

اوراق مشارکت؛ مباحث، مشکلات، ابهامات، نارسایی‌ها و پیشنهاداتی در جهت حل آن‌ها

محسن تنانی^۱، امیرحسین حسین پور^۲

تاریخ دریافت: ۹۳/۰۳/۳۱

تاریخ پذیرش: ۹۳/۰۷/۱۵

چکیده

یکی از اوراقی که در سال‌های بعد از انقلاب اسلامی از طرف دولت و شرکت‌های مختلف ایرانی در جهت تأمین مالی منتشر شد، اوراق مشارکت است. قانون مربوط به انتشار این اوراق در تاریخ مهر ماه سال ۱۳۷۶ به تصویب مجلس شورای اسلامی رسید و آیین‌نامه اجرایی این قانون در شهریور ماه ۱۳۷۷ بنا به پیشنهاد مشترک وزارت امور اقتصادی و دارایی و سایر ارکان اقتصادی و ذیصلاح کشور به تصویب هیات وزیران رسید. از این اوراق در موارد مختلف از طرف بانک مرکزی، دولت و شرکت‌هایی همچون پتروشیمی خارک، پلی‌اکریل، به جهت کنترل بازار پول و تأمین مالی پروژه‌های مختلف سرمایه‌ای استفاده شده است. در مقاله حاضر در ابتدا به مباحث مقدماتی اوراق مشارکت مانند تعریف، هدف، انواع و مسایل فقهی اوراق مشارکت و تفاوت‌های این نوع اوراق با اوراق قرضه اشاره می‌شود و سپس به مشکلات و ابهامات و نارسایی‌هایی که در این نوع اوراق وجود دارد، پرداخته شده است. همچنین برای هر کدام از مشکلات و نارسایی‌های بیان شده، پیشنهادی جهت رفع آن ارائه شده است.

واژه‌های کلیدی: اوراق مشارکت، انواع اوراق مشارکت، مشکلات اوراق مشارکت، نارسایی‌های

اوراق مشارکت

طبقه‌بندی موضوعی: G23 , G28

^۱ استادیار گروه حسابداری - دانشگاه علوم اقتصادی، (m_tanani@ues.ac.ir)

^۲ دانشجوی دکتری حسابداری - دانشگاه تهران، (نویسنده مسئول)، (ahosseinpour@ut.ac.ir)

مقدمه

انباشت سرمایه و سرمایه‌گذاری هم از لحاظ تاریخی و هم از لحاظ فنی، عامل اساسی فرآیند توسعه صنعتی است. بنابراین رقابت واقعی در دنیای امروز پیرامون جذب سرمایه صورت می‌گیرد و پس از آن واژگانی چون اشتغال، تولید، صادرات، رشد اقتصادی، رفاه و غیره معنا می‌پذیرد. در حقیقت سرمایه‌گذاری از الزامات اولیه رشد و توسعه اقتصادی در سطح کلان است و میزان رشد و توسعه اقتصادی در گرو انباشت و بهره‌وری اقتصاد می‌باشد و این دو نیز به چگونگی فرآیند سرمایه‌گذاری بستگی دارد. یکی از مهم‌ترین منابع و نهادهای تولید و فعالیت‌های اقتصادی، سرمایه یا به عبارتی منابع مالی است. بخشی از این منابع مالی از طریق صاحبان و سرمایه‌گذاران طرح‌های تولیدی، بخشی دیگر نیز از طریق بازارهای مالی تأمین می‌گردد و موجبات رشد و توسعه اقتصادی را فراهم می‌نماید. برای تأمین مالی، روش‌ها و ابزار گوناگونی در بازارهای مالی وجود دارد که هر یک دارای ویژگی‌ها و خواص مربوط به خود می‌باشد (عبدی راد، ۱۳۸۸). مهمترین هدف موسسات و بنگاه‌های اقتصادی حداکثر کردن ثروت سهامداران خود است، بنابراین شناسایی اولویت روش‌های تأمین مالی و عوامل تأثیرگذار بر آن‌ها و انتخاب روش‌های مناسب در راستای هدف فوق‌الذکر از اهمیت زیادی برخوردار است. بنابراین بسته به نیازها، توان مالی، شرایط بنگاه‌های اقتصادی و تنوع رفتار مردم در سرمایه‌گذاری و مواجهه با ریسک، این ابزارها و روش‌ها تبیین و به کار گرفته می‌شوند. بدهی و سهام به‌عنوان شیوه‌های سنتی تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی، با برخورداری از ویژگی‌های منحصر به فرد، شرایط ریسک و هزینه متفاوتی را برای سرمایه‌گذاران و شرکت‌ها فراهم می‌کنند (عیوض لو و آقا محمد سمسار، ۱۳۹۱).

یکی از ابزارهای مالی که در اکثر کشورهای جهان برای تأمین کسر بودجه و اجرای فعالیت‌ها و برنامه‌های عمرانی دولت‌ها و همچنین به جهت تأمین مالی شرکت‌ها به کار می‌رود استقراض عمومی از طریق صدور انواع اوراق قرضه است. موسسات و شرکت‌های تولیدی و شرکت‌های ساختمانی نیز در بسیاری از کشورها برای تأمین منابع مالی مورد نیاز، تحت ضوابط و نظارت عمومی دولت، اوراق قرضه متنوعی را با مزایای گوناگون صادر می‌کنند (عبدی تبریزی، ۱۳۷۶). طبق ماده ۵۲ قانون تجارت ایران "ورقه قرضه، ورقه قابل معامله‌ای است که معرف مبلغی وام با بهره معین است که تمامی آن یا اجزای آن در موعد معینی باید مسترد گردد." نویسندگان

مختلفی دلایلی برای سرمایه‌گذاری در اوراق قرضه بیان کردند. به طور مثال‌ها یماس (۲۰۰۹) یکی از دلایل سرمایه‌گذاری بر روی اوراق قرضه را فاقد نوسان بودن بازدهی این اوراق بیان کرد و این که بازدهی این اوراق دچار حباب و سقوط نمی‌شود. همچنین او بیان کرد اوراق قرضه در کسب درآمد و پیش‌بینی درآمد با توجه به در نظر گیری ریسک اعتبار، ریسک دوره و ریسک نقدینگی کمک بسزایی می‌کند.

در ایران قبل از انقلاب اسلامی به علت وفور اعتبارات بانکی ارزان، به پشتوانه درآمدهای نفتی و همچنین فقدان بازار سرمایه معنادار، جز در مواردی محدود، از انواع اوراق قرضه استفاده‌ای نگردیده است (علی مدد، ۱۳۸۶). پس از انقلاب اسلامی، ممنوعیت معاملات ربوی، تأمین کسر بودجه از اعتبارات بانک مرکزی، فقدان بازار سرمایه منظم و به ویژه ارزانی اعتبارات بانکی به زیان سپرده‌گذاران موجب شد که در سیاست‌های مالی دولت از استقراض عمومی استفاده‌ای نشود. موسسات انتفاعی و شرکت‌ها نیز به هیچ شیوه‌ای نتوانستند اوراق بهاداری به صورت قرضه منتشر نمایند. تا اینکه در سال‌های متعاقب تصویب برنامه دوم توسعه، از یک سو، مساله وضع و تدوین مقررات لازم برای صدور، انتشار و نظارت بر اوراق جایگزینی به نام "اوراق مشارکت" در مراجع دولتی از جمله بانک مرکزی، وزارت مسکن و شهرسازی و هیات وزیران مطرح شد و سرانجام قانون مربوط به اوراق مشارکت در سال ۱۳۷۶ به تصویب مجلس شورای اسلامی رسید؛ و از سوی دیگر، دولت و بسیاری از دستگاه‌ها و شرکت‌های دولتی و همچنین شرکت‌های بخش عمومی غیر دولتی و شرکت‌های بزرگ خصوصی مساله طراحی، صدور و انتشار اوراق مشارکت را برای تأمین مالی طرح‌های خود در دستور کار قرار دادند.

محققان بازارهای مالی اسلامی از یک سو با توجه به ممنوعیت انتشار اوراق قرضه و از سوی دیگر با وجود نقایص فراوان در اوراق مشارکت موجود، به دنبال راه حل‌هایی برای رفع نقایص اوراق مشارکت و جذاب کردن تأمین مالی از طریق این اوراق برای سرمایه‌گذاران هستند. از این رو هدف از تحقیق حاضر بررسی نقایص و کاستی‌های اوراق مشارکت در ایران و همچنین ارائه راه حل‌هایی جهت برطرف کردن مشکلات مذکور می‌باشد.

تفاوت‌های اوراق قرضه و اوراق مشارکت

اوراق مشارکت علی‌رغم وجوه شباهت‌های فراوان با اوراق قرضه، در موارد زیر با آن تفاوت دارد (علی‌مدد، ۱۳۸۶):

۱. اوراق مشارکت برای طرح یا طرح‌های مشخص منتشر می‌شود حال آنکه در مورد اوراق قرضه چنین الزامی وجود ندارد.
 ۲. به اوراق مشارکت سودی به‌عنوان علی‌الحساب به نرخ معین تعلق می‌گیرد و سود قطعی آن در پایان طرح و یا در سررسید اوراق مشارکت از محل سود قطعی طرح تعیین و مابه‌التفاوت پرداخت می‌شود، در صورتی که در اوراق قرضه اعطای چنین سودی رایج نیست.
 ۳. ناشران اوراق مشارکت باید در مقاطعی از زمان وضعیت مالی و عملکرد اجرایی طرح موضوع اوراق مشارکت را گزارش کنند، لکن ناشران اوراق قرضه چنین الزامی را ندارند.
 ۴. اوراق قرضه می‌تواند به کسر یا صرف منتشر شود حال آن که اوراق مشارکت تنها به مبلغ اسمی صادر می‌شود.
 ۵. بازپرداخت اصل و پرداخت سود علی‌الحساب حسب مورد توسط دولت (در مورد اوراق مشارکت طرح‌های عمرانی) یا توسط بانک عامل (در مورد سایر انواع اوراق مشارکت) تضمین می‌شود و به این ترتیب خطر نکول در مورد هیچ یک از انواع آن وجود ندارد، در حالی که این خطر در مورد اوراق قرضه شرکت‌ها وجود دارد.
- همچنین از بابت ویژگی‌های دیگر اوراق قرضه لازم به ذکر است، عوامل مختلفی وجود دارد که بر بازدهی اوراق قرضه تأثیر می‌گذارد، به طور مثال کردیا و همکاران (۲۰۱۵) بیان کردند که برخلاف بازار سهام، نوسانات و سودآوری، به ترتیب، به طور مثبت و منفی بر پیش‌بینی بازدهی اوراق قرضه تأثیر می‌گذارد. همچنین بای و همکاران (۲۰۱۵) بیان کردند مشخصات توزیعی بازده اوراق قرضه تعیین‌کننده‌های قوی از تفاوت‌های مقطعی بازدهی آتی است. آن‌ها دریافتند که یک ارتباط مثبت (منفی) معناداری بین نوسانات (چولگی) بازدهی و بازدهی موردانتظار وجود دارد، در حالی که کشیدگی بازدهی کمک زیادی به پیش‌بینی بازدهی اوراق قرضه نمی‌کند.

همچنین دهقان نیستانی و صادقی (۱۳۹۳) تفاوت‌هایی را بین روش‌های تأمین مالی از طریق اوراق مشارکت، اوراق قرضه و تسهیلات بانکی بیان کردند که به شرح نگاره ۱ می‌باشد:

نگاره (۱): مقایسه روش‌های تأمین مالی

کنترل نقدینگی سرگردان بازار سرمایه	اجماع فقهی	فائده محدودیت در نوع مصرف	عدم نیاز به وثیقه جداگانه	عدم نیاز به آورده بانی	نوع روش تأمین مالی
بلی	خیر	خیر	خیر	خیر	اوراق مشارکت
بلی	بلی	بلی	بلی	بلی	اوراق قرضه
خیر	خیر	بلی/خیر	بلی/خیر	بلی/خیر	تسهیلات بانکی

منبع: دهقان نیستانی و صادقی (۱۳۹۳)

مسائل فقهی اوراق مشارکت

مباحث زیادی درباره‌ی این که آیا بهره اوراق قرضه از مصادیق ربا به شمار می‌رود یا خیر و یا این که آیا همه انواع اوراق قرضه حکم ثابتی دارند یا نه، مطرح شده است. به تازگی بعضی از علمای اسلامی ربای قرضی را به دو قسم استهلاکی و تولیدی تقسیم می‌کنند.

ربای استهلاکی: آن است که قرض گیرنده به جهت گرفتاری و نیاز به قرض رو آورده و در ابتدا شرط زیاده گذاشته می‌شود و یا به علت ناتوانی در پرداخت، طلبکار، تقاضای مطالبی جهت مهلت دادن می‌کند (صانعی، ۱۳۸۳).

ربای تولیدی: آن است که شخصی جهت سرمایه‌گذاری اقتصادی نیاز به سرمایه تکمیلی دارد، یعنی مبلغ قابل توجهی از سرمایه را دارد و توان انجام دادن کار را در خود می‌بیند و برای تکمیل سرمایه، قرض می‌گیرد و در مقابل آن، زیادتی شرط می‌کند (صانعی، ۱۳۸۳).

این علما ربای استهلاکی را حرام می‌دانند و بیان می‌کنند که دلیلی برای حرمت ربای تولیدی وجود ندارد. با توجه به این که فرآیند تأمین مالی، منطبق با تعریف ربای تولیدی است، به نظر می‌رسد بهره معین اوراق قرضه که یکی از ابزار تأمین مالی است را نتوان ربا به حساب آورد و حرمت شرعی برای آن وجود ندارد. در این صورت با به کارگیری اوراق قرضه می‌توان بسیاری

از مشکلات تأمین مالی را در کشور برطرف کرد (عبدی راد، ۱۳۸۸). ماهیت حقوقی اوراق مشارکت بر پایه عقد مشارکت مدنی است. با توجه به تجربه انتشار چند سال اخیر اوراق مشارکت در کشور، در اینجا این سوال مطرح می شود که آیا اوراق مشارکت می تواند جانشین خوبی برای اوراق قرضه باشد و کلیه وظایف مترتب بر آن را به نحو مناسبی به انجام برساند؟ با توجه به وضعیت انتشار اوراق مشارکت در ایران و با توجه به تعریف این اوراق به نظر می رسد جواب این سوال منفی باشد (ذوالفقاری، ۱۳۹۲).

نویسندگانی نیز از جهات مختلف، از نظر فقهی پژوهش هایی بر روی اوراق مشارکت انجام داده اند. به طور مثال نظریور و خوش اخلاق (۱۳۹۳)، ضمن این که بیان کردند، اوراق مشارکت در ایران حجم بالایی از نقدینگی را به خود اختصاص داده است، بیان کردند که وجود مخاطره در فعالیت های اقتصادی باعث شده است که صاحبان سرمایه به ویژه افراد ریسک گریز به دنبال نوعی ضمانت برای اصل سرمایه آن باشند. آنها ادله فقهی مرتبط با تضمین سرمایه را مورد بررسی قرار دادند و به این نتیجه رسیدند که تضمین سرمایه در اوراق مشارکت با مانع شرعی روبرو نیست.

خلاصه ای از تاریخچه اوراق مشارکت در ایران

همان طور که بیان شد، قبل از انقلاب اسلامی، تنها دولت اقدام به انتشار چند مورد اوراق قرضه نمود؛ برای نمونه می توان به اوراق قرضه ملی منتشره دولت دکتر محمد مصدق، اوراق قرضه اصلاحات ارضی منتشره توسط بانک کشاورزی، و اوراق قرضه عمران اراضی عباس آباد منتشره توسط شهرداری اشاره کرد (نوروش و همکاران، ۱۳۸۹). بعد از انقلاب اسلامی به دلیل ربوی بودن اوراق قرضه، مطالعات گسترده ای توسط بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، سازمان مدیریت و برنامه ریزی و بورس اوراق بهادار انجام گرفت و سپس اوراق جدیدی تحت عنوان "اوراق مشارکت" به عنوان جایگزینی برای اوراق قرضه طراحی گردید و قانون مربوط به انتشار این اوراق در تاریخ مهر ماه سال ۱۳۷۶ به تصویب مجلس شورای اسلامی رسید. آیین نامه اجرایی این قانون در شهریور ماه ۱۳۷۷ بنا به پیشنهاد مشترک وزارت امور اقتصادی و دارایی، سازمان مدیریت و برنامه ریزی (برنامه و بودجه سابق)، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران و سازمان

بورس و اوراق بهادار به استناد ماده ۱۲ قانون مزبور به تصویب هیات وزیران رسید و به این ترتیب مجموعه قانونی کاملی فراهم آمد (علی مدد، ۱۳۸۶).

اوراق مشارکت در ایران از سال ۱۳۷۳ و با فروش اوراق مشارکت طرح نواب به وسیله شهرداری تهران متولد شد، بعد از آن اوراق مشارکت شهر سالم (بازسازی بافت پیرامون حرم حضرت عبدالعظیم در سال ۱۳۷۴) و سایر اوراق مشارکت (۱۳۷۵-۱۳۸۰) صادر شد و همزمان با برنامه سوم توسعه، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران از مجلس وقت مجوز قانونی گرفت تا با انتشار اوراق مشارکت و گردآوری نقدینگی، منابع مالی لازم برای افزایش سرمایه بانک‌ها را فراهم آورد و بدین ترتیب، بانک مرکزی به صادرکننده اوراق مشارکت بدل شد (افزادی، ۱۳۹۲).

مطالعه اجمالی انجام شده بر مبنای اوراق مشارکت منتشره شده، نشان می‌دهد که روند انتشار اوراق مشارکت در سال‌های گذشته چه از لحاظ تعداد و تنوع و چه از لحاظ مبلغ صعودی بوده است و انتظار می‌رود که این سیر شتاب‌آمیز ادامه یابد. علاوه بر این، انتشار اوراق مشارکت کوتاه‌مدت توسط بانک مرکزی نشانه آن است که اوراق مشارکت به‌عنوان ابزاری برای تعادل بازار پول به کار گرفته شده است (علی مدد، ۱۳۸۶).

تعریف اوراق مشارکت

اوراق مشارکت طبق قانون "نحوه انتشار اوراق مشارکت" عبارتست از:

اوراق بهاداری که به موجب قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت با مجوز قانونی خاص یا مجوز بانک مرکزی، برای تأمین بخشی از منابع مالی مورد نیاز جهت ایجاد، تکمیل و توسعه طرح‌های عمرانی - انتفاعی دولت مندرج در قوانین بودجه سالانه کشور یا برای تأمین منابع مالی جهت ایجاد، تکمیل و توسعه طرح‌های سودآور تولیدی، ساختمانی و خدماتی شامل منابع مالی لازم برای تهیه مواد اولیه مورد نیاز واحدهای تولیدی توسط دولت، شرکت‌های دولتی، شهرداری‌ها و موسسات و نهادهای عمومی غیر دولتی و موسسات عام المنفعه و شرکت‌های وابسته به دستگاه‌های مذکور، شرکت‌های سهامی عام و خاص و شرکت‌های تعاونی تولید منتشر می‌شود و به سرمایه‌گذارانی که قصد مشارکت در اجرای طرح‌های یاد شده را دارند از طریق عرضه عمومی واگذار می‌گردد (ماده ۲ قانون و ماده ۱ آیین‌نامه).

انواع اوراق مشارکت

در مواد قانون "نحوه انتشار اوراق مشارکت"، به صراحت انواع مختلف اوراق مشارکت تعریف نشده است؛ ولی از مواد مختلف، انواع مختلف اوراق مشارکت را می‌توان به ترتیب زیر طبقه‌بندی کرد (علی مدد، ۱۳۸۶):

اوراق مشارکت دولت: این اوراق که بهتر است اوراق مشارکت "عمرانی" یا "ملی" نامیده شود، صرفاً برای تأمین بخشی از منابع مالی مورد نیاز طرح‌های عمرانی - انتفاعی دولت به میزانی که در قوانین بودجه سالانه کل کشور پیش‌بینی می‌شود توسط دولت منتشر می‌گردد. اصل و سود این اوراق از محل اعتبارات که در قوانین بودجه سالانه کل کشور پیش‌بینی می‌شود توسط وزارت امور اقتصاد و دارایی، تضمین خواهد شد. طرح‌های عمرانی - انتفاعی دولت مندرج در قوانین بودجه که مجری آنها شرکت‌های دولتی و شهرداری‌ها می‌باشند نیز مشمول این تعریف و تابع مقررات مربوط اوراق مشارکت دولت می‌باشند (مواد ۱ و ۳ قانون و ماده ۱ آیین‌نامه).

اوراق مشارکت شرکت‌ها و سایر موسسات: اوراقی است که با مجوز بانک مرکزی برای تأمین بخشی از منابع مالی مورد نیاز جهت ایجاد، تکمیل و توسعه طرح‌های سودآور تولیدی، ساختمانی و خدماتی شامل منابع مالی لازم برای تهیه مواد اولیه مورد نیاز واحدهای تولیدی، توسط شرکت‌های دولتی، شهرداری‌ها و موسسات و نهادهای عمومی غیردولتی و موسسات عام المنفعه و شرکت‌های وابسته به دستگاه‌های مذکور، شرکت‌های سهامی عام و خاص، شرکت‌های تعاونی، تولید و منتشر و به عاملیت یکی از بانک‌ها به عموم مردم عرضه می‌شود. ناشرین بایستی اصل و سود این اوراق را تضمین و وثایق لازم را جهت تضمین بازپرداخت اصل و سود متعلق به اوراق، در اختیار بانک عامل قرار دهند. در صورت عدم ایفای تعهدات از طرف ناشر، بانک عامل بایستی از محل تضمین‌های اخذ شده راساً اقدام نماید (مواد ۱ و ۵ قانون و مواد ۱، ۵ و ۱۶ آیین‌نامه).

اوراق مشارکت بانک مرکزی: این نوع اوراق مشارکت به استناد ماده ۹۱ قانون برنامه سوم توسعه توسط بانک مرکزی ایران و براساس پرتفوی دارایی‌های سودآور آن بانک صادر می‌شود و به هیچ طرح معینی عطف ندارد. به نظر می‌رسد که هدف از انتشار این اوراق و اوراق دیگری

که مقرر است به موجب ماده ۹۳ قانون برنامه سوم به منظور تقویت سرمایه بانک‌ها صادر شود، کنترل بازار پول باشد (علی مدد، ۱۳۸۶).

نارسایی‌ها، ابهامات و اشکالات اوراق مشارکت

در طول چند سالی که از تجربه انتشار اوراق مشارکت در ایران می‌گذرد گام‌های بلندی در زمینه ایجاد نظم و قانونمندی در صدور اوراق و اداره امور طرح‌های موضوع انتشار انواع اوراق مشارکت برداشته شده است که مهم‌ترین آن تدوین و تصویب قانون "نحوه انتشار اوراق مشارکت" در مهر ماه ۱۳۷۶ و آیین‌نامه اجرایی آن در سال ۱۳۷۷ است. این قانون به مقررات گوناگون و بعضاً متعارضی که در مورد اوراق مشارکت وجود داشت خاتمه داد و مبانی قانونی محکم و استواری را در مورد حقوق و تعهدات صادرکنندگان و دارندگان اوراق و تنظیم روابط آن‌ها فراهم آورد. با این حال هنوز هم نارسایی‌ها و اشکالاتی در مورد ساختار مراجع تصمیم‌گیری و ابهاماتی در مقررات حاکم بر انتشار اوراق وجود دارد که در این جا به برخی از اشکالات، ابهامات و نارسایی‌های اوراق مشارکت به همراه راه حل‌های پیشنهادی جهت رفع آنها اشاره می‌شود.

عدم رتبه‌بندی ناشران اوراق مشارکت

ضرورت وجود یک آژانس رتبه‌بندی اوراق مشارکت که به نوعی مستقل از دولت باشد، تا از این طریق بتوان تمام اوراق مشارکتی را که توسط دولت، شرکت‌ها و موسسات صادر می‌شود، رتبه‌بندی نمود، احساس می‌شود (کاپلند و اینگرم، ۱۹۸۲). نحوه عمل این آژانس‌ها بایستی به این صورت باشد که رتبه‌بندی را بر مبنای خصوصیات کیفی طرح‌های عمرانی یا غیر عمرانی از نظر میزان سودآوری، اطلاعات حسابداری ناشر، ریسک‌های مختلف اوراق و سایر مواردی قرار دهند که به نوعی به سرمایه‌گذاران در ارزیابی ریسک سرمایه‌گذاری یاری رساند. هر چند خود سرمایه‌گذاران نیز می‌توانند به گزارشات مالی و حسابداری دسترسی داشته باشند، ولی با توجه به عدم تقارن اطلاعاتی که بین این سرمایه‌گذاران و ناشر اوراق وجود دارد، بهتر است که این کار توسط آژانس‌های رتبه‌بندی اوراق انجام گردد چرا که دسترسی بهتری به افشایات ناشر دارند (کاپلند و اینگرم، ۱۹۸۲). البته ریلی جانک (۱۹۷۶) در تحقیقی بیان کرده‌اند که بازارهای اوراق بهادار به خودی خود می‌تواند رتبه‌بندی مربوط به ناشران اوراق را پیش‌بینی کنند و تأثیر

آژانس‌های رتبه‌بندی فقط به‌عنوان یک منبع در تأیید آن پیش‌بینی است. آژانس‌های رتبه‌بندی بایستی ریسک نکول و ریسک نقدشوندگی را در رتبه‌بندی خود در نظر بگیرند (ون هرن، ۱۹۷۸)، زیرا احتمال نکول اوراق در کیفیت و رتبه‌بندی اوراق تأثیر بسزایی خواهد داشت. همچنین از طرف دیگر هستی (۱۹۷۲) و شنن (۱۹۷۴)، هر دو به شدت تأثیر ریسک نقدشوندگی اوراق را بر بازده و رتبه‌بندی اوراق تأیید کردند. با توجه به مشکل فوق، بایستی یک سازمان رتبه‌بندی اوراق مشارکت که مستقل از دولت باشد، به منظور اطمینان بخشی نسبت به سرمایه‌گذاری در اوراق مشارکت ایجاد شود و از این طریق بتوان میزان سرمایه‌گذاری در این اوراق را افزایش داد.

مرجع قانونی ناظر

صدور اوراق بهادار در معنای عام و اوراق قرضه و اوراق مشارکت در معنای خاص و عرضه آن به عموم مردم و به عبارت دیگر، جذب سرمایه‌های کوچک توسط دولت، موسسات بخش عمومی و موسسات بخش خصوصی برای تأمین مالی طرح‌های سودآور تولیدی، ساختمانی و خدماتی، علاوه بر نیاز به قوانین و مقررات روشن و کامل به مرجع قانونی آگاه و مقتدری نیاز دارد که با اعمال نظارت تخصصی، خطرات این گونه سرمایه‌گذاری‌ها را به حداقل ممکن کاهش دهد و سرمایه‌گذاران را از مخاطرات سرمایه‌گذاری خود آگاه نماید. تجارت کشورهای پیشرفته، به ویژه بعد از بحران بزرگ ۳۳-۱۹۲۹، لزوم تشکیل و استقرار چنین مرجعی را برای حفظ منافع سرمایه‌گذاران و ثبات و کارآیی بازار سرمایه آشکار ساخت. تقریباً در کلیه کشورهای پیشرفته صنعتی و تعداد زیادی از کشورهای در حال توسعه، قوانین و مقررات دقیق و روشنی در مورد صدور و انتشار اوراق بهادار، وضع گردیده و مرجع معینی معمولاً تحت عنوان کمیسیون یا هیات اوراق بهادار ایجاد شده است که تشکیل شرکت‌های سهامی عام و عرضه هر نوع ورقه بهادار به عموم مردم منوط به اجازه این نهاد می‌باشد (علی مدد، ۱۳۸۶). چنین مرجعی علاوه بر اجازه انتشار، معمولاً بر فعالیت‌های موسسات صادرکننده نظارت کلی می‌کند؛ به این ترتیب احتمال زیان عامه مردم را کاهش می‌دهد. به عبارت دیگر، هر جا که منافع عمومی در میان باشد، ایجاد چنین مرجعی برای اجازه صدور اوراق مشارکت و نظارت بر آنها الزامی است (علی مدد، ۱۳۸۶). فقدان چنین مرجعی می‌تواند بازار سرمایه نوپای کشور را با مخاطرات جدی مواجه سازد. تجربه شرکت‌های مضاربه‌ای نشان می‌دهد که بازار سرمایه ایران چه قدر شکننده

است و چه مخاطرات بزرگی سرمایه‌گذاران کوچک را تهدید می‌کند. به نظر می‌رسد چنانچه مرجعی ناظر بر کلیه امور مرتبط با اوراق مشارکت همانند بورس اوراق بهادار که نسبت به درستی انجام امور شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار نظارت کامل دارد، وجود داشته باشد مشکل اخیر تا حد زیادی حل خواهد شد.

عدم حضور و کم رنگ بودن بخش خصوصی

در تعریف اوراق مشارکت آمده است که این اوراق می‌تواند به وسیله بخش خصوصی و دولتی منتشر شود، ولی از زمان تصویب قانون "نحوه انتشار اوراق مشارکت" تا کنون، استقبال بخش خصوصی از این اوراق تقریباً برابر صفر بوده است. عدم استقبال بخش خصوصی از این اوراق می‌تواند ناشی از عوامل مختلفی مانند هزینه‌بر بودن این اوراق، الزام شرکت‌ها نسبت به تضمین پرداخت اصل و سود پول در ازای انتشار اوراق مشارکت پیش از تاریخ سررسید، عدم معامله براساس نرخ واقعی بازدهی سرمایه‌گذاری و همچنین عدم توانایی بازخرید اوراق مشارکت قبل از سررسید می‌باشد (عبدی راد، ۱۳۸۸).

در این زمینه می‌توان پیشنهاد داد که چنانچه هزینه انتشار این نوع اوراق از طرف دولت و بانک مرکزی برای شرکت‌های خصوصی پایین‌تر آورده شود، نسبت به کاهش اعمال سختگیرانه بانک‌های عامل و بانک مرکزی اقداماتی انجام شود و همچنین از بابت بازخرید اوراق قبل از سررسید در مقابل دریافت تضمیناتی از قبیل اسناد املاک، از طرف بانک عامل، کمک‌های نقدی به ناشران ارائه شود و در کنار آن بتوان با نرخ واقعی بازدهی، اوراق مشارکت را به عموم عرضه کرد، یعنی بتوان اوراق مشارکت را به صورت صرف و کسر به فروش رساند، می‌توان امید داشت که شرکت‌های خصوصی نیز در زمینه انتشار اوراق مشارکت فعالیت بیشتری داشته باشند.

ابهام در مزیت‌های اوراق منتشره

در اغلب آگهی‌های انتشار اوراق مشارکت که تاکنون صادر گردیده، سود مورد انتظار طرح معادل ۲۵ درصد برآورد شده است (علی مدد، ۱۳۸۶). به عبارت دیگر، به دارندگان اوراق مشارکت وعده داده شده است که در سررسید اوراق، علاوه بر سودهای علی‌الحساب پرداختی، معادل پنج درصد سرمایه‌گذاری در هر سال، سود قطعی پرداخت می‌شود. با توجه به

ابهامی که در مورد تکمیل به موقع و سودآوری طرح‌های مختلف موضوع اوراق مشارکت وجود دارد، تحقق چنین وعده‌هایی نیز با تردید فراوان همراه است که در این صورت، صداقت صادرکنندگان اوراق و درستی کار دستگاه ناظر زیر سوال خواهد رفت و سلامت بازار سرمایه لطمه خواهد دید. در آگهی‌های منتشره علاوه بر سود قطعی، مزیت‌های دیگری نیز برای دارندگان اوراق مشارکت پیش‌بینی شده است، نظیر حق تقدم در خرید مستحقات یا تولیدات طرح، تخفیف در قیمت نسبت به قیمت روز، اعطای سود نسبت به سود انباشته تمام یا بخشی از کوپن‌های سود علی‌الحساب استفاده نشده. در قانون اوراق مشارکت نیز امکان اعطای مزایایی چون تقدم در خرید سهام و تبدیل اوراق به سهام پیش‌بینی شده است. چگونگی برخورداری دارندگان اوراق از این مزایا مبهم است (علی مدد، ۱۳۸۶) و همچنین در آگهی‌ها بیان می‌شود که سود اوراق معاف از مالیات است در صورتی که طبق بررسی‌های به عمل آمده مالیات سود علی‌الحساب اوراق قبل از اعلام در آگهی‌ها از آن کسر می‌شود. با توجه به ابهامات فوق، پیشنهاد می‌شود چنانچه در آگهی‌های رسانه‌ای و همچنین آگهی‌های روزنامه‌ای مواردی از قبیل این که مزایای پرداختی به دارندگان اوراق به چه صورت پرداخت می‌شود، آیا تمام آن‌ها یک جا در سود علی‌الحساب پرداخت می‌شود و یا اینکه قسمتی از آن در سود علی‌الحساب و قسمت دیگر به عنوان سود قطعی پرداخت می‌شود، زمان تکمیل پروژه با احتساب انحراف معیار چه زمان است و همچنین نحوه ارائه مزایای این اوراق، همانند حق تقدم در خرید مستحقات یا تولیدات طرح، تخفیف در قیمت نسبت به قیمت روز و سایر مزایا، به روشنی بیان گردد، سرمایه‌گذاران به صداقت ناشران پی برده و از این طریق سرمایه‌گذاران بیشتر در تأمین مالی پروژه‌های مختلف دولتی و خصوصی شرکت کرده و در نهایت این کار موجب می‌شود که لطمه‌ای به سلامت اقتصاد کشور وارد نگردد.

ابهام در آثار اظهار نظر حسابرس امین

در مقررات مصوب بانک مرکزی و در آیین‌نامه اجرایی تبصره ۸۵ قانون برنامه و در آیین‌نامه اجرایی قانون اوراق مشارکت آمده است که شخص یا موسسه‌ای به انتخاب یا با موافقت بانک مرکزی به عنوان امین یا حسابرس امین انتخاب می‌شود تا نسبت به مصرف وجوه، نحوه نگهداری حساب‌ها و صورت‌های مالی و عملکرد اجرایی طرح اظهار نظر کند. این پیش‌بینی از لحاظ حفظ حقوق خریداران اوراق مشارکت و اعمال نظارت بر کار صادرکنندگان اوراق مثبت و

موثر است. ولی در مقررات مزبور آثار گزارش ناموافق حسابر س مزبور بر دستگاه صادرکننده معین نگردیده است (علی مدد، ۱۳۸۶). در عمل نسبت به اوراق مشارکتی که تاکنون منتشر شده، سازمان حسابرسی به‌عنوان امین انتخاب شده است. اما به علت عدم تهیه و ارائه به‌موقع صورت‌های مالی طرح‌های موضوع اوراق مشارکت از طرف دستگاه‌های صادرکننده اوراق، تعداد گزارش‌های صادر شده از طرف سازمان مزبور انگشت شمار و بسیار کمتر از تعداد گزارشی است که تاکنون می‌بایستی عرضه و منتشر می‌گردید (علی مدد، ۱۳۸۶). در برخی از گزارش‌های صادر شده، نظر سازمان مشروط بوده و در مواردی به علت اشکالات عمده در حساب‌ها و یا محدودیت‌هایی که از جانب دستگاه صادرکننده در امر رسیدگی ایجاد گردیده، سازمان حسابرسی از اظهار نظر نسبت به گزارش‌های مالی طرح‌های اوراق مشارکت خودداری کرده است. با این حال شواهدی از پیامد منفی یا تنبیه دستگاه‌های صادرکننده اوراق به علت عدم تهیه و ارائه به‌موقع صورت‌های مالی طرح‌ها و یا اظهار نظر ناموافق حسابر س امین در دست نیست. به نظر می‌رسد چنانچه نسبت به امر ارائه صورت‌های مالی شفاف نسبت به طرح در دست اجرا یا تکمیل شده، همانند شرکت‌ها فشار بیشتری اعمال گردد و همان طور که در مورد ۱-۶ نیز بیان شد، چنانچه عدم ارائه صورت‌های مالی و شفاف‌سازی نامناسب روی رتبه‌بندی ناشران تأثیر داشته باشد، ناشران به جهت اینکه در مواقع آتی نیز از طریق عموم تأمین‌مالی کنند، به رتبه‌بندی اهمیت زیادی قایل خواهند شد و در نتیجه نسبت به ارائه به‌موقع صورت‌های مالی و شفاف‌سازی مناسب اقدام می‌نمایند و به دنبال آن سازمان حسابرسی نیز می‌تواند گزارش خود را به‌موقع در اختیار عموم قرار دهد.

فقدان ضمانت اجرایی در مورد انتشار اطلاعات

اگر این فرض بنیادی را بپذیریم که انجام دادن هر عمل و یا حتی، خودداری از یک عمل، مستلزم یک تصمیم‌گیری درست، و لازمه آن تصمیم‌گیری درست، داشتن آگاهی است؛ پس تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در سرمایه‌گذاری در اوراق مشارکت یا هر نوع اوراق بهادار دیگر و تصمیم‌گیری در مورد صدور و انتشار اوراق و یا هر نوع تصمیم‌گیری دیگری توسط مراجع مختلف در صورتی منطقی خواهد بود که بر اطلاعات صحیح متکی باشد. در مقررات مربوط به اوراق مشارکت مصوب بانک مرکزی و در آیین‌نامه اجرایی قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت پیش‌بینی شده است که ناشر اوراق، اطلاعیه‌ای حاوی گزارش وضعیت مالی و عملکرد اجرایی

طرح را همراه اظهار امین، حداقل هر شش ماه و یا در مقاطعی که توسط بانک مرکزی تعیین می‌شود از طریق یکی از روزنامه‌های کثیرالانتشار منتشر نماید. لازم به ذکر است که این الزام، فاقد ضمانت اجرای کافی است و تعداد گزارش‌های منتشر شده در مورد اوراق مشارکت تاکنون بسیار کمتر از تعدادی است که می‌بایستی در این فاصله منتشر می‌گردید. علاوه بر عدم انتشار گزارش‌های وضعیت مالی و عملکرد طرح توسط صادرکنندگان اوراق مشارکت، وزارت امور اقتصاد و دارایی و بانک مرکزی نیز تاکنون میزان و انواع اوراق مشارکت منتشره طی هر سال و آثار اقتصادی انتشار اوراق مذکور گزارشی منتشر نکرده‌اند (علی مدد، ۱۳۸۶). با توجه به این ابهام که در قانون هیچ‌گونه ضمانت اجرایی برای انتشار چنین اطلاعاتی وجود ندارد، همان‌طور که بیان شد چنانچه این گونه کم‌کاری‌ها در رتبه‌بندی ناشران در نظر گرفته شود، ناشران به دلیل رقابتی که با یکدیگر دارند سعی در ارائه صورت‌های مالی خود در زمان مناسب و به همراه اظهار نظر حسابرس امین می‌کنند. همچنین توصیه می‌گردد که مواد قانونی کافی و محکمی از طرف مجلس شورای اسلامی جهت رسیدگی گزارش سالانه بانک مرکزی و وزارت امور اقتصادی و دارایی توسط دیوان محاسبات کشور، تصویب گردد و جرایمی نیز برای عدم ارائه به موقع گزارش توسط بانک مرکزی و وزارت امور اقتصادی و دارایی در نظر گرفته شود و در صورتی که مراجع مذکور اقدام به تهیه گزارش به موقع ننمایند مشمول آن جرایم گردند.

تشکیل نشدن بازار ثانویه

اوراق مشارکت به عنوان یک ورقه بهادار و ابزاری برای جذب سرمایه‌های کوچک نیازمند به بازار ثانویه‌ای برای معاملات بعدی است. در قانون اوراق مشارکت و مقررات قبلی راجع به اوراق مشارکت، قابلیت معامله این اوراق در بورس تصریح و در آگهی‌های انتشار برخی از اوراق، معامله اوراق در شعب منتخبی از بانک عامل وعده داده شده است. با این حال، تاکنون فهرست اوراق پذیرفته شده در بورس و نحوه معامله اوراق مشارکت در بورس اعلام نشده و نحوه داد و ستد اوراق در شعب بانک‌های عامل نیز رسماً مشخص نشده است (علی مدد، ۱۳۸۶). با توجه به مشکلاتی که در رابطه با خرید و فروش اوراق مشارکت در بازار بورس اوراق بهادار وجود دارد، پیشنهاد می‌شود از طرف وزارت امور اقتصادی و دارایی با همراهی سازمان بورس و اوراق بهادار اقداماتی در جهت تصویب دستورالعمل‌هایی جهت معامله اوراق مشارکت در بازار سرمایه و نیز قوانینی در جهت نظارت مراجع بالاتر بر اقدامات ناشران صورت پذیرد تا

ناشران نسبت به اعمالی همچون ارائه صورت‌های مالی تأیید شده از طرف حسابرس امین در جهت شفاف‌سازی اقدام نمایند.

ابهام در سود قطعی

طبق قانون اوراق مشارکت و مقررات قبلی راجع به اوراق مزبور، دارندگان اوراق مشارکت در سود حاصل از اجرای طرح‌های موضوع اوراق مشارکت شریک هستند. این مشارکت در صورتی معنادار خواهد بود که طرح مربوط تا سررسید اوراق مشارکت خاتمه یابد و اراضی آماده‌سازی شده یا ابنیه و تاسیسات و یا کالاهای تولیدی طرح به فروش برسد و نهایتاً سود طرح تعیین شود. تجربه اجرای طرح‌های مختلف در کشور ایران این است که معمولاً طرح‌ها در مدت زمان پیش‌بینی شده به اتمام نمی‌رسند و طرح‌های موضوع اوراق مشارکت نیز نمی‌تواند از این روال عمومی خارج باشند به ویژه که مدت زمان لازم برای فروش نیز به دوره طرح افزوده می‌شود. چنانچه طرح موضوع اوراق مشارکت در محدوده زمانی مقرر خاتمه نیابد یا اراضی آماده‌سازی شده یا ابنیه و تاسیسات طرح یا کالاهای ساخته شده تا سررسید اوراق، فروش نرفته باشد طبعاً تعیین سود قطعی طرح اگر ناممکن نباشد لاقلاً به صورت تخمینی و مبهم خواهد بود. علاوه بر این، اجرای طرح‌ها در مدت زمانی بیش از دوره پیش‌بینی شده و توقف طرح در طول اجرای آن موجب بالا رفتن هزینه‌ها و در نتیجه کاهش سود خواهد شد یا به زیان خواهد انجامید. چگونگی برخورد با موارد فوق در مقررات اوراق مشارکت پیش‌بینی نشده است (علی‌مدد، ۱۳۸۶). با توجه به مورد فوق پیشنهاد می‌شود در هنگام آگهی اوراق، علاوه بر بیان مدت اوراق، حداکثر تعداد سنواتی که امکان دارد طرح بیش از مدت معین شده به مرحله سودآوری برسد برای سرمایه‌گذاران بالقوه مشخص و شفاف‌سازی گردد تا از طریق این اطلاعات سرمایه‌گذاران بتوانند تصمیم‌گیری بهتری نسبت به سرمایه‌گذاری خود داشته باشند. علاوه بر این توصیه می‌گردد که نهادهای ناظر (بانک عامل و بانک مرکزی) نظارت مناسب و کافی بر پروژه‌ها داشته باشند تا زمان اتمام پروژه‌ها بیش از موعد مشخص شده به طول نیانجامد.

نحوه مصرف و استفاده معین از منابع مالی حاصل شده

یکی دیگر از ناکارآمدی‌های اوراق مشارکت در مورد شرکت‌هایی است که احتیاج به تأمین مالی در غیر امور توسعه‌ای دارند. به طور مثال اگر شرکتی احتیاج به نقدینگی برای رفع

مشکلات جاری خود داشته باشد نمی‌تواند از اوراق مشارکت استفاده کند، زیرا در تعریف و قانون "نحوه انتشار اوراق مشارکت" آمده است که این نوع اوراق باید برای تأمین مالی پروژه خاصی باشند و نمی‌توانند در امور دیگر مورد استفاده قرار گیرند. در حالی که بسیاری از مشکلات بنگاه‌های اقتصادی مربوط به کمبود سرمایه در گردش و نقدینگی جاری آنها می‌باشد. با توجه به مشکل فوق، پیشنهاد می‌گردد که نهادهای قانون‌گذار، قانون "نحوه انتشار اوراق مشارکت" را نسبت به مصرف وجوه اوراق مشارکت به صورت کافی شفاف‌سازی کند و برای مصرف غیر قانونی این وجوه نیز مجازات‌هایی را در نظر گیرند. علاوه بر این، نهادهای ذیربط را مسئول نظارت بر وجوه مصرفی سازمان‌های مجری پروژه‌ها نماید تا بتوان بر صداقت سازمان‌های مذکور نسبت به مصرف وجوه اوراق مشارکت اطمینان کسب کرد.

سود علی‌الحساب و شبهه ربوی بودن آن

ایراد دیگر در مورد اوراق مشارکت این است که آیا براستی می‌توان گفت که سود این اوراق قطعی نیست و علی‌الحساب است؟ هنگامی که سود پرداخت شده این اوراق دقیقاً برابر آن چیزی است که اعلام می‌شود و هیچگاه کمتر یا بیشتر از آن مقدار نمی‌شود، می‌تواند شبهه ربوی بودن این اوراق را افزایش دهد. تجربه اجرای طرح‌های مختلف دولت در کشور نشان می‌دهد اغلب این طرح‌ها در مدت زمان پیش‌بینی شده به اتمام نمی‌رسد و چنانچه طرح موضوع اوراق مشارکت در محدوده زمانی مقرر پایان نپذیرد، علاوه بر این که میزان سود قطعی ناممکن خواهد بود، بلکه نتیجه‌ای جز زیان برای طرح در بر نخواهد داشت. در این صورت، قانون اوراق مشارکت در مورد این که صاحبان این اوراق در سود حاصل از اجرای طرح‌های موضوع اوراق مشارکت شریک هستند، معنی نخواهد داشت. بنابراین از مطالب فوق می‌توان این را استنباط نمود که سود علی‌الحساب، همواره سود قطعی و ثابتی است و به طور حتم این قضیه شبهه ربوی بودن این اوراق را تشدید کرده و آن را خالی از اشکال نمی‌داند (عبدی راد، ۱۳۸۸).

با توجه به مطالب فوق پیشنهاد می‌شود سود قطعی اوراق مشارکت پس از اتمام طرح با در نظر گرفتن عواملی نظیر تورم، مدتی که تکمیل طرح اوراق مشارکت به طول انجامیده است، همچنین میزان سودآوری و ریسک طرح اوراق مشارکت، برای دارندگان این اوراق محاسبه شده و به آنها پرداخت شود و یا می‌توان از پرداخت سود قطعی صرف نظر کرد و میزان پرداختی سود

قطعی را بر روی سود علی‌الحساب در نظر گرفت. همچنین در هنگام انتشار اوراق مشارکت بایستی نرخ پرداخت سود علی‌الحساب را مشروط به سودآوری طرح پروژه اعلام کرد، لذا در این صورت، جهت ایجاد انگیزه در سرمایه‌گذاران جهت سرمایه‌گذاری آنها در اوراق مشارکت و تأمین مالی از این طریق، می‌توان از نرخ سود علی‌الحساب بالا استفاده کرد که از این طریق می‌توان شبهه ربوی بودن سود علی‌الحساب اوراق مشارکت را از بین برد.

عدم عطف برخی از انواع اوراق مشارکت به طرحی خاص

با توجه به این که اوراق مشارکت بانک مرکزی به استناد ماده ۹۱ قانون برنامه سوم توسعه توسط این بانک و براساس پرتفوی دارایی‌های سودآور آن بانک صادر می‌شود و به هیچ طرح معینی عطف ندارد (علی مدد، ۱۳۸۶)، نمی‌توان گفت که سود پرداختی این نوع اوراق فاقد مشکل ربوی است؛ بنابراین بهتر است با وجوه حاصل از این نوع اوراق در موارد مختلفی همچون سهام، ارز، طلا و غیره سرمایه‌گذاری گردد و سود حاصل از بازده این نوع اوراق را در پایان دوره مربوط به اوراق مشارکت یا به صورت بازه زمانی کوتاه‌تر، به دارندگان آن اوراق پرداخت، که از این طریق هم مشکل ربوی بودن آن حل گردد و همچنین بانک مرکزی بتواند به هدف اصلی خود از انتشار این نوع اوراق، که کنترل بازار پول است، برسد. بعلاوه، در هنگام انتشار این نوع اوراق مشارکت بایستی دلیل انتشار این اوراق بیان شود که هیچ گونه شبهه‌ای نسبت به مصرف وجوه حاصل از این اوراق وجود نداشته باشد.

تضعیف روز افزون بازار سرمایه

شواهد نشان می‌دهد با توجه به این که در بیشتر موارد مردم ترجیح می‌دهند که در بازاری سرمایه‌گذاری کنند که ریسک کمتر و سود بالاتر داشته باشد؛ از این رو سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری در اوراق مشارکت رو آورده و از سرمایه‌گذاری در سهام با توجه به نوسان قیمتی بالا و در نتیجه ریسک بالاتری که دارد، صرف نظر می‌کنند (عبدی راد، ۱۳۸۸).

لذا در این زمینه پیشنهاد می‌شود که به دارندگان اوراق مشارکت نسبت به ریسکی که تحمل می‌کنند، بازدهی داده شود که از این طریق بتوان سرمایه‌های کلان بخش خصوصی را به طرف طرح‌های اوراق مشارکت سرازیر نمود و همچنین پیشنهاد می‌شود قیمت اوراق مشارکت، همانند سهام با توجه به میزان تقاضا و عرضه در این اوراق، نوسان داشته باشد، که از این طریق بتوان

رقابتی بین ناشران ایجاد گردد و سرمایه داران کلان رغبت بیشتری نسبت به سرمایه گذاری در این اوراق داشته باشند.

نتیجه گیری

در اکثر کشورهای دنیا برای تأمین کسری بودجه و مدیریت نقدینگی در فعالیتهای اقتصادی، از اوراق قرضه استفاده می‌شود. همچنین از میان ابزارهای سیاست پولی و اعتباری، ابزار عملیات بازار باز در ارتباط تنگاتنگ با اوراق قرضه قرار دارد. به گونه‌ای که بانک‌های مرکزی با استفاده از این ابزار می‌توانند بر حجم نقدینگی بخش خصوصی و عرضه پول اثر بگذارند (عبدی راد، ۱۳۸۸).

بعد از پیروزی انقلاب اسلامی و اجرای عملیات بانکداری بدون ربا و به تبع آن ممنوعیت بهره در اقتصاد مبتنی بر فقه اسلامی و به دلایل شرعی، انتشار اوراق قرضه ممنوع و اوراق جایگزینی به نام "اوراق مشارکت" ایجاد شد. با توجه به تعریف اوراق مشارکت و بررسی به عمل آمده در خصوص انتشار این نوع اوراق، حجم انتشار و فروش این اوراق پایین بوده و هرچند تا حدودی جانشین اوراق قرضه گردیده و برخی از وظایف و عملکردهای آن را انجام داده، اما با نارسایی‌ها و نقایص قابل توجه خود توانسته موجبات ناکارایی‌های بسیاری در حوزه فعالیت‌های بازار مالی و همچنین عدم تخصیص بهینه منابع و سرمایه‌ها را فراهم آورد.

در مقاله حاضر مشکلات، ابهامات و ناکارآمدی‌های متفاوتی در زمینه اوراق مشارکت بیان شد و همچنین با توجه به عمده مشکلات بیان شده در این مقاله، واضح است که منشأ ناکارآمدی و همچنین عدم وجود تعادل‌ها و هماهنگی‌های لازم در نظام پولی و بانکی کشور، وجود قوانین نامناسب و ناکارا در زمینه این نوع اوراق می‌باشد که امید است با توجه به مطالب بیان شده در این مقاله و همچنین با توجه به مقالات و تحقیقات مختلفی که انشاءالله در زمینه انواع اوراق بهادار اسلامی در آینده از طرف محققان مختلف صورت می‌گیرد، بتوانیم کمکی به اقتصاد کشور عزیزمان، جمهوری اسلامی ایران، بکنیم و از این طریق بتوانیم تغییرات بهینه‌ای را در زمینه اقتصاد اسلامی ایجاد کنیم.

منابع

- افرادى، مهرا. (۱۳۹۲). ورود نسل جديد اوراق مشاركت به بازار. *ماهنامه بازار سرمايه*، شماره ۳۸. ص ۷۴-۸۰.
- آيين‌نامه اجرائى قانون نحوه انتشار اوراق مشاركت. شماره ۳۱۲۴۲ت ۱۹۹۶۱هـ-۱۳۷۷/۰۶/۰۹.
- دهقان نيستانكى، مهدى؛ صادقى، ابراهيم. (۱۳۹۳). امكان سنجى انتشار صكوك در مقايسه با ساير روش‌هاى تأمين مالى در شركت‌هاى پذيرفته شده در بورس اوراق بهادار. *تحقيقات حسابدارى و حسابرسي*، صفحه ۵۸-۷۴.
- ذوالفقارى، مهدى. (۱۳۹۲). اوراق مشاركت قابل تبديل به سهام ابزاري براى تأمين مالى اسلامى. *ماهنامه بورس*، شماره ۱۰۲، ص ۵۴-۵۷.
- صانعى، يوسف. (۱۳۸۳). *رباى توليدى*، انتشارات ميثم تمار.
- عبده تبرى، حسين. (۱۳۷۳). *اوراق قرضه و انواع آن در بازارهاى سرمايه جهانى*، دانشگاه امام صادق، پلى كيبى.
- عبدى راد، مسعود. (۱۳۸۸). *آسيب شناسى عملكرد اوراق مشاركت در بازار مالى كشور*، موسسه تحقيقاتى تدبير اقتصاد.
- على مدد، مصطفى. (۱۳۸۶). *اوراق مشاركت: سوابق، مقررات و حسابدارى*، انتشارات سازمان حسابرسي، چاپ سوم.
- عيوض لو، رضا؛ آقا محمد سمسار، محمدرضا. (۱۳۹۱). جاىگاه اوراق مشاركت قابل تبديل به سهم در اقتصاد مالى ايران. *نشریه بازار سرمایه*، شماره ۳۴.
- قانون نحوه انتشار اوراق مشاركت مصوب مهرماه ۱۳۷۶.
- نظرپور، محمد تقى؛ خوش اخلاق، مهدى. (۱۳۹۲). *بررسى فقهى تضمين سرمايه در اوراق مشاركت*. *فصلنامه اقتصاد اسلامى*، سال سيزدهم، شماره ۵۰، ص ۱۱۱-۱۳۰.
- نوروش، ايرج؛ مهرانى، ساسان؛ كرمى، غلامرضا؛ مرادى، محمد. (۱۳۸۹). *مرور جامع بر حسابدارى مالى*، انتشارات كتاب نو. چاپ ششم. جلد دوم.
- Bai, J. , Bali, T. G. , Wen, Q., (2015). Do The Distributional Characteristics Of Corporate Bonds Predict Their Future Returns?. *Social Sciences Research Network*, Pp. 1-88.
- Chordia, T. , Goyal A. , Nozawa, Y. , Subrahmanyam A. , Tong, Q. , (2015) , Are Capital Market Anomalies Common To Equity And Corporate Bond Market?. *Avanidhar Subrahmanyam*, Pp. 1-53.
- HASTIE, K. (1972) Determinants of Municipal Bond Yields. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, pp. 1729-48.
- Hymas, j. , (2009). bond characteristics. *chanadian moneysaver*, pp. 1-2.

- INGRAM, R. , L. BROOKS, AND R. COPELAND. (1982). A Note on the Information Content of Bond Rating Changes. *Journal of Finance*.
- REILLY, F. K. , AND M. D. JOEHNK. (1976). The Association between Market-Determined Risk Measures for Bonds and Bond Ratings. *Journal of Finance*. Pp. 1387- 1403.
- SHANNON, D. (1974) Some Evidence of Imperfections in the Market for Municipal Bonds. *The Financial Review*. Pp. 64-78.
- VAN HORNE, J. (1978) *Financial Market Rates and Flows*. Englewood Cliffs, N. J.: Prentice-Hall.