

بررسی دلایل عدم انتشار اوراق مشارکت توسط بنگاه‌های کوچک، متوسط و بزرگ خصوصی در ایران

(ویرایش دوم)

فهرست مطالب

چکیده	۱
۱. تأمین مالی بنگاه‌های خصوصی از طریق اوراق بهادار	۱
۲. تاریخچه انتشار اوراق قرضه و مشارکت در ایران	۶
۳. زمینه‌های حقوقی و قانونی انتشار اوراق مشارکت	۸
۴. موانع مالی و اقتصادی بنگاه‌ها برای انتشار اوراق مشارکت	۱۰
۴-۱. موانع قانونی	۱۰
۴-۲. تنگناهای عرضه اوراق	۱۱
۴-۳. ضعف تقاضای اوراق	۱۲
۴-۴. جذابیت روش‌های دیگر	۱۳
۴-۵. نقصان اطلاعاتی	۱۴
۵. توصیه‌ها	۱۴
منابع و مآخذ	۱۸



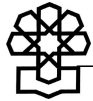
بررسی دلایل عدم انتشار اوراق مشارکت توسط بنگاه‌های کوچک، متوسط و بزرگ خصوصی در ایران (ویرایش دوم)

چکیده

هدف این تحقیق بررسی دلایل عدم استفاده بنگاه‌های بخش خصوصی از انتشار اوراق مشارکت در تأمین مالی است. به نظر می‌رسد پس از قوانین سال‌های ۱۳۷۶ و ۱۳۸۲ راه برای شرکت‌های سهامی عام باز باشد هرچند دیگر بنگاه‌های خصوصی همچنان با موانع حقوقی و قانونی مواجهند. در کنار این موضوع برخی موانع اقتصادی و مالی در طرف تقاضا و عرضه و ساختار بازار سرمایه ایران نیز موجب کاهش انگیزه انتشار اوراق مشارکت بوده است.

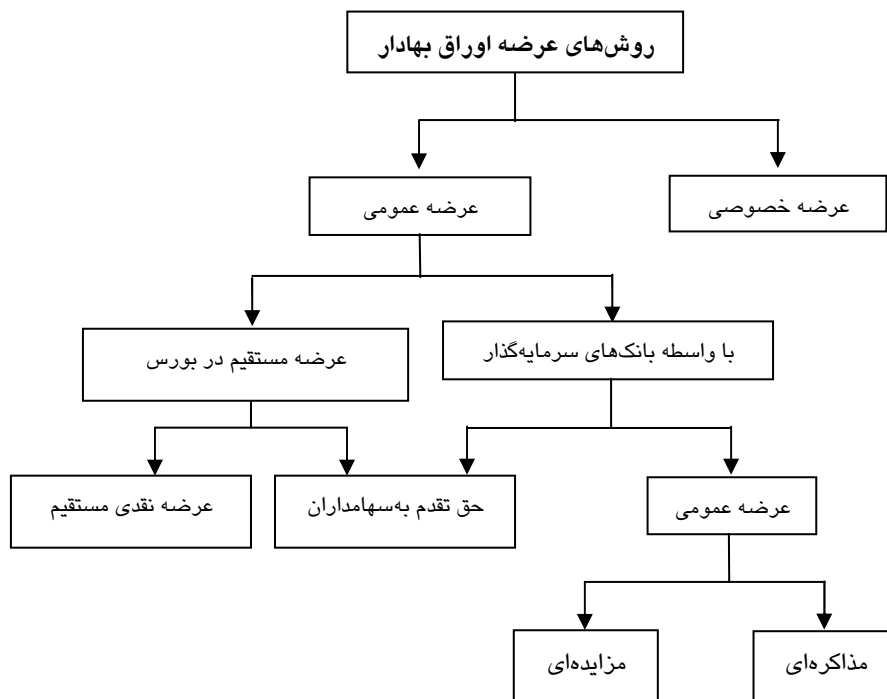
۱. تأمین مالی بنگاه‌های خصوصی از طریق اوراق بهادار

شرکت‌هایی که با کمبود منابع مالی (چه در ابتدای تأسیس و چه در طول عملکرد یا توسعه بنگاه) مواجه‌اند، در کنار برخی روش‌های تأمین مالی مانند وام‌های بانکی (تأمین بیرونی) یا سرمایه‌گذاری مجدد سود (تأمین داخلی) و غیره، می‌توانند از طریق فروش اوراق بهادار، تنگنای تأمین مالی خود را پوشش دهند. این اوراق بهادار بر حسب نوع حق



مالی ایجاد شده (حق در سرمایه یا حق بدهی) با عناوین اوراق مشارکت یا اوراق قرضه شناخته می‌شوند.^۱ که البته بنابر موازین فقهی اسلام، ابزار اوراق قرضه نامشروع تلقی می‌شود. اما روش‌های عمده تأمین مالی شرکت‌ها (از جمله بنگاه‌های کوچک و متوسط) از طریق عرضه اوراق بهادار را در نمودار می‌توان مشاهده نمود.^۲

نمودار ۱. روش‌های تأمین مالی از طریق اوراق بهادار

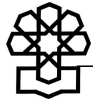


۱. فیوزی، فرانک و دیگران، مبانی بازارها و نهادهای مالی، ترجمه حسین عبده تبریزی، تهران، انتشارات آگه، ۱۳۷۶، ص ۲۶.

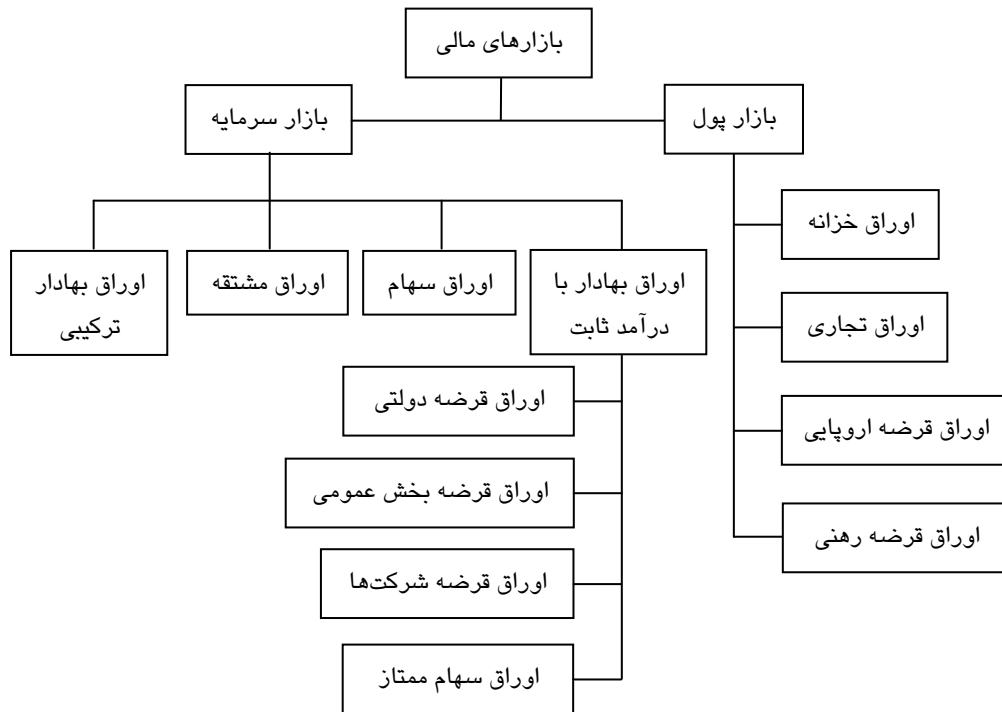
۲. عباسی، ابراهیم، روش‌ها و نظریه‌های انتشار سهام، تهران، انتشارات علمی فرهنگی، ۱۳۸۳، ص ۷۰.



پرسش این تحقیق آن است که چه موانعی بر سر راه بنگاه‌های خصوصی کشور برای استفاده از انتشار اوراق مشارکت جهت تأمین مالی وجود دارد. روشن است که با توجه به مزایایی که روش تأمین مالی از طریق فروش اوراق مشارکت دارد، برای بسیاری از بنگاه‌ها برگزیدن این روش بسیار اقتصادی‌تر و موجب تسهیل و تسریع سرمایه‌گذاری خواهد شد. لازم به ذکر است که در مورد تجربه سایر اقتصادها نیز کشورهایی که دارای بازار سرمایه قوی بوده‌اند، سابقه طولانی در استفاده از این روش داشته‌اند. در بازار بورس لندن، نیویورک و بسیاری از شهرهای اروپایی، انتشار اوراق قرضه یا مشارکت توسط بنگاه‌ها به بیش از ۱۲۰ سال قبل بازمی‌گردد و حجم قابل توجهی از رشد سرمایه‌گذاری و تسهیل ایجاد کسب و کارهای جدید و اشتغالزایی صنایع و شرکت‌های متوسط و بزرگ، با استفاده از فرصت همین روش تأمین مالی صورت می‌گیرد. همچنین رابطه میان ابزارهای مالی در بازار پول و بازار سرمایه را در نمودار ۲ ملاحظه می‌کنید:^۱



نمودار ۲. جایگاه اوراق قرضه خصوصی در میان ابزارهای مالی



بنا بر یک پژوهش در حوزه اوراق قرضه بنگاه‌های خصوصی در جهان، از مجموع ۱۰۰ هزار مورد انتشار اوراق قرضه خصوصی در دهه ۱۹۹۵-۲۰۰۴ بیش از دو سوم آن در ایالات متحده و حدود ۹۰ درصد آن در اروپا و امریکا بوده و تنها ۷۵۰۰ مورد در آسیا و امریکای لاتین ثبت شده که در این میان نیز سهم امریکای لاتین (به دلیل تجربه تاریخی دولت و بازار) پایین‌تر است.^۱ از حجم قابل ملاحظه و کل اوراق بهادار

۱. رحیمی‌فر، مه‌ری، بررسی عملکرد اقتصادی انتشار اوراق مشارکت در ایران، تهران، معاونت اقتصادی وزارت امور اقتصادی، ۱۳۸۲، ص ۴۵.

1. Matias Braun (2005) "the development of bond markets around the world", VCAL School of management, p. 5



منتشره در سطح جهان، نیمی از آن به اوراق بهادار بخش دولتی و عمومی اختصاص دارد و از نیم دیگر که متعلق به بخش خصوصی است، حدود سه چهارم به بنگاه‌های بخش مالی^۱ مربوط می‌شود. نکته آن‌جاست که متناسب با درجه دولتی‌تر بودن اقتصاد، سهم انتشار اوراق توسط بخش خصوصی کاهش می‌یابد به نحوی که ۶۸ درصد اوراق منتشره بخش دولتی و عمومی جهان، در کشورهای در حال توسعه ثبت شده که نسبتاً میزان حضور و مداخله دولت در آن‌ها بالاتر است.^۲ البته در اوراق بخش خصوصی، سهم بنگاه‌های تولیدی و سرمایه‌گذاری (به نسبت بخش مالی) در کشورهای در حال توسعه بزرگ‌تر از کشورهای پیشرفته است. در جدول ۱ آمار اقتصادهای منتخب در انتشار اوراق قرضه بخش خصوصی را می‌توان ملاحظه نمود:

جدول ۱. آمار انتشار اوراق قرضه خصوصی در دوره ۱۹۹۵-۲۰۰۴

تعداد	کشور منتشر کننده	مبلغ کل (میلیون دلار)	میزان فروش داخلی
۱	استرالیا	۳۴۴۶۴۲	۳۱۰۰۰۰
۲	برزیل	۸۱۰۵۶	۴۲۰۰۰
۳	کانادا	۲۹۴۶۶۱	۱۲۴۰۰۰
۴	آلمان	۱۶۴۹۶۳۶	۱۲۳۴۰۰۰
۵	چین	۱۰۰۵۹	۵۰۰۰
۶	هنگ‌کنگ	۱۰۳۷۰۹	۴۲۰۰۰
۷	اندونزی	۱۶۲۵۰	۸۰۰۰
۸	مالزی	۲۹۰۳۰	۲۵۰۰۰

1. Financial sector issuers

۲. همان، ص ۶.



تعداد	کشور منتشر کننده	مبلغ کل (میلیون دلار)	میزان فروش داخلی
۹	نروژ	۶۵۲۹۵	۳۰۰۰
۱۰	سنگاپور	۴۴۸۴۷	۱۹۰۰۰
۱۱	امریکا	۹۸۳۷۴۲۶	۸۷۸۴۰۰۰
۱۲	ونزوئلا	۲۸۳۰	۱۰۰۰

مأخذ: SDC Platinum.

۲. تاریخچه انتشار اوراق قرضه و مشارکت در ایران

درباره تاریخچه انتشار اوراق بهادار (قرضه) در ایران باید گفت که اجازه انتشار اسناد خزانه و اوراق قرضه از سال ۱۳۲۰ به موجب اصلاح قانون بودجه سال همان سال به دولت واگذار شد.^۱ از آن دوره تا سال ۱۳۴۸ که قانون انتشار اوراق قرضه و اسناد خزانه در مجلس به تصویب رسید، گونه‌های مختلفی از اسناد و اوراق قرضه بنا به دلایل خاصی منتشر گردید که عمدتاً برای تأمین اهداف عمرانی دولت بود و تنها موارد انگشت‌شماری مانند اوراق قرضه طرح نوسازی عباس‌آباد یا بانک توسعه کشاورزی مستقیماً ماهیت دولتی نداشت. نرخ بهره این اوراق (با مدت یک ماهه تا دو ساله) بین ۳ تا ۵/۵ درصد در نوسان بود.^۲ طبق اسناد امور اعتبارات بانک مرکزی، پس از تصویب قانون انتشار اوراق قرضه طی دوره ۱۳۴۸-۱۳۵۹ در مجموع بیش از ۲۵۰۰ میلیارد ریال اوراق قرضه منتشر گردید.^۳

۱. رحیمی‌فر، مهری، ۱۳۸۲، ص ۶۷.

۲. همان، ص ۷۲.

۳. همان، ص ۸۹.



پس از تصویب قانون عملیات بانکداری بدون ربا در سال ۱۳۶۳، همانطور که انتظار می‌رفت انتشار اوراق قرضه به جهت دارا بودن قید نرخ بهره متوقف گشت. لکن به دلیل تأکید برنامه دوم توسعه مبنی بر استفاده از ابزارهای مالی جدید و متنوع، مقررات ناظر بر انتشار اوراق مشارکت در ۴ تیر ماه ۱۳۷۳ به تصویب شورای پول و اعتبار رسید و آیین‌نامه اجرائی آن نیز در شهریور ماه همان سال توسط بانک مرکزی تهیه گردید.^۱ در این شیوه اوراق مشارکت قابل انتقال به غیر بوده و صاحبان آن نسبت به سهم خود در سود ناشی از اجرای طرح مشارکت دارند. گرچه عمده انتشار اوراق مشارکت در سال‌های برنامه دوم و سوم نیز از سوی نهادهای دولتی یا بخش عمومی مانند شهرداری تهران، وزارت مسکن، وزارت نیرو و غیره بود اما در موارد معدودی نیز بنگاه‌هایی مانند ایران خودرو، شرکت شهرک‌های جدید اندیشه و پرند، شرکت پتروشیمی، شرکت داروسازی زکریای تبریز و شرکت فولاد میبد (با نرخ سود علی‌الحساب متوسط ۱۸ تا ۲۴ درصد) اقدام به انتشار اوراق مشارکت نمودند اما حتی پس از سال ۱۳۷۶ که قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت تصویب شد، مشکل قانونی برای عموم بنگاه‌های غیردولتی و حتی شرکت‌های ثبت شده در سازمان بورس اوراق بهادار وجود داشت (موارد خارج از طرح‌های دولت و شرکت‌های دولتی). در جدول زیر حجم انتشار اوراق مشارکت در سال‌های ۱۳۷۳-۱۳۷۷ را مشاهده می‌کنید:^۲

۱. همان، ص ۹۶.

۲. همان، ص ۱۳۷.



جدول ۲. حجم اوراق مشارکت منتشره در سال‌های مختلف

سال	حجم اوراق مشارکت (میلیارد ریال)
۱۳۷۳	۷۵
۱۳۷۴	۲۲۵
۱۳۷۵	۶۵۰
۱۳۷۶	۲۴۷۱
۱۳۷۷	۲۸۳۰

۳. زمینه‌های حقوقی و قانونی انتشار اوراق مشارکت

براساس چهار مستند قانونی، انتشار اوراق مشارکت از سوی بنگاه‌ها و شرکت‌های سهامی عام هیچ‌گونه منع قانونی نداشته و لوازم حقوقی برای این شرکت‌ها فراهم می‌باشد. مستندات قانونی به شرح زیر است:

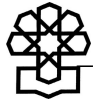
الف) قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت مصوب ۷۶/۶/۳۰ مجلس شورای اسلامی که در ماده (۱) آن تصریح شده «به‌منظور مشارکت عموم در اجرای طرح‌های عمرانی انتفاعی دولت مندرج در قوانین بودجه سالانه کل کشور و طرح‌های سودآور تولیدی و ساختمانی و خدماتی، به دولت و شرکت‌های دولتی و شهرداری‌ها و مؤسسات و نهادهای عمومی و مؤسسات عام‌المنفعه و شرکت‌های وابسته به دستگاه‌های مذکور و همچنین شرکت‌های سهامی عام و خاص و شرکت‌های تعاونی تولیدی اجازه داده می‌شود طبق مقررات این قانون قسمتی از منابع مالی مورد نیاز برای اجرای طرح‌های مذکور را از طریق انتشار و عرضه عمومی اوراق مشارکت



تأمین نمایند.».

ب) قانون تنظیم بخشی از مقررات تسهیل نوسازی صنایع کشور مصوب شهریور ۱۳۸۲ که در ماده (۱۷) آن تصریح شده است: «انتشار اوراق مشارکت (بدون تضمین دولت و بانک مرکزی) برای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس با مجوز بورس اوراق بهادار به منظور استفاده از منابع آن‌ها در طرح‌های نوسازی و توسعه شرکت حداکثر به میزان ۵۰ درصد کل سرمایه‌گذاری ریالی پروژه و تا سقف ۷۰ درصد ارزش ویژه شرکت مجاز است. این اوراق قابل معامله در بورس اوراق بهادار خواهد بود.» (آیین‌نامه این قانون در تاریخ ۷۷/۵/۱۸ توسط هیأت وزیران به تصویب رسید).

ج) آیین‌نامه اجرائی ماده (۱۷) قانون تنظیم بخشی از مقررات تسهیل نوسازی صنایع مصوب ۸۳/۴/۱۷ که شامل ۴۰ ماده، با موضوع مراحل انتشار و پذیرش اوراق مشارکت توسط شرکت‌های سهامی بورس (به شرط آن‌که تنها به خرید و فروش اوراق بهادار اشتغال نداشته باشند) می‌باشد. براین اساس شرکت‌های سهامی بورس چنانچه حداقل دو سال پیاپی زیان‌ده نباشند، می‌توانند با تأیید هیأت پذیرش و بدون ضمانت دولت اقدام به انتشار اوراق مشارکت نمایند. متقاضیان انتشار اوراق مشارکت باید فرم‌های تهیه شده از سوی سازمان بورس را به همراه گزارش امکان‌سنجی فنی، اقتصادی و مالی طرح‌های نوسازی و توسعه شرکت را به همراه صورت‌های مالی سالانه به سازمان بورس تحویل دهند. هیأت نظارت بر بورس موظف است ظرف ۴۵ روز با بررسی مدارک، نظر خود را در مورد صدور مجوز انتشار اوراق مشارکت اعلام کند.



د) قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران در فصل سوم و مواد (۲۰) تا (۲۷) آن، اجازه انتشار اوراق مشارکت را با مجوز سازمان بورس تأیید نموده است. براساس ماده (۲۰) عرضه عمومی اوراق بهادار در بازار اولیه منوط به ثبت نزد سازمان بورس است.

۴. موانع مالی و اقتصادی بنگاه‌ها برای انتشار اوراق مشارکت

بنابر مستندات فوق به نظر می‌رسد خلأ قانونی جهت استفاده از ظرفیت بازار سرمایه و بازار بورس برای شرکت‌های سهامی عام وجود ندارد. از این رو در ادامه به برخی از مهم‌ترین موانع استفاده بنگاه‌های اقتصادی به‌ویژه بنگاه‌های کوچک و متوسط اشاره می‌کنیم:

۴-۱. موانع قانونی

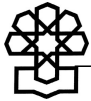
گرچه قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت در سال ۱۳۷۶ به تصویب مجلس شورای اسلامی رسید اما آیین‌نامه اجرائی آن در سال ۱۳۷۷ و همچنین سوابق و مجوزهای آن تا پیش از قانون سال ۱۳۸۲ مختص به طرح‌های انتفاعی و عمرانی دولت یا شرکت‌ها و مؤسسات وابسته بود و تنها در قانون تنظیم مقررات تسهیل نوسازی صنایع و آیین‌نامه آن در سال ۱۳۸۲ بود که این امکان برای شرکت‌های سهامی عام و شرکت‌های ثبت شده در بورس اوراق بهادار، فراهم گردید. بنابراین علت عدم استفاده از این ظرفیت تا این سال عمدتاً به عدم شفافیت قانون و تنظیم آیین‌نامه اجرائی



برمی‌گردد. اما در حال حاضر برای انتشار اوراق مشارکت جهت تأمین و مشارکت مالی، تنها شرکت‌های سهامی عام این امکان را دارند و شرکت‌های سهامی خاص و تعاونی تولیدی (که در قانون سال ۷۶ ذکر شده‌اند) براساس آیین‌نامه‌های موجود تنها در طرح‌های عمرانی که مستقیم یا غیرمستقیم وابسته به شرکت‌های دولتی یا نهادهای عمومی باشند، امکان انتشار اوراق را خواهند داشت. از سوی دیگر عمده **بنگاه‌های کوچک و متوسط** و حتی بسیاری از بنگاه‌های بزرگ اقتصادی در کشور ما، جزء **شرکت‌های سهام عام پذیرفته شده یا ثبت شده در بورس جای نمی‌گیرند**. از این رو حتی پس از قانون سال ۱۳۸۲ نیز امکان انتشار قانونی اوراق مشارکت را ندارند (در مورد شرکت‌های سهامی خاص نمی‌توان اوراق مشارکت منتشر نمود گرچه در دیگر اقتصادها تأمین مالی آن‌ها از طریق انتشار اوراق قرضه وجود دارد که در ایران با محدودیت قانونی و شرعی مواجه است). بنابراین از جهت محدودیت قانونی تنها می‌توان امکان انتشار اوراق مشارکت را برای تمامی شرکت‌های سهامی عام (حتی شرکت‌های غیربورسی) فراهم نمود که البته از جهت ضمانت صحت عملکرد و ریسک‌های احتمالی، باید با احتیاط زیاد پیش رفت.

۲-۴. تنگناهای عرضه اوراق

یک دلیل دیگر برای عدم استفاده از ابزار اوراق مشارکت، آن است که **ریسک اعتباری بالایی برای اجازه دادن مراحل انتشار و عرضه اوراق (برای این شرکت‌ها) وجود دارد**. اولاً اگر طبق آیین‌نامه سال ۱۳۸۳ انتشار اوراق بخواهد بدون ضمانت دولت انجام گیرد، بسیاری از شرکت‌های سهامی عام (چه رسد به بنگاه‌های کوچک و



متوسط) با معضل اعتبار مواجه‌اند یعنی بانک‌های دولتی با توجه به کمبود و تنگنای منابع در سال‌های اخیر، ضمانت اصل و سود این اوراق را بر عهده نمی‌گیرند در حالی‌که برای پروژه‌ها و شرکت‌های عظیم دولتی، یکی از وزارتخانه‌ها یا سازمان مدیریت این اعتبار را برای شبکه بانکی فراهم می‌آورند. ثانیاً انتشار اوراق طبق قانون باید با مجوز سازمان بورس اوراق بهادار باشد و مسؤولان بورس با توجه به حفظ ثبات بازار به گونه‌ای تصمیم می‌گیرند که اوراق بهادار منتشره، موجب افزایش ریسک بازار سرمایه نشود. این دو مشکل در بخش عرضه و انتشار اوراق، موجب شده که پس از تصویب قوانین فوق نیز تعداد بسیار معدودی از شرکت‌های سهامی اجازه انتشار اوراق مشارکت پیدا کنند (البته در این مورد استفاده از پشتوانه بانک‌های خصوصی یا مؤسسات مالی، می‌تواند تا حدی راهگشا باشد).

۳-۴. ضعف تقاضای اوراق

دلیل دیگر عدم استفاده از ظرفیت اوراق مشارکت شرکت‌ها ناشی از کاستی‌های طرف تقاضا است. به عبارت دیگر تجربیات معدودی که درباره شرکت‌ها یا طرح‌های غیردولتی وجود داشته نشانگر آن است که این گزینه‌ها با وضعیت کنونی **جذابیت چندانی برای پس‌اندازکنندگان ندارند**. این میل و کشش اندک تقاضا، ممکن است تحت تاثیر عدم وجود ضمانت کافی برای سرمایه‌گذاری‌های مزبور (مخاطره بالا) و یا به پایین بودن بازده و سود واقعی مربوط شود. به عنوان نمونه اوراق مشارکت توسعه سرمایه‌گذاری شرکت ایران خودرو در پروژه سمند مشهود، با وجود نرخ سود اسمی ۱۹ درصد که در آن زمان از نرخ اوراق بانک مرکزی نیز بالاتر بود، با استقبال



ضعیفی مواجه شد. این در حالی است که شرکت ایران خودرو از اعتبار بالا و مخاطره کمی برخوردار بود. البته راهکارهایی مانند اصلاح فرهنگ پس‌انداز با حذف جایگزین‌های سفته‌بازانه، پرداخت سود به صورت فصلی (به جای شیوه پرداخت کنونی که در مورد این شرکت‌ها سالانه است) یا زمان انتشار اوراق یا سایر عوامل، در افزایش استقبال و تقاضای عمومی مؤثر است.

۴-۴. جذابیت روش‌های دیگر

علت دیگر عدم استفاده از ابزار اوراق مشارکت توسط شرکت‌ها، مزیت‌هایی است که در استفاده از روش‌های جایگزین تأمین مالی وجود دارد. گرچه تا سال ۱۳۸۳ سود پرداختی برای تسهیلات بانکی بالاتر از نرخ سود اوراق مشارکت بود (که با توجه به مقررات دو سال اخیر از جهت اقتصادی نیز بنگاه‌ها به طرف منابع بانکی هدایت می‌شوند) اما عوامل متعددی موجب پرهیز شرکت‌ها و بنگاه‌ها، از تبدیل شدن به سهامی عام و پذیرفته شدن در بورس و در نتیجه امکان استفاده از اوراق مشارکت می‌گردید. مناسب نبودن فضای بازار سرمایه کشور از زمان تصویب آیین‌نامه سال ۱۳۸۳ تاکنون و رشد منفی شاخص‌های بورس، آزادی عمل و تصمیم‌گیری بنگاه در شرایط غیربورسی، تشدید دشواری‌های اداری و حسابداری برای شرکت‌ها، کم‌تر متأثر شدن از سیاست‌های پولی و مالی دولت و بانک مرکزی (و نهادهای تصمیم‌گیرنده در مورد بازار سرمایه) و در نتیجه کاهش ریسک‌های برونزا و بازار، و میل به عدم شفافیت مالی و بهره‌گیری از رانتهای اقتصادی از جمله عواملی هستند که انگیزه درخواست پذیرش شرکت‌ها در بازار بورس را متأثر می‌کردند.



۴-۵. نقصان اطلاعاتی

به‌عنوان دلیل دیگر می‌توان به ضعف‌های ساختاری مانند عدم قوت و انعطاف بازار سرمایه و عدم دسترسی به آن در نقاط مختلف کشور یا عدم اطلاع‌رسانی برای تولیدکنندگان و آگاهی نداشتن از فرصت‌های تأمین مالی که در قوانین وجود دارد، نام برد. این ناآگاهی (که هم ناشی از ضعف نظام اطلاع‌رسانی اقتصادی است و هم متأثر از تعدد و پیچیدگی قوانین) تا حدی است که ماهنامه رسمی سازمان مدیریت صنعتی کشور در سال ۱۳۸۴ پیشنهاد می‌دهد که امکان قانونی انتشار اوراق مشارکت برای شرکت‌های سهامی بورس فراهم آید (نشریه تدبیر شماره ۱۴۰) در حالیکه در آن زمان دو سال از تصویب این قانون گذشته است.

۵. توصیه‌ها

با استناد به نتایج دو بخش اخیر تحقیق یعنی مطالعه زمینه قانونی و موانع اقتصادی و سیاستی عدم تأمین مالی بنگاه‌ها از طریق انتشار اوراق مشارکت، توصیه‌های زیر به عنوان چکیده تحقیق ارائه می‌شود:

الف) از بعد حقوقی و قانونی نیازی به وضع مقررات جدید برای شرکت‌های سهامی عام نیست زیرا با تأیید هیأت نظارت بورس می‌توان اقدام به عرضه اوراق مشارکت نمود. اما درخصوص بنگاه‌های کوچک و متوسط پیشنهاد می‌شود: اولاً برای استفاده از روش انتشار اوراق در بورس، زمینه تبدیل بنگاه‌های فوق به شرکت‌های سهامی و استفاده از قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت فراهم آید یا آنکه هیأت نظارت بر



بورس مجاز باشد با بررسی طرح توجیهی و استفاده از وثیقه یا بیمه، اجازه انتشار اوراق مشارکت را به این بنگاه‌ها بدهد. ثانیاً برای استفاده از روش انتشار اوراق توسط بانک‌های سرمایه‌گذاری، بانک‌های خصوصی و مؤسسات مالی تشویق به پشتیبانی از اوراق منتشره توسط بنگاه‌های کوچک شوند و دولت مبالغی را جهت جبران ریسک یا ضرر احتمالی نهادهای پشتیبان تخصیص دهد. این مسأله تا حدی مشکل اعتباری بنگاه‌ها را جبران می‌نماید.

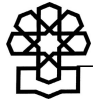
ب) تمام راهکارهایی که به اصلاح چرخه ناسالم پس‌اندازها در کشور منجر می‌شود و می‌تواند نقش مؤثری در تقویت بازار سرمایه ایجاد نموده و چشم‌انداز مثبتی از روند سرمایه‌گذاری در بورس اوراق مشارکت شرکت‌های کوچک فراهم سازد. البته لازم است ستادی در بازار سرمایه، اطلاع‌رسانی سریع و شفاف را برای بنگاه‌های کوچک و متوسط بر عهده گیرد.

ج) پیشنهاد می‌شود مقدمات انتشار اوراق سرمایه‌گذاری توسط مؤسسات اعتباری و بانک‌های خصوصی فراهم شود؛ وظیفه این مؤسسات ارزیابی، حمایت و انتشار اوراق مشارکت مدنی برای بنگاه‌های کوچک و متوسط است.

بدیهی است نرخ حق‌الوکاله این اوراق توسط شورای پول و اعتبار تعیین گردیده و مؤسسات اعتباری پس از تأمین وثیقه با هر میزان سود علی‌الحسابی که بنگاه‌ها تعیین می‌نمایند مبادرت به انتشار این اوراق خواهند نمود. آیین‌نامه تفصیلی این راه کار باید مورد بررسی و تصویب شورای پول و اعتبار قرار گیرد.

د) الحاق یک ماده به طرح قانونی رفع موانع تولید و سرمایه‌گذاری

ماده الحاقی: به منظور جریان یافتن نقدینگی سرگردان بخش خصوصی به سمت



بنگاه‌های تولیدی نیازمند نقدینگی (برای احداث کارگاه جدید، تجهیز خطوط تولید جدید و دیگر نیازهای جاری و سرمایه‌گذاری)، ایجاد اطمینان و اعتماد در قراردادهای مالی - اعتباری بین صاحبان سرمایه‌های نقدی و تولیدکنندگان بخش خصوصی و هدایت این قراردادها در چارچوب شرع و قانون، وزارت امور اقتصادی و دارایی مکلف است سازوکاری را تدوین و عملیاتی کند که به موجب آن، کلیه شرکت‌های سهامی خاص و عام ایرانی بتوانند با ارائه طرح توجیهی، در چارچوب عقود اسلامی، اوراق مشارکت منتشر و به داوطلبان مشارکت مالی در طرح خود عرضه کنند.

تبصره «۱» - وزارت امور اقتصادی و دارایی مکلف است با تعیین یک نهاد مالی مسئول، (اعم از سازمان بورس اوراق بهادار یا دیگر نهادهای مالی - اعتباری)، زمینه‌های لازم برای هدایت سرمایه‌های نقدی بخش خصوصی به سمت تولیدکنندگان دارای طرح توجیهی در قالب انتشار اوراق مشارکت را فراهم آورد.

تبصره «۲» - نهادهای مسئول تعیین شده از طرف وزارت امور اقتصادی و دارایی مکلف است فرم تیپ حاوی اطلاعات لازم برای تدوین طرح‌های توجیهی متقاضی جذب سرمایه‌های بخش خصوصی را تدوین و در اختیار شرکت‌های تولیدی متقاضی قرار دهد.

تبصره «۳» - نهاد مالی موضوع این ماده موظف است طرح‌های توجیهی شرکت‌های متقاضی جذب نقدینگی بخش خصوصی به وسیله انتشار اوراق مشارکت را در اسرع وقت و با حداقل تشریفات، رسیدگی و نتیجه رسیدگی خود را به صورت درجه‌گذاری هم طرح (برحسب ریسک بازگشت سرمایه و احتمال سودآوری طرح) به عموم اعلام کند.



منابع و مآخذ

۱. مجموعه قوانین و مقررات کشور، تهران، انتشارات روزنامه رسمی جمهوری اسلامی ایران، ۱۳۸۳.
۲. مجموعه قوانین و مقررات کشور، تهران، انتشارات روزنامه رسمی جمهوری اسلامی ایران، ۱۳۷۶.
۳. فیوزی، فرانک و دیگران، مبانی بازارها و نهادهای مالی، ترجمه دکتر حسین عبده تبریزی، تهران، انتشارات آگه، ۱۳۷۶.
۴. عباسی، ابراهیم، روش‌ها و نظریه‌های انتشار سهام، تهران، انتشارات علمی فرهنگی، ۱۳۸۳.
۵. رحیمی‌فر، مه‌ری، بررسی عملکرد اقتصادی انتشار اوراق مشارکت در ایران، تهران، معاونت اقتصادی وزارت امور اقتصاد و دارایی، ۱۳۸۳.
۶. ورجاوند، پرویز، ارزیابی مثبت از فروش اوراق مشارکت توسط بخش خصوصی، نشریه دنیای اقتصاد، ۸۱/۱۰/۲۴.
۷. شمشیری، احسان، اوراق مشارکت راهکار فراموش‌شده تأمین مالی بخش خصوصی، نشریه آسیا، ۸۱/۱۰/۴.
۸. ایمانی‌راد، خروج انتشار اوراق مشارکت از انحصار دولت به تقویت بخش خصوصی می‌انجامد، نشریه اخبار، ۷۸/۷/۲۸.
9. Matias Braun. The development of bond markets around the world. UCAL school of management (2005)



تبصره «۴» - نهاد مالی موضوع این ماده با همکاری بیمه مرکزی ایران مکلفاند سازوکار بیمه کردن طرح‌های تولیدی و اوراق مشارکت منتشره هر شرکت را با حداقل تشریفات تدوین و عملیاتی نمایند.



شناسنامه گزارش

شماره مسلسل: ۷۸۳۹

عنوان گزارش: بررسی دلایل عدم انتشار اوراق مشارکت توسط بنگاه‌های کوچک، متوسط و بزرگ خصوصی در ایران (ویرایش دوم)

Report Title: "The Assessing about Restrictions of bonds issue by Samal Medium and Large Private Interprises, Case Study Iran"

نام دفتر: مطالعات اقتصادی

تهیه و تدوین: سیداحسان خاندوزی

ناظر علمی: حسین حشمتی

متقاضی: لطفا... فروزنده (قائم مقام مرکز پژوهش‌ها)

ویراستار ادبی: —

واژه‌های کلیدی و معادل انگلیسی آن‌ها:

۱. اوراق قرضه (Bonds)

۲. موانع اقتصادی (Economic Restrictions)

۳. موانع مالی (Financial Restrictions)

۴. تقاضای اوراق قرضه (Bond Demand)

منابع و مآخذ تهیه گزارش:

در انتهای گزارش درج شده است.