

اوراق مشارکت و قانون*



غلامرضا سلامی

اوراق مشارکت و اوراق قرضه

وجوه مشترک اوراق مشارکت و قرضه تا آنجاست که جدایی این دو ابزار اقتصادی مالی تقریباً بی معنی خواهد بود. هر دو این اوراق ضمن جمع آوری پس اندازهای کوچک قادرند طرحهای بزرگ عمرانی و تولیدی را راه اندازی کنند و به عنوان ابزاری ضد تورم، و اشتغالزای کار گرفته شده یا حمایت شوند.

این اوراق در مقایسه با سهام شرکتها با ریسک کمتری مواجهند و از قدرت نقد شوندگی بیشتری برخوردارند و حتی در صورت تامین زمینه های لازم نسبت به سپرده های بانکی بلندمدت با استقبال بیشتری مواجه خواهند بود. تنها نقطه افتراق اوراق مشارکت با اوراق قرضه، در کاربرد وجوه حاصل از آنهاست.

طبق ماده ۱ دستورالعمل اجرایی مقررات ناظر بر انتشار اوراق مشارکت مصوب ۱۳۷۳/ ۶/۱۴ بانک مرکزی «اوراق مشارکت، اوراق بهاداری است که با مجوز بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران برای تامین بخشی از منابع مالی مورد نیاز طرحهای سودآور تولیدی و خدماتی (باستثنای امور بازگانی) در چارچوب عقد مشارکت مدنی توسط سازمان مجری طرح که مالکیت آن را دارا می باشد، منتشر می شود. هر ورقه نشاندهنده میزان سهم شرکت دانه آن در مشارکت است. با فروش اوراق مشارکت رابطه وکیل و موکل بین سازمان و خریدار اوراق

محقق می شود. سازمان به وکالت از طرف خریداران اوراق می تواند نسبت به مصرف وجوه حاصل از فروش اوراق جهت اجرای طرح و خرید و فروش هرگونه کالا، خدمت و دارایی مربوط به طرح اقدام نماید. انتقال اوراق در رابطه وکالت موجود خدشه ای وارد نمی نماید و این رابطه تا سررسید اوراق بین سازمان و دارندگان اوراق نافذ و معتبر است.»

طبق پاراگراف بعدی همین ماده:

«سازمان شخصیت حقوقی عمومی یا خصوصی است که به انتشار اوراق مشارکت می پردازد.»

قانون تاسیس بورس و اوراق بهادار مصوب ۱۳۴۵/ ۲/۲۷ اوراق بهادار را به شرح زیر تعریف کرده است:

«اوراق بهادار عبارت است از سهام شرکت های سهامی و اوراق قرضه صادر شده از طرف شرکتها و شهرداریها و مؤسسات وابسته به دولت و خزانه داری کل که قابل معامله و نقل و انتقال باشد» ماده ۵۲ قانون اصلاح قسمتی از قانون تجارت مصوب اسفند ۱۳۴۵، اوراق قرضه را به شرح زیر تعریف کرده است:

«ورقه قرضه، ورقه قابل معامله ای است که معرف مبلغی وام است یا بهره معین که تمامی آن یا اجزاء آن در موعد یا مواعد معین باید مسترد گردد. برای ورقه قرضه ممکن است علاوه بر بهره حقوق دیگری نیز شناخته شود.»

ماده ۵۱ همین قانون به شرکتهای سهامی عام اجازه انتشار اوراق قرضه تحت شرایط مندرج در قانون تجارت را داده و بالاخره ماده ۵۳ این قانون متذکر شده است که دارندگان اوراق قرضه هیچگونه دخالتی در اداره امور شرکت ندارند و فقط بستانکار شرکت محسوب می شوند. تعریف دیگری که از اوراق قرضه شده است مربوط به قانون انتشار اسناد خزانه و اوراق قرضه مصوب مهرماه ۱۳۴۸ است. در ماده ۱۲ این قانون اوراق قرضه به شرح زیر تعریف شده است:

«اوراق قرضه، اوراق بی نام یا با نامی است که برای تامین قسمتی از اعتبارات مورد نیاز برنامه های عمرانی یا دفاعی انتشار یابد.»

بنابر تعاریف فوق، وجوه حاصل از اوراق مشارکت، اختصاصاً برای اجرای پروژه یا طرح مشخص عمرانی، تولیدی یا خدماتی به کار گرفته می شود، حال آنکه وجوه حاصل از اوراق قرضه الزاماً اختصاص به طرح یا پروژه خاصی ندارد و حتی می تواند به عنوان سرمایه در گردش شرکتها به کار رود.

همین وجه افتراق می تواند نقطه ضعف اوراق مشارکت محسوب شود زیرا امکان تعمیم آن به شرکتهای سهامی عام که موتور محرکه توسعه اقتصادی هر کشور است عملاً غیر ممکن است. تخصیص اوراق مشارکت به پروژه خاص از این طرز فکر ناشی شده است که:

اولاً مالالشركه معين است و بنابراین عقد مشارکت مدنی بین انتشار دهنده اوراق و دارندگان این اوراق امکان دارد.

ثانیاً، امکان پیشبینی سرمایه‌گذاری، قیمت تمام شده، فروش و بالنتیجه سود ناشی از اجرای طرح وجود دارد. بنابراین پرداخت علی‌الحساب سود وجهه شرعی خواهد داشت، درحالی که انتشار اوراق قرضه منجر به استفاده و جوه آنها در کل منابع مالی شرکت شده و هر نوع سود پرداختی جنبه مستمر و قطعی پیدا می‌کند و صورت ربا را به خود خواهد گرفت.

در اینجا لازم است به آن دسته از کارشناسانی که چنین طرز تفکری دارند نکات زیر تذکر داده شود.

اولاً، مشارکت مدنی عقد مناسبی جهت به کارگیری وجوه اوراق مشارکت نیست، زیرا طبق تعریف قانونی مدنی: «مشارکت عبارت است از اجتماع حقوق مالکین متعدد در شی واحد به نحوه اشاعه» و در این زمینه حداقل به یک پروژه تا زمانی که روی کاغذ است نمی‌توان اطلاق شی واحد نمود و قطع نظر از محدودیت مشارکت مدنی در شی واحد طبق بند ۲ ماده ۵۸۸ قانون مدنی در صورت فوت یا محجور شدن یکی از شرکا، شرکای دیگر مأذون در تصرف اموال مشترک نیستند. حال تصور شود که یکی از دارندگان اوراق مشارکت فوت کند. در این صورت مجری طرح حق تصرف و در نتیجه اداره طرح را نخواهد داشت.

در تعریف مندرج در ماده ۱ دستورالعمل اجرایی مقررات ناظر بر انتشار اوراق مشارکت مصوب بانک مرکزی سهواً برای انتشار اوراق مشارکت، همزمان از سه عقد مشارکت مدنی، بیع و وکالت برای یک عمل واحد استفاده شده است. حال آنکه حداقل اگر فروش اوراق مشارکت مطرح باشد دیگر موضوع مشارکت و وکالت مصداقی پیدا نخواهد کرد.

در تعریف فوق به دلیل مسائل شرعی از استفاده از قرارداد استقراض بین انتشاردهنده اوراق و تامین‌کنندگان وجوه آن خودداری شده

بدون وجود معیار مقایسه سودآوری امکان ایجاد بازار سرمایه کارا در هیچ کشوری وجود ندارد و سود سهام، سود سپرده‌های ثابت بلندمدت و بالاخره سود اوراق مشارکت را باید بتوان با سود سرمایه در کل بازار سنجید.

است، زیرا در قرض، پرداخت وجه ثابت اضافه بر اصل دین، ربا محسوب شده است. بحث درباره اینکه جبران کاهش ارزش پول و هزینه فرصت واقعاً ریاست یا خیر، مستلزم مجال دیگری است، بنابراین با فرض نامناسب بودن قرارداد استقراض برای انتشار اوراق مشارکت، مناسبترین عقد برای انتشار این اوراق می‌تواند عقد وکالت برای سرمایه‌گذاری باشد. یعنی همان کاری که بانکها طبق قانون عملیات بانکی بدون ربا باید انجام دهند. در این صورت بهتر است به جای اصطلاح «اوراق مشارکت»، و اوراق قرضه» از اصطلاح «اوراق سرمایه‌گذاری» استفاده شود. و با توجه به ضمانت اصل و احتمالاً سود این اوراق می‌توان عبارت «اوراق سرمایه‌گذاری تضمین شده» به کار گرفته شود.

ثانیاً، امکان پیشبینی سود در شرکتها و تفکیک آن بین منابع مختلف مالی و به هر نسبت دلخواه وجود دارد.

برای جابه‌جایی بهره ثابت با سود تضمین شده کافی است که در اطلاعیه پذیرهنویسی «اوراق سرمایه‌گذاری» قید شود که دارندگان اوراق، معادل درصد مورد نظر انتشاردهنده اوراق، از محل سود پیشبینی شده شرکت در فواصل زمانی پیشبینی شده (مثلاً سه ماهه یا شش‌ماهه) دریافت خواهند داشت و در پایان سال پس از قطعیت سود سالانه شرکت، در صورت تجاوز سود قطعی از سود پیشبینی شده

درصد معینی از سود به سهامداران عادی شرکت پرداخت و بقیه بین سهامداران عادی و دارندگان اوراق سرمایه‌گذاری به نسبت سرمایه تقسیم خواهد شد. و در صورتی که سود تخصیص یافته کمتر از میزان پیشبینی شده باشد و یا حتی عملیات شرکت به زیان انجامیده باشد در اینصورت حداقل سود وعده داده شده به دارندگان اوراق سرمایه‌گذاری از محل سود و یا سرمایه سهامداران عادی تامین شود.

بدیهی است صورت پیشبینی سود شرکت برای دوره از انتشار تا سررسید اوراق سرمایه‌گذاری که باید به تأیید حسابداران متخصص رسیده باشد، منضم به اطلاعیه پذیرهنویسی می‌شود.

اوراق مشارکت و بازار سرمایه

بدون وجود معیار مقایسه سودآوری امکان ایجاد بازار سرمایه کارا در هیچ کشوری وجود ندارد و سود سهام، سود سپرده‌های ثابت بلندمدت و بالاخره سود اوراق مشارکت را باید بتوان با سود سرمایه در کل بازار سنجید. فقط در این صورت است که با پیشبینی کاهش نرخ سود سرمایه در بازار، تقاضا برای خرید اوراق مشارکت بالا می‌رود و بالعکس با پیشبینی افزایش نرخ سود سرمایه در بازار عرضه این اوراق افزایش پیدا می‌کند و این کنش و واکنش به صورت زنجیره‌ای ادامه پیدا کرده بازار سرمایه را کارا می‌سازد.

در بازارهای سرمایه کشورهای صنعتی مهمترین نقش را اوراق قرضه ایفا می‌کنند و سهم عمده‌ای از معاملات در این بازارها، بر روی اوراق قرضه صورت می‌گیرد، ضمن آنکه انتشار اوراق قرضه بهترین ابزار توسعه فعالیت شرکتهاست. و چنانکه توسط دولت‌ها منتشر شود یکی از سالمترین روشهای جبران کسری بودجه خواهد بود.

حتی در همین ایران از کل ۴۴ میلیارد ریال معاملات انجام شده در بورس اوراق بهادار در سال ۱۳۵۶، معادل ۲۴ میلیارد ریال آن مربوط به

معاملات بر روی اوراق قرضه بوده است.

اوراق مشارکت فعلی به هیچ وجه شانس شرکت در بازار سرمایه را نخواهد داشت چه رسد به آنکه رونق دهنده آن باشد زیرا:

اولاً - ضابطه قانونی برای انتشار اوراق مشارکت وجود ندارد و ضوابط تهیه شده توسط بانک مرکزی از استحکام لازم برخوردار نیست و بیش از آنکه به مقوله اوراق مشارکت از جنبه های اقتصادی، مالی و حقوقی توجه کند به حل مشکل چندساله خود با شهرداری در مورد جذب سرمایه های مردم برای اجرای پروژه های این نهاد پرداخته است.

مسائل اقتصادی و پولی چنان به هم پیوسته است که بدون توجه به همه جنبه های یک اقدام اقتصادی ممکن است نه تنها آنچه در نظر بوده است تحقق نیابد بلکه اثر معکوس نیز بر جای بگذارد.

اگر افرادی که نقدینه خود را به سپرده های بلندمدت تبدیل کرده و حداکثر ۱۶ درصد سود دریافت می کنند، فقط اصل سپرده آنها تضمین شده است، چرا نباید بلافاصله سپرده های خود را تبدیل به اوراق مشارکتی نکنند که اول، طول مدت کمتری نسبت به سپرده ثابت دارد. دوم، علاوه بر اصل، سود آن نیز تضمین شده است. سوم، حداقل سود آن ۴ درصد بیش از سود سپرده است. چهارم همیشه قابل تبدیل شدن به نقد است. پنجم اجباراً از معافیت مالیاتی برخوردار است (به این مسئله بعداً می پردازیم). ششم و از همه مهمتر بی نام است و از بسیاری از خطرات محفوظ.

در این صورت نقدینگی کل را اضافه کرده ایم یا کاهش داده ایم؟ برای حل این مشکل چه باید کرد؟ تنها یک راه وجود دارد و آن افزایش نرخ سود سپرده های بانکی است.

در یک بازار سرمایه کارا، هریک از ابزار، اعم از سهام عادی، سهام ممتاز، اسناد خزانه، اوراق قرضه، سپرده های بلندمدت بانکی، اسناد تجاری و غیره مزایا و معایب خود را دارند و یک سرمایه گذار با سنجیدن مزایا و معایب هریک

نهایتاً تصمیم می گیرد به سراغ کدام یک از ابزار برود. اگر قرار باشد یکی از ابزار کلیه مزایای ابزار دیگر را داشته ولی معایب کمتری نسبت به آن داشته باشد مسلماً آن ابزار دیگر، کاربرد خود را در بازار سرمایه از دست خواهد داد و چنانکه قرار باشد با حربه افزایش نرخ سودآوری مشکل آن را حل کنیم یک مسابقه بی ضابطه ترتیب داده ایم که بازنده، همان برگزارکننده آن خواهد بود.

ثانیاً - تجربه چند سال گذشته نشاندهنده افزایش تدریجی نرخ بهره در سیستم بانکی تحت کنترل دولت و به تبع آن در بازار آزاد بوده است. بنابراین هیچ خریدار فرضی متمایل به خرید اوراق مشارکت دست دوم در بورس یا خارج آن پیدا نخواهد شد مگر آنکه دارنده اوراق مشارکت حاضر باشد قیمت فروش ورقه مشارکت را نسبت به ارزش اسمی آن به حدی پایین بیاورد که بهره موثر حاصل بیش از بهره معمول بازار شود.

اوراق مشارکت فعلی به هیچ وجه شانس شرکت در بازار سرمایه را نخواهد داشت چه رسد به آنکه رونق دهنده آن باشد.

مقررات قانونی ناظر بر انتشار اوراق مشارکت

این اولین باری است که جذب سرمایه های مردم توسط یک نهاد عمومی بدون ضابطه قانونی صورت می گیرد. تاکنون هر بار که اوراق قرضه، یا اسناد خزانه یا قبوض اقساطی و نظایر آنها منتشر شده است حداقل تابع مقررات قانونی موردی خود بوده است ولی به هر حال مقررات کلی راجع به نحوه انتشار و کنترل اوراق قرضه لازم بود و به همین دلیل در سال ۱۳۴۲ قانون انتشار اسناد خزانه از تصویب قوه مقننه گذشت و

در سال ۱۳۴۸ قانون انتشار اسناد خزانه و اوراق قرضه به تصویب مجلسین رسید.

علاوه بر اینها از آنجا که هر نوع دریافت و پرداخت دستگاههای عمومی باید در قانون بودجه مندرج باشد لذا قوه مقننه از این طریق نیز بر انتشار این اوراق نظارت و کنترل می کرد.

مقررات ناظر بر انتشار اوراق مشارکت در هشتصد و بیست و پنجمین جلسه شورای پول و اعتبار مورخ ۴/ ۴/ ۱۳۷۳ تصویب شد و در همین مصوبه بانک مرکزی مأمور تهیه دستورالعمل اجرایی مقررات ناظر بر انتشار اوراق مشارکت شده است. که این بانک نیز در تاریخ ۱۴/ ۶/ ۱۳۷۳ این دستورالعمل را در ۵۹ ماده تصویب کرد و بلافاصله به اجرا گذاشت.

تا آنجا که سوابق نشان می دهد در هیچیک از قوانین پولی و بانکی چنین وظیفه ای به عهده شورای پول و اعتبار گذاشته نشده است و مسلماً با توجه به سابقه تاریخی، این مقررات باید به تصویب مجلس شورای اسلامی می رسید.

در مورد بخش خصوصی مسئله از این هم بفرنجتر است زیرا بیست و چند ماده از قانون تجارت مصوب سال ۱۳۴۷ اختصاص به مقررات ناظر بر انتشار و نظارت بر اوراق قرضه دارد و این قانون هنوز توسط هیچ مرجع قانونی ملغی نشده است ضمن اینکه به استثنای یکی دو ماده که شاید مغایر شرع انور تلقی شده و قابل اصلاح است بقیه مواد از استحکام زیادی برخوردارند و در هر زمان قابل اجرا می باشند.

مثلاً در این قانون امکان انتشار اوراق قرضه قابل تعویض با سهام و دستورالعمل اجرایی آن پیشبینی شده است. همچنین چگونگی تبدیل اوراق قرضه به سهام و افزایش سرمایه از طریق تبدیل اوراق قرضه تشریح و مقررات نسبتاً جامعی تدوین شده است. از آنجا که مقررات ناظر بر انتشار اوراق مشارکت طرحهای تولیدی، بخش عمومی و خصوصی هر دو را شامل می شود، معلوم نیست چرا انتشار اوراق مشارکت توسط بخش خصوصی باید تحت نظارت بانک مرکزی باشد. زیرا همانقدر که

انتشار سهام در شرکتهای سهامی عام به بانک مرکزی مرتبط است، انتشار اوراق مشارکت توسط این گونه شرکتهای می تواند به بانک مرکزی ارتباط پیدا کند.

بانک مرکزی البته می تواند و باید از طریق بورس اوراق بهادار ضوابطی جهت پذیرش اوراق مشارکت در بورس تهیه کند تا علاوه بر نظارت بر معاملات این اوراق به یکی از اهداف خود یعنی انتظام و رونق بخشیدن به بازار سرمایه نایل آید.

اوراق مشارکت و مسئله مالیات

در صورتی که دولت قصد داشته باشد انتشار و معامله بر روی اوراق مشارکت رونق پیدا کند چاره ای ندارد جز آنکه سیاست مالیاتی خود را به نحوی تعدیل کند که رغبت کافی برای مردم در استقبال از این اوراق به وجود آورد.

مثلاً اگر قرار باشد مقررات مالیاتی فعلی در مورد اوراق مشارکت به کار گرفته شود تا زمانی که سود این اوراق نزدیک به دو برابر سود سپرده های مدت دار برای مدت مشابه نباشد هیچ سرمایه گذار بالقوه ای نیت خود را به فعل تبدیل نخواهد کرد زیرا محلی برای جبران مالیات کسر شده وجود ندارد، ضمن آنکه سود متناسب با از دست دادن فرصت تبدیل به نقد فوری وجود نخواهد داشت.

در قانون مالیاتهای مستقیم مصوب اسفند ۱۳۶۶ و اصلاحیه های بعدی آن هیچ نوع معافیت مالیاتی برای سود حاصل از فروش اوراق مشارکت و سود سالانه آن وجود ندارد.

بند ۲ ماده ۱۴۵ قانون مالیاتهای مستقیم صراحتاً سود یا جوایز متعلق به حسابهای پس انداز و سپرده های مختلف نزد بانکهای ایرانی را از مالیات معاف دانسته است در حالی که بند ۳ همین ماده فقط جوایز متعلق به اوراق قرضه دولتی و اسناد خزانه را مشمول معافیت کرده است. بنابراین استناد به این ماده برای معاف دانستن اوراق مشارکت از مالیات اشتباهی است که آن را به وزیر دارایی و شورای بورس نیز

نسبت می دهند زیرا:

اولاً - قانون مالیاتها هیچ نوع اسمی از اوراق مشارکت نبرده است.

ثانیاً - به فرض یکی دانستن اوراق مشارکت و اوراق قرضه فقط جوایز و نه سود متعلق به این اوراق را از مالیات معاف دانسته است.

ثالثاً - این اوراق قرضه حتماً باید دولتی باشد.

هرچند بند ۱ ماده ۲ قانون مالیاتهای مستقیم شهرداریها را مشمول پرداخت مالیاتهای موضوع این قانون نمی داند ولی در همین بند شرکتهای وابسته به شهرداریها را مشمول مالیات دانسته و حتی بسیاری از معافیتهای سایر اشخاص حقوقی را از این شرکتهای سلب کرده است.

حال اگر پروژه نواب به صورت شرکت حقوقی اداره شود از مالیات معاف نیست و اگر به عنوان قسمتی از شهرداری اداره شود، درآمد دارندگان اوراق مشارکت مستقل از شهرداری محسوب می شود، زیرا طبق ماده ۱۳۵ فقط سود پرداختی یا تخصیص به صاحبان سهام در شرکتهای از درآمد مشمول معافیت شرکتهای از پرداخت مالیات معاف است.

و اما قانون مالیاتهای مستقیم سال ۱۳۴۵ در بند ۴ ماده ۱۱۶ بهره متعلق به اوراق قرضه دولتی و اسناد خزانه و در متن همین ماده، سود حاصل از خرید و فروش این اوراق را از مالیات معاف دانسته بود ولی با آنکه در سال ۱۳۴۷ قانون تجارت امکان انتشار اوراق قرضه توسط شرکتهای سهامی عام را فراهم ساخت با این حال در آن سال و سالهای بعد هیچ اصلاحیه ای برای معاف دانستن یا تعدیل مالیات اوراق قرضه بخش خصوصی به تصویب نرسید و شاید یکی از دلایل عدم استقبال شرکتهای سهامی عام از انتشار اوراق قرضه همین موضوع مالیات بوده باشد.

و اما وضع مالیاتی اوراق مشارکت چه خواهد شد. کسی بدرستی نمی داند زیرا موضوع پیچیده تر از آن است که بشود آن را به سادگی حل کرد زیرا:

اولاً - اگر به وسیله ماده واحده ای درآمد ناشی از اوراق مشارکت از مالیات معاف شود در این صورت دولت ناچار خواهد بود نرخ سود سپرده های بلندمدت بانکی و در نتیجه سود تسهیلات اعتباری بانکها را افزایش دهد که این به تورم لجام گسیخته دامن خواهد زد.

ثانیاً - اگر بخواهد مقررات قانون فعلی را بر اوراق مشارکت مجری سازد در این صورت سود دریافتی دارندگان اوراق مشارکت بشدت کاهش یافته موجبات اعتراض بحق آنها را فراهم خواهد ساخت. زیرا تمام تحلیلهای اقتصادی و نوشته های روزنامه ها و عده معافیت مالیاتی این اوراق را از پیش داده بود.

ثالثاً - با توجه به بی نام بودن این اوراق برقراری سیستم نرخ تصاعدی در مورد این درآمد غیرممکن است و اگر دولت ناچار شود نرخ مالیاتی ثابت برای این اوراق در نظر بگیرد که در این صورت اجحاف زیادی به طبقه کم درآمد و ارفاق بزرگی به طبقه پردرآمد دارندگان اوراق مشارکت خواهد شد. و این موضوع باعث خواهد شد که کلیه اوراق مشارکت جذب عده ای خاص گردد که می خواهند ضمن پنهان داشتن درآمد و دارایی خود، از امتیاز بزرگ مالیاتی نیز برخوردار باشند.

با تمام ایرادات فوق فکر انتشار اوراق مشارکت یا اوراق سرمایه گذاری جنبه های مثبت زیادی دارد و چنانکه با رفع معایب قانونی آن در چارچوب کل سیاست اقتصادی دولت تعمیم پیدا کند می تواند نویدبخش آینده روشنی در ایجاد و گسترش بازار سرمایه کارا به شمار آید.

* این مقاله در بهمن ماه ۱۳۷۳ در سمینار «اوراق بهادار با نرخ بازده ثابت و اوراق مشارکت» ارائه شده است.