



نقدی بر آیین‌نامه اجرایی انتشار اوراق مشارکت ارزی

موضوع جزء ب بند ۳ قانون بودجه ۱۳۸۹^۱



حسین بازمحمدی*



در اواخر مرداد ماه ۱۳۸۹ آیین‌نامه اجرایی این جزء به تصویب هیأت وزیران رسید. در این مقاله، درباره آیین‌نامه اجرایی مذکور به نکاتی قابل تأمل پرداخته می‌شود.

۲. متن

• اوراق مشارکت از اولین ابزارهای تأمین مالی اسلامی است که از سال ۱۳۷۳ با انتشار اوراق مشارکت طرح نوسازی نواب، توسط شهرداری تهران، به کار گرفته شده است. با گسترش کاربرد این ابزار توسط سایر ناشران، قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت در سال ۱۳۷۶ به تصویب قانونگذار رسید. در سال‌های بعد از تصویب قانون، تأمین مالی طرح‌های گوناگون سرمایه‌گذاری با استفاده از انتشار اوراق مشارکت گسترش بیشتری یافته است. با این حال، به نظر می‌رسد که در چندین سال گذشته شیوه اجرایی انتشار اوراق مشارکت با ماهیت این ابزار تأمین مالی اسلامی هم‌خوانی چندانی نداشته است.

۱. مقدمه

در جزء ب بند ۳ قانون بودجه سال جاری آمده است:

«به دولت اجازه داده می‌شود پس از بررسی شرایط صدور اوراق صکوک اسلامی و یا اوراق مشارکت به صورت ارزی - دولتی و با تأیید معاونت برنامه‌ریزی و نظارت راهبردی رئیس جمهور نسبت به صدور حداکثر یک میلیارد و پانصد میلیون (۱,۵۰۰,۰۰۰,۰۰۰) یورو اوراق صکوک اسلامی و یا اوراق مشارکت جهت تأمین مالی پروژه‌های زیربنایی توسعه‌ای انتفاعی مربوط به شرکت‌های دولتی (از جمله طرح‌های آب و خاک و کشاورزی) اولویت‌دار در بازارهای مالی بین‌المللی اقدام نماید. بازپرداخت و تضمین اصل و سود این اوراق با شرکت‌های مذکور می‌باشد.

آیین‌نامه اجرایی این جزء به پیشنهاد معاونت برنامه‌ریزی و نظارت راهبردی رئیس جمهور و با همکاری وزارت امور اقتصادی و دارایی و بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران به تصویب هیأت وزیران می‌رسد».

* کارشناس اداره بررسی‌ها و سیاست‌های اقتصادی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران. نظرات نویسنده در این نوشته لزوماً با نظرات بانک مرکزی مطابق نیست.

• برای توضیح بیشتر، می‌توان گفت که به دلیل ماهیت مبتنی بر عقد شراکت اوراق مشارکت، با انتشار هر ورقه مشارکت، در واقع یک شرکت مدنی بین ناشر و مالکان اوراق ایجاد می‌شود. اگرچه می‌توان به این شرکت مدنی ماهیتی حقوقی داد، لیکن با اجتناب از هزینه‌های اضافی و کاهش بروکراسی، در شکل مدنی نیز ناشر و مالکان اوراق بایستی تبعات عقد مشارکت را بپذیرند. از جمله این پیامدها، مشارکت ناشر و مالکان اوراق در کلیه فایده‌ها و زیان‌های سرمایه‌گذاری مشترک بر مبنای قدرالسهمی است که از نسبت آورده نقدی طرفین یا معادل ارزش روز آن به کل ارزش سرمایه‌گذاری در آغاز شراکت به دست می‌آید.

• یکی از معیارهایی که برای تسهیم درست منافع و زیان‌های سرمایه‌گذاری مشترک همواره می‌تواند مورد استفاده قرار گیرد، معیار ارزش خالص دارایی‌ها^۴ یا ارزش ویژه طرح است. مشارکت واقعی ایجاب می‌کند که ارزش ویژه طرح، مبنای انتشار اوراق مشارکت که به صورت ارزش حال خالص کلیه دارایی‌ها و بدهی‌های طرح در پایان دوره مشارکت تعریف می‌شود، پایه‌ای برای محاسبه نرخ سود قطعی سرمایه‌گذاری و تسهیم فایده‌های حاصل از مشارکت باشد. ویژگی بارز این معیار این است که امکان محاسبه نرخ سود واقعی سرمایه‌گذاری در مقاطع زمانی پیش از سررسید نهایی اوراق مشارکت و بنابراین شکل‌گیری بازار دست‌دوم اوراق - سازوکاری که در ادامه می‌آید - فراهم می‌شود.

• اوراق مشارکت و سهام، ابزار تأمین سرمایه^۵ هستند. اعلام منظم ارزش ویژه طرح موضوع مشارکت توسط ناشر و یا امین اوراق مشارکت (مثلاً در دوره‌های سه ماهه) چنانچه با اعلام تعدیل‌های نرخ سود مورد انتظار طرح - ناشی از چشم‌انداز آتی بازار تولیدات و یا فعالیت طرح است - همراه باشد، دارای این فایده چشم‌گیر است که موجب ایجاد بازار دست‌دوم برای اوراق مشارکت و در نتیجه افزایش قدرت

• مهم‌ترین ایراد وارد بر اوراق مشارکت، عدم مشارکت واقعی ناشر و مالکان اوراق در کلیه فایده‌های ناشی از سرمایه‌گذاری مشترک است. سود علی‌الحسابی که در حال حاضر به‌عنوان پاداش تأخیر در مصرف به خریداران اوراق مشارکت پرداخت می‌شود و اغلب در سررسید اوراق قطعی نیز منظور می‌شود، برآورد تقریبی از متوسط نرخ تورم در دوره مشارکت است و ارتباط مشخصی با نرخ بازگشت سرمایه^۲ در طرح سرمایه‌گذاری معین موضوع اوراق مشارکت و عایدی سرمایه‌ای^۳ ناشی از آن را ندارد.

• در توضیح بند ۲ فوق، یادآوری این نکته لازم است که طبق ماده ۲ قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت (مصوب ۱۳۷۶)، دارندگان این اوراق به نسبت قیمت اسمی و مدت زمان مشارکت، در سود حاصل از اجرای طرح مربوط شریک خواهند بود. همچنین مطابق با ماده ۳ آیین‌نامه اجرایی قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت (مصوب ۱۳۷۷)، هر ورقه مشارکت نشان‌دهنده میزان قدرالسهم دارنده آن در مشارکت است. بنابراین، تسهیم سود - کلیه فایده‌های حاصل از سرمایه‌گذاری - بین ناشر و دارندگان اوراق باید بر مبنای قدرالسهم آنها در سرمایه‌گذاری طرح صورت گیرد. از آنجا که اموال منقول و غیرمنقول طرح موضوع اوراق مشارکت در زمان اجرای طرح (مثلاً به دلیل تورم داخلی، تورم خارجی، افزایش ارزش دارایی‌ها و یا تغییرات نرخ ارز) با تغییر ارزش مواجه می‌شوند، تحقق عایدی یا زیان سرمایه‌ای کاملاً قابل انتظار است.

• در سال‌های گذشته، تغییرات سالانه قیمت دارایی‌ها انطباق چندانی با نرخ تورم سالانه نداشته است. شیوه اجرایی جاری در مورد اوراق مشارکت به این صورت است که ناشر در پایان دوره اوراق، قیمت اسمی اوراق را که در زمان انتشار اوراق تعهد نموده است به دارندگان اوراق می‌پردازد و نرخ سود علی‌الحساب اوراق را قطعی اعلام می‌کند. گزارش امین - که در مورد اوراق مشارکت دولتی عموماً سازمان حسابرسی و در مورد سایر اوراق از بین شرکت‌های حسابرسی خصوصی انتخاب می‌شود - نیز در هیچ موردی موجب بازدهی واقعی بالاتر برای دارندگان اوراق نسبت به سود علی‌الحساب اولیه نشده است.

در چندین سال گذشته شیوه اجرایی انتشار اوراق مشارکت با ماهیت این ابزار تأمین مالی اسلامی هم‌خوانی چندانی نداشته است

سود علی‌الحساب اوراق مشارکت، برآورد تقریبی از متوسط نرخ تورم در دوره مشارکت است و ارتباط مشخصی با نرخ بازگشت سرمایه در طرح سرمایه‌گذاری معین موضوع اوراق مشارکت و عایدی سرمایه‌ای ناشی از آن ندارد

حذف امکان تشکیل بازار دست‌دوم برای این اوراق (موضوع مواد ۱۹ و ۲۰ آیین‌نامه) می‌شود.

- در ماده ۵ آیین‌نامه، بانک عامل و یا کارگزار مکلف می‌شوند اوراق فروش‌نرفته را خریداری نمایند. این ماده مغایر با اختیارات و صلاحیت‌های بانک عامل بوده و می‌تواند با دستورالعمل بانک مرکزی به بانک‌های عامل در مورد ضوابط سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی مغایر باشد. ضمن آنکه این ماده و تبصره آن در مورد نحوه تأمین مالی بانک عامل نیز ساکت است.
- ماده ۱۴ آیین‌نامه، به معنای شناورسازی حق مدیریت ناشر از سود قطعی اوراق مشارکت است. به نظر نمی‌رسد که چنین شرطی موجب تغییر ماهیت و ابطال عقد مشارکت شود. با این حال، لازم است این شرط همراه با ضرایبی که در صورت تحقق سود قطعی بالاتر از نرخ سود علی‌الحساب در مورد تسهیم سود مازاد بین ناشر و دارندگان اوراق اعمال خواهد شد، در امیدنامه اوراق^۶ و قرارداد مشارکت تصریح شود.
- در مواد ۱۹ و ۲۰ آیین‌نامه به بازارهای اولیه و ثانویه اوراق مشارکت ارزی اشاره شده است. ظاهراً این بازارها در داخل کشور نیز می‌تواند تشکیل شود و تنها معاملات در آنها ارزی خواهد بود؛ زیرا بورس اوراق بهادار تهران هم‌اکنون با امکان داد و ستد خارجیان، بازاری بین‌المللی محسوب می‌شود. بدین ترتیب، آیین‌نامه مورد بررسی دو پیامد خطیر برای اقتصاد کشور به دنبال خواهد داشت: اولاً، فشار تقاضای ارز برای خرید اوراق توسط بانک‌ها، مؤسسات مالی و سایر سرمایه‌گذاران را تشدید می‌کند. ثانیاً، موجب تسریع فرآیند دلاریزه‌شدن اقتصاد^۷ یا تسلط پول خارجی و حذف پول ملی از جریان معاملات در داخل کشور می‌شود.
- بازار یا بازارهای هدف اوراق مشارکت ارزی موضوع آیین‌نامه

نقدشوندگی اوراق می‌شود. از این دیدگاه، در مورد اوراق مشارکت، همچون سهام نیز ناشر باید به صورت مرتب نرخ سود مورد انتظار خود از اجرای طرح را ارائه نماید. تغییرات این نرخ در طی زمان، قیمت هر ورقه مشارکت در بازار دست‌دوم را متأثر می‌کند. البته، تفاوت‌هایی بین اوراق مشارکت و سهام در یک شرکت سهامی عام وجود دارد که موجب تمایز این دو ابزار مالی از یکدیگر می‌شود.

- در بند ط ماده ۱ آیین‌نامه مورد بررسی، کارگزار اوراق مشارکت ارزی بانک یا مؤسسه مالی داخلی یا بین‌المللی تعریف شده است. عبارت «بین‌المللی» در اینجا مبهم است و مشخص نیست که آیا فقط بانک‌های داخلی که دارای شعبه یا نمایندگی در کشورهای دیگر هستند را شامل می‌شود، یا بانک‌ها و مؤسسات مالی خارجی را که با سرمایه یا بدون سرمایه ایرانی تشکیل شده‌اند و در چندین کشور فعالیت دارند نیز دربر می‌گیرد.
- در ماده ۲ آیین‌نامه اجرایی مورد بررسی، تعیین نرخ سود علی‌الحساب اوراق مشارکت ارزی بر عهده کارگروهی مرکب از نمایندگان معاونت برنامه‌ریزی و نظارت راهبردی رئیس جمهور، وزارت امور اقتصادی و دارایی و بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران گذاشته شده است. تعمیم روش اجرایی فعلی انتشار اوراق مشارکت ریالی به اوراق مشارکت ارزی، ابهام و اشکال موجود در مورد نحوه تعیین نرخ سود علی‌الحساب این اوراق را مضاعف می‌کند؛ زیرا در این مورد استفاده از پیش‌بینی نرخ تورم داخلی، نرخ بهره در بازارهای مالی خارجی و یا آن‌گونه که در جزء ط ماده ۱ آیین‌نامه آمده است، محول کردن تخمین نرخ بازدهی سرمایه‌گذاری به کارگزار اوراق و یا هر نرخ دیگری به جز نرخ سود مورد انتظار طرح که طی زمان همراه با تغییرات ارزش ویژه طرح تعدیل می‌شود، به‌عنوان نرخ سود علی‌الحساب اوراق مشارکت ارزی، موجب دورشدن غیرقابل دفاع از ماهیت مشارکتی این‌گونه تأمین مالی خواهد شد.
- شرط بازخرید پیش از سررسید اوراق مشارکت توسط بانک عامل و یا کارگزار اوراق به قیمت اسمی، که در ماده ۴ آیین‌نامه تصریح شده است، دارای این اشکال اساسی است که هزینه‌های تأمین مالی ناشر را افزایش می‌دهد و موجب

اوراق مشارکت (بازار مالی) در مورد میزان پیشرفت طرح مبنای انتشار اوراق، ارزش ویژه طرح و تغییرات نرخ بازده سرمایه‌گذاری با توجه به تغییرات ارزش دارایی‌ها و بدهی‌ها و چشم‌انداز بازار محصولات طرح موظف باشد. نتیجه قابل توجه دیگر این راه‌حل آن است که امکان تشکیل و داد و ستد اوراق مشارکت در بازار دست‌دوم را فراهم می‌کند؛ وضعی که اوراق مشارکت در چندین سال گذشته از آن رنج برده‌اند.

در مورد اوراق مشارکت ارزی، که در قانون بودجه سال جاری و آیین‌نامه مورخ ۱۳۸۹/۵/۲۷ هیأت محترم وزیران مورد توجه قرار گرفته‌اند، ابهام و اشکال وارد بر نحوه تعیین نرخ سود علی‌الحساب این اوراق مضاعف می‌شود. در این مورد، استفاده از پیش‌بینی نرخ تورم داخلی، نرخ بهره در بازارهای مالی خارجی و یا آن‌گونه که در جزء ط ماده ۱ آیین‌نامه آمده است، محول کردن تخمین نرخ بازدهی سرمایه‌گذاری به کارگزار اوراق و یا هر نرخ دیگری به‌جز نرخ سود مورد انتظار طرح که در طی زمان همراه با تغییرات ارزش ویژه طرح تعدیل می‌شود، به‌عنوان نرخ سود علی‌الحساب اوراق مشارکت ارزی، موجب دورشدن غیرقابل دفاع از ماهیت مشارکتی این‌گونه تأمین مالی خواهد شد.

ایرادهای دیگری نیز، به شرح آنچه در متن آمد، بر آیین‌نامه مورد بررسی وارد است که مهم‌ترین آنها تعبیه شرط بازخرید پیش از سررسید اوراق مشارکت توسط بانک عامل و یا کارگزار اوراق به قیمت اسمی، مکلف‌نمودن بانک عامل و یا کارگزار اوراق به خریداری اوراق فروش‌نرفته، بدون توجه به صرفه و صلاح بانک عامل و چگونگی تأمین مالی آن و ابهام در بازار یا بازارهای هدف اوراق مشارکت ارزی می‌باشند. امید است در بازنگری این آیین‌نامه، ایرادهای مطرح‌شده به شیوه‌ای شایسته حل شود و جایگاه اوراق مشارکت را به‌عنوان یکی از اولین ابزارهای تأمین مالی مبتنی بر احکام شریعت، در بازارهای مالی کشورهای مسلمان، تثبیت نماید.

پی‌نوشت‌ها:

۱- موضوع تصویب‌نامه شماره ۱۱۷۰۰۰ / ت / ۴۴۹۸۱ هـ مورخ ۱۳۸۹ / ۵ / ۲۷ هیأت محترم وزیران.

- 2- Rate of Return
- 3- Capital Gain
- 4- Net Asset Value
- 5- Capital Instrument
- 6- Prospectus
- 7- Dollarization

طبق ماده ۲ قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت (مصوب ۱۳۷۶)، دارندگان این اوراق به نسبت قیمت اسمی و مدت زمان مشارکت، در سود حاصل از اجرای طرح مربوط شریک خواهند بود. همچنین مطابق با ماده ۳ آیین‌نامه اجرایی قانون (مصوب ۱۳۷۷)، هر ورقه مشارکت نشان‌دهنده میزان قدرالسهم دارنده آن در مشارکت است.

مورد بررسی، کاملاً نامشخص است. در این آیین‌نامه هیچ‌گونه اشاره‌ای به سازوکارهای مرسوم عرضه اوراق بهادار در بازارهای مالی خارجی نشده است. از آنجا که اوراق مشارکت، ابزار مالی اسلامی است، عرضه آن در بازارهای مالی کشورهای اسلامی عموماً مستلزم دریافت مجوز از هیأت شریعت این بازارهاست. در سایر کشورها نیز عرضه اوراق بدون اعلام رتبه‌بندی اعتباری ناشر و یا اوراق، عملاً غیرممکن و یا بسیار پرهزینه است.

۳. جمع‌بندی

نزدیک به دو دهه از انتشار اولین اوراق مشارکت برای تأمین مالی طرح‌های سرمایه‌گذاری در کشور می‌گذرد. با این حال، همچنان ایرادهایی به رویه‌های اجرایی انتشار این اوراق وارد است. مهم‌ترین ایراد، برانگیخته‌نشدن حس مشارکت واقعی بین ناشر و مالکان اوراق در کلیه فایده‌های ناشی از سرمایه‌گذاری مشترک است. سود علی‌الحسابی که اکنون به‌عنوان پاداش به‌تعویق‌انداختن مصرف حال و ترجیح مصرف در آینده به خریداران اوراق مشارکت پرداخت می‌شود و اغلب در سررسید اوراق قطعی نیز قلمداد می‌شود، برآورد تقریبی از متوسط نرخ تورم در دوره مشارکت است و ارتباط مشخصی با نرخ بازگشت سرمایه در طرح سرمایه‌گذاری معین موضوع اوراق مشارکت و عایدی سرمایه‌ای ناشی از آن ندارد؛ در حالی که هر ورقه مشارکت نشان‌دهنده میزان قدرالسهم دارنده آن در مشارکت است و تسهیم سود - کلیه فایده‌های حاصل از سرمایه‌گذاری - بین ناشر و دارندگان اوراق باید بر مبنای قدرالسهم آنها در سرمایه‌گذاری طرح صورت گیرد. یک راه‌حل بسیار مفید برای رفع این کاستی آن است که ناشر اوراق همانند مدیر یک شرکت سهامی عام به ارائه گزارش‌های منظم به دارندگان