژه شده است. داراییهای پروژه به تشخیص بانک مرکزی و ارائه تضمینهای لازم در مقابل دارندگان اوراق باید بیمه شود و اختیارات تام به کارگزار از جمله وکالت بلاعزل و قابل توکیل به غیر داده شود..

سازمان علاوه بر قبول هزینههای انتشار و حق الزحمه امین<sup>۹</sup> و هزینههای کارشناس موظف گردیده در صورت لزوم حداقل هر شش ماه یکبار گزارش وضعیت مالی و عملکرد اجرایی طرح را به بانک مرکزی بدهد. در پایان عملیات اجرایی، سازمان موظف شده است به منظور پرداخت اصل مبلغ اوراق مشارکت و سود قطعی تمام یا قسمتی از داراییهای پروژه را به غیر بفروشد و یا خود خریداری کند. وجوه حاصله بایستی تنها در موضوع پروژه مصرف شود و در مقابل تضمینهای کافی به طور مستقیم یا غیر مستقیم به صاحبان وجوه بدهد.

سازمان انتشار دهنده باید اطلاعیه انتشار اوراق مشارکت را به صورتی در روزنامه‌ها یا رسانه‌های گروهی انعکاس دهد که اطلاعات کلیدی طرح، حدود مسئولیتهای سازمان و بالاخره نحوه پرداخت حق و حقوق دارندگان اوراق به صراحت روشن باشد.

در این راستا مشخصات کلی طرح عبارتند از: شامل موضوع، ویژگیهای کلی طرح، برآورد کل هزینه اجرای طرح، مدت اجرای طرح و سهم آورده سازمان در اجرای طرح و پیش بینی سود مورد انتظار باید درج شود.

مطابق مقررات حاکم بر نحوه انتشار اوراق مشارکت، میزان هزینههای انجام شده و مقایسه آن با برنامه زمان بندی، درصد پیشرفت فیزیکی طرح و مقایسه آن با هر گونه تغییر در سود مورد انتظار و بالاخره سود علی الحساب برای مقطع بعدی و در مقطع پایان طرح، خلاصه حساب سود و زیان و اعلام نرخ سود قطعی قابل پرداخت به اوراق و کسب نظر امین نسبت به درستی یا نادرستی معاملات انجام شده و انطباق

8. دستورالعمل اجرایی مقررات ناظر بر انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

9. امین از طرف بانک مرکزی تعیین می‌شود، وظیفه رسیدگی به فعالیت سازمان را در ارتباط با حقوق دارندگان اوراق مشارکت به عهده دارد و مصرف وجوه حاصل از فروش اوراق مشارکت، نحوه نگهداری حسابها و صورتهای مالی، تقویم آورده‌های غیر نقدی سازمان و رسیدگی آورده‌های سازمان به طور کلی، رسیدگی به نحوه مصرف وجوه و نگهداری حسابها و صورتهای مالی، نحوه انجام معاملات سازمان و رعایت مقررات ناظر بر انجام عملیات را نظارت می‌کند.

آنها با شرایط و ضوابط و به طور کلی ارائه گزارشات مالی دقیق و محاسبه دقیق سود واقعی از مهمترین عناصر اوراق مشارکت است.

در مقررات ناظر بر انتشار اوراق مشارکت، نهاد دیگری به عنوان کارگزار تعریف شده که بانک یا موسسه یا شرکتی است که خدمات فروش، نگهداری وجوه و سپرده گذاری در بانک در فاصله بین فروش تا دستور بانک مرکزی مبنی بر استفاده سازمان در صورت عدم تأمین کسری مبلغ پرداخت سود علی الحساب و پرداخت اصل مبلغ و سود قطعی در پایان اجرای طرح را به عهده دارد. کارگزار از یک سو دستورات لازم را جهت ارائه خدمات کارگزاری می پذیرد و از سوی دیگر دستورات بانک مرکزی را در ارتباط با رعایت حقوق دارندگان اوراق مشارکت اجرا می کند.

### نحوه چاپ و ویژگیهای اوراق مشارکت

ابتدا باید طرح ورقه مشارکت به عنوان نمونه به تأیید بانک مرکزی برسد. کلیات مطالب رو و پشت ورقه شامل نام طرح، مبلغ اسمی ورقه، تاریخ انتشار و مدت، شماره‌های ردیف و سری سمت، امضا بالاترین مقام سازمان، محل نام خریدار در صورت با نام بودن و تضمین سازمان مبنی بر بازپرداخت اصل مبلغ اوراق بایستی درج شود. در پشت ورقه نیز باید دادن وکالت خریدار به سازمان، قابلیت انتقال ورقه به غیر و اسقاط حقوق دارنده ورقه در مدیریت طرح و افزایش سهم و عدم تعلق سود به دارنده ورقه پس از پایان مدت قانونی طرح لحاظ شود. به همراه اوراق مشارکت، کوپنهای سود علی الحساب شامل نام اوراق مشارکت، شماره کوپنها، شماره سری، ردیف اوراق مشارکت و مبلغ اسمی ورقه مشارکت درج می شود.

### مشکلات و نارساییهای انتشار اوراق مشارکت

۱. عدم تطابق کامل با گواهی مشارکت: بنا بر تعریف مشارکت مدنی (ترکیب سهم شرکت نقدی و غیر نقدی اشخاص حقیقی یا حقوقی متعدد به نحو مشاع به منظور انتفاع طبق قرارداد)، گواهی مشارکت بایستی، برای مدت مشخص بوده، اصول حاکم بر مشارکت را داشته، تضمین شده باشد، تخصیص سود توافقی بوده، سود معاف از مالیات باشد، سهم دارندگان گواهی مشارکت قبل از سهامداران پرداخت شود، وجوه جمع شده فقط برای اجرای پروژه باشد و شرکت صادرکننده اوراق مشارکت باید اطلاعات کافی از وضعیت شرکت ارائه دهد.

۲. سرمایه گذاری در طرحهای عمرانی هرچند به امید سود انجام می گیرد اما ممکن است در عمل زیان به بار آورد. مقررات فعلی بر سود حاصل از اجرای پروژهها اشاره دارد. در این قسمت علاوه بر نحوه تقسیم سود قطعی، پرداخت سود علی الحساب در مقاطع تعیین شده بلامانع است. تقسیم سود در مقاطع سه ماهه یا شش ماهه یا سالانه در مقررات آمده است که بعضی از سرمایه گذاران کوچک و بزرگ که ممر درآمدی آنان همین سرمایه است را نیز ترغیب به مشارکت در طرح نماید و اطمینان بیشتری نسبت به سرمایه گذاران در رابطه با سود آوری طرح بدهد. اما در عمل تاکنون پرداخت سود قطعی پروژهها محقق

نشده و گزارش عملکرد سرمایه گذاری ناشی از وجوه جمع آوری شده از طریق انتشار اوراق مشارکت به صورت شفاف به اطلاع عموم نرسیده است.

۳. مطابق ضوابط قانونی، تأیید طرح، شرایط انتشار اوراق مشارکت، تعیین امین و بررسی گزارشات امین و تأیید کارگزار، حداقل سهم شرکت سازمان، اجازه برداشت از وجوه حاصل از فروش اوراق مشارکت و در صورت عدم تأمین کسری بودجه از سوی سازمان طی مهلت تعیین شده و دستور استرداد وجه به دارندگان اوراق به بانک مرکزی محول شده است و این، وظیفه بانک مرکزی را سنگین تر می‌سازد و تعهدات آن را افزایش می‌دهد که در نهایت به زیان رفاه عمومی جامعه است. به طور کلی، اختیارات و وظایف بانک مرکزی در این خصوص منطبق بر قانون پولی و بانکی کشور مصوب ۱۳۵۱ نیست.

۴. مدت زمان اعلام عمومی برای فروش اوراق مشارکت، کم بوده و عملاً مشارکت عمومی را به دنبال ندارد بلکه سازمانها و بانکهای دولتی و خصوصی به دلیل اختلاف سود علی الحساب و سود بازاری و با تکیه بر نقدینگی انبوه خود سریعاً اقدام به خرید این اوراق می‌نمایند.

۵. فروش اوراق مشارکت در چارچوب مشارکت مدنی است ولی معمولاً خریداران نقداً به خرید این اوراق می‌پردازند در حالی که سازمان منتشر کننده بعضاً آورده غیر نقدی دارد که تقویم آنها مشکل است.

۶. نرخ سود مشارکت باید به نسبت سرمایه گذاری طرفین و بازده انتظاری طرح (پس از اتمام مشارکت) باشد ولی پرداخت سود علی الحساب از یک طرف به سبب رقابت در بازار سعی می‌شود بیشتر از حد واقعی تعیین شود و از طرف دیگر منافع انتشار دهنده اوراق در پرداخت کمتر همواره از نرخ واقعی سود حاصله فاصله دارد.

۷. قابلیت تبدیل این اوراق به سهام از دیگر مشکلات اوراق است.

۸. ارزیابی انتشار این اوراق توسط بانک مرکزی نیاز به کارشناسان ماهر در جنبه‌های اقتصادی، فنی، مالی دارد.

۹. به رغم آنکه مدت فروش اوراق مشارکت توسط بانک مرکزی از ۴ سال تجاوز نمی‌کند اما حجم این اوراق به مراتب بیش از مجموع اوراق مشارکت بخش دولتی و غیر دولتی است.

۱۰. در برخی سالها (از جمله سال ۱۳۸۱)، اختلاف نرخ سود علی الحساب اوراق مشارکت بانک مرکزی (۱۷ درصد سالانه) و اوراق مشارکت وزارت نیرو (۱۵ درصد) منجر به جایگزینی اوراق مشارکت خریداری شده توسط مردم و هدر رفتن هزینه‌های چاپ و انتشار این اوراق شده است.

۱۱. شفافیتی در نحوه تخصیص منابع مالی جمع آوری شده از محل انتشار اوراق مشارکت بین طرحهای عمرانی وعده داده شده وجود ندارد و گاهی این وجوه در طرحهای عمرانی با سودآوری پایین سرمایه گذاری شده اند.

۱۲. نرخ سود اوراق مشارکت در کوتاه مدت فاقد مالیات و ریسک بوده لذا طرحهایی از نظر اقتصادی توجیه دارند که نرخ بازدهی داخلی آنها لااقل ۳۰ درصد باشد و این کار، اغلب فعالیتهای اقتصادی را که نیاز به تأمین مالی دارند دچار مشکل می‌سازد.



۱۳. نقد شوندگی (سیالیت) زیاد این اوراق، جذابیت آنها را افزایش می‌دهد لذا افراد هر زمان که اراده کنند، می‌توانند با فروش اوراق مشارکت، اصل و فرع سود روز شمار خود را دریافت کرده و در سرمایه گذاری دیگری وارد کنند. لذا این امر منجر به بی‌تاثیری سیاست پولی<sup>۱۰</sup> می‌شود.

۱۴. قابلیت تبدیل اوراق مشارکت به پول نقد به طور آسان، رغبت مردم را برای مراجعه به کارگزاری در بورس اوراق بهادار کمتر می‌کند در حالی که طبق قانون این اوراق در بورس قابل خرید و فروش هستند.

۱۵. تضمین اوراق مشارکت: چون بازار سرمایه در کشور کارا نیست و این بازار در ابتدای راه و فعالیت خود قرار دارد و مردم با سرمایه گذاری جمعی و ریسک پذیری آشنایی کامل ندارند. لذا در مقررات انتشار اوراق مشارکت، به صراحت، تضمین اصل مبلغ اوراق مشارکت توسط سازمان منتشر کننده درج شده است. علاوه بر وثیقه داراییهای پروژه یا طرح که عنداللزوم به عنوان تضمین مطرح است، در مقررات تصریح شده است که بانک مرکزی از منتشر کننده تضمینهای دیگری خواهد خواست.

۱۶. معافیت اوراق مشارکت از مالیات از جذابیتهای دیگر این اوراق بوده که انتشار اوراق توسط بخش غیر دولتی را غیر ممکن می‌سازد.

۱۷. بی‌نام بودن و قابلیت انتقال اوراق به دیگران، علاوه بر کمک به نقد شوندگی، زمینه ساز پولشویی در کشور می‌شود که با موضوع مبارزه با فساد اقتصادی در تناقض است.

۱۸. مشارکت بانکها در خرید اوراق مشارکت: بانکهای کشور اعم از دولتی و خصوصی می‌توانند در خرید و فروش اوراق مشارکت شرکت نمایند. هدف، جمع آوری سرمایه‌های بخش خصوصی و مشارکت دادن مردم است. بانک مرکزی صدور اجازه مشارکت بانکها را به خود اختصاص داده است تا از این طریق در صورت لزوم به بانکها مجوز خرید بدهد.

مطابق آمار موجود، در سالهای ۱۳۷۶ و ۱۳۷۷ حدود ۴۵ درصد کل اوراق مشارکت را بانکها خریداری کردند. در سال ۱۳۸۱ بیش از ۳۰ درصد پورتهوی اغلب بانکهای خصوصی را اوراق مشارکت تشکیل می‌داد. در این سال، حدود ۲۱ درصد اوراق مشارکت دولتی در دست بانکها و موسسات اعتباری غیر دولتی بوده است و بیش از ۳۰ درصد منابع در دسترس آنها صرف خرید اوراق مشارکت دولتی شده است. لذا منابع بانکهای خصوصی به جای ارائه تسهیلات به بخش خصوصی صرف خرید اوراق مشارکت دولتی و بانک مرکزی شده است و خرید اوراق مشارکت با نرخ سود ۱۷ درصدی بر اعطای اعتبار با نرخهای آزاد برتری یافته است<sup>۱۱</sup>.

۱۹. سود پرداختی در مقاطع سه ماهه جنبه علی الحساب داشته و در پایان سال مالی نهایی می‌شود. اگر سود ناشی از عملکرد پورتهوی داراییهای بانک مرکزی بیش از میزان پرداخت شده باشد، بانک مرکزی ملزم به پرداخت مابه التفاوت خواهد بود. ولی در شرایطی که سود پرداختی بیش از عملکرد بانک مرکزی شرعاً و قانوناً می‌تواند مازاد آن را به دارندگان اوراق هبه کند. هر چند سود این اوراق از محل مصرف و

---

10. Monetary Policy Ineffectiveness

11. مرکز پژوهشهای مجلس شورای اسلامی (۱۳۸۳). بررسی نحوه انتشار اوراق مشارکت در ایران.

کارکرد داراییهای بانک مرکزی پرداخت می‌شود انتشار اوراق مشارکت و پرداخت سود آن توسط بانک مرکزی شبیه ربوی ندارد اما اشکال کار در این است که سود قطعی این اوراق، معلوم نیست و اصولاً گزارشی از پیشرفت کار پروژه‌های عمرانی که برایشان اوراق مشارکت منتشر شده، ارائه نمی‌شود. سود یا زیان فعالیت معلوم نیست و نتیجه نهایی آن افزایش هزینه‌های بانک مرکزی است به طوری که در سال ۱۳۸۱، هزینه مربوط به پرداخت سود به اوراق مشارکت ۳۸/۳ درصد کل هزینه‌های بانک مرکزی بوده است.

۲۰. در اوراق مشارکت، سازمان منتشرکننده یک شرکت سهامی نیست. هر چند در ابتدای انتشار مشارکت، سازمان موظف به ارائه اطلاعات نسبتاً کافی به عموم مردم است ولی در طول اجرای پروژه به نحو روشن بیان نشده که چه اطلاعاتی به دارنده اوراق باید داده شود.

۲۱. ابهام در تعیین سود قطعی طرح: میزان سود قطعی قابل پرداخت به دارندگان اوراق مشارکت در سر رسید از محل سود قطعی طرح که توسط امین محاسبه شده، با توجه به شرایط اقتصادی کشور طبق نظر بانک مرکزی تعیین خواهد شد. سازمان مکلف به پرداخت سود تأیید شده از سوی بانک مرکزی است. سود قطعی، ممکن است سود واقعی طرح نباشد در حالی که عقد مورد عمل، از نوع مشارکت است و در آن باید سود قطعی به نسبت مبلغ و مدت بین شرکا تقسیم شود. مطابق ماده ۴۶ دستور العمل اجرایی، کارگزار موظف به نگهداری اصل و سود در سر رسیدهای تعیین شده در صورت عدم مراجعه دارنده اوراق در حسابی تحت عنوان بدهیهای مطالبه نشده، است.

۲۲. نحوه اجرای طرح از دیگر ابهامات تأمین مالی طرح‌هاست، در ماده ۷ دستورالعمل اجرایی در صورت عدم فروش ۱۰۰ درصد اوراق مشارکت منتشره، بانک مرکزی می‌تواند مهلت مشخصی را برای سازمان جهت تأمین کسری منابع مورد نیاز طرح تعیین نماید. اگر سازمان مجری طرح در عمل مثلاً ۸۰ درصد اوراق مشارکت را به فروش رساند آیا باید طرح متوقف گردد؟ آیا نمی‌توان طرح را در اندازه کوچکتر اجرا کرد.

در انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی وظایف نظارتی و تأیید طرح را دارد اما موضوع بررسی یا رد طرح اصولاً باید در قالب سیاستهای کلی و کلان اقتصاد و در راستای اهداف کلان باشد. ضمن آنکه بانک مرکزی از نظر تصمیم‌گیری در سیاستهای کلان اقتصادی دارای چنین وظیفه‌ای نمی‌باشد. لذا تأیید طرح به طور صوری انجام می‌شود. در مرحله نظارت هم بانک مرکزی فاقد تخصص‌های لازم است. بررسی مراحل اجرای پروژه و تأیید و تشخیص میزان پیشرفت فیزیکی طرح در حد امکانات بانک مرکزی نیست.

گرچه امین موظف به بررسی نحوه مصرف وجوه و بررسی نگهداری حسابهاست اما در صورتی که مجری طرح خلاف مصالح دارندگان اوراق نسبت به هزینه کردن وجوه عمل کند، مقررات تنبیهی در این مورد ساکت است. به عنوان مثال، اریه اطلاعات به طور مستمر در مقاطع شش ماهه از طرف مجری طرح و پس از تأیید امین و انتشار این اطلاعات برای عموم موضوعی است که در عمل اجرا نمی‌شود.

## راهکارهای اجرایی

۱. از آنجا که کنترل نقدینگی و تورم از وظایف و رسالت‌های اساسی بانک مرکزی می‌باشد، استفاده دائمی از این اوراق دارای توجیه اقتصادی نیست چرا که نهایتاً این بانک به عنوان تضمین کننده نهایی، تمامی تعهدات مربوط به پروژه‌ها و پرداخت سودهای این اوراق مربوطه را بر عهده دارد.
۲. در حال حاضر اوراق مشارکت پیش از موعد سررسید قابل خرید توسط بانک‌هاست و نوعی انگیزش مثبت برای مردم در تبدیل داراییهای خود از اوراق مشارکت به سایر داراییها ایجاد می‌کند، چنانچه بتوان فروش به بانک در هر زمان را به فروش سه ماهه تا شش ماه تبدیل کرد در کنار آن اوراق قبل از سررسید را در بازار ثانویه‌ای مثل بازار اوراق بهادار به فروش رساند، خرید و فروش اوراق مشارکت از بانکها به بورس منتقل می‌شود.
۳. به دلیل ساختار حاکم بر بازار سرمایه کشور، تضمین سود اوراق مشارکت یکی از موازین اساسی انتشار این اوراق می‌باشد اما در یک اقتصاد پویا به دلیل وجود مبادلات رفاهی (سود و زیان بین گروههای مختلف و توزیع درآمدها) و نیز امکان جابجایی سهل و آسان پورتنفوی سرمایه‌ها، چنین تضمین‌هایی بر هزینه‌های ملی می‌افزایند و جامعه را ریسک‌گریز بار می‌آورند.
۴. با اینکه چند سالی از فروش و انتشار اوراق مشارکت در کشور می‌گذرد اما گزارشهای روشنی از نحوه هزینه کرد منابع مالی جمع‌آوری شده و بازدهی تحقق یافته طرحهای تولیدی به مردم داده نشده است، لذا به نظر می‌رسد شفاف سازی مکانیسم تخصیص منابع و ارائه گزارشات مالی مقطعی (حین اجرا) لازم باشد.
۵. مدت زمان اعلام فروش اوراق مشارکت افزایش یابد، بانکهای بیشتری نسبت به عرضه این اوراق اقدام نمایند و بخش خصوصی به خرید این اوراق بیشتر ترغیب شود.
۶. بدنه کارشناسی بانک مرکزی در مورد ارزیابی و توجیه فنی، مالی و اقتصادی طرحهای بزرگ تولیدی که غالباً زمان بر و در مقیاس بزرگ انجام می‌گیرند و همچنین در مراحل نظارتی و بازرسی (به دلیل نقل و انتقال مبالغ کلان ریالی) تقویت شود تا زیانهای تخمین و برآورد تعهدات باز پرداخت سود برای بانک مرکزی به حداقل برسد.
۷. علاوه بر پرداخت سودهای علی الحساب، سود قطعی (تحقق یافته) طرحهای تولیدی و خدماتی باید به نسبت سهم شرکت مشارکت کنندگان تعیین و به دارندگان اوراق پرداخت شود.
۸. شورای پول و اعتبار کشور نسبت به هماهنگ سازی سود اوراق مشارکت دولتی و اوراق مشارکت بانک مرکزی اقدام کند که خود توسعه بازارهای اولیه و ثانویه سرمایه و تصویب لایحه بازار اوراق بهادار را می‌طلبد.
۹. در صورتی که دولت، با کاستن از هزینه‌های غیر ضروری، کاهش تصدی‌گری در فعالیتهای اقتصادی و افزایش درآمدهای مالیاتی بتواند هدف کاهش کسری بودجه را دنبال کند، نیاز کمتری به قرصه ملی و انتشار اوراق مشارکت خواهد داشت.

## نتیجه گیری

هرچند اوراق مشارکت به عنوان یکی از ابزارهای جذب نقدینگی مردم و سوق دادن آنها به طرحهای مولد از اهمیت زیادی در اقتصاد ملی برخوردار است اما عملکردها، حاکی از برخی کاستیها در زمینه تعیین سود قطعی، ارائه اطلاع رسانی شفاف از وضع جاری و آتی پروژهها، خرید انبوه این اوراق توسط بانکها و استفاده از مابه التفاوت نرخ سود این اوراق با نرخ سود سپردههای بانکی و... می باشد. برای رفع این نواقص لازم است، راهکارهای مورد نظر ۹ گانه در این مقاله در بررسیهای کارشناسی مقامات پولی و بانکی مطمح نظر قرار گیرد.

## منابع و مأخذ

۱. بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران (۱۳۷۵)، اداره بررسیهای اقتصادی، بررسی اجمالی وضعیت اوراق مشارکت در ایران.
۲. دادگر، یداله (۱۳۷۸). مالیه عمومی و اقتصاد دولت. تهران، انتشارات موسسه فرهنگی، هنری بشیر علم و ادب، چاپ اول.
۳. دستورالعمل اجرایی مقررات ناظر بر انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران
۴. ذوقی، حسن (۱۳۷۶). تبیین ویژگی و جایگاه اوراق مشارکت در اقتصاد ایران، پژوهشکده بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.
۵. قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت، مصوب شهریور ماه ۱۳۷۶
۶. گزارش اقتصادی و ترازنامه بانک مرکزی، سال ۱۳۸۲، ص ۱۴۲
۷. گزارش " بررسی نحوه انتشار اوراق مشارکت و تطبیق آن با سیاستهای کلی " سازمان بازرسی کل کشور، پاییز
۸. مرکز پژوهشهای مجلس شورای اسلامی (۱۳۸۳). بررسی نحوه انتشار اوراق مشارکت در ایران
۹. وزارت امور اقتصادی و دارایی (۱۳۷۳)، معاونت امور اقتصادی، سیاستهای پولی: انتخاب ابزاری به عنوان جایگزین سیاست انتشار خرید و فروش اوراق قرضه به توجه به موازین اسلامی.