

آسیب شناسی فقهی، اقتصادی و مالی انتشار اوراق مشارکت در ایران

سید عباس موسویان^۱ / ابوذر سروش^۲

چکیده

یکی از مهمترین ابزارهای مالی بازارهای پول و سرمایه در اقتصاد سرمایه‌داری، اوراق قرضه است. تأمین مالی شرکت‌ها، کاهش کسری بودجه وزارتخانه‌ها و شهرداری‌ها در اجرای طرح‌های ملی و عمرانی و نیز اجرای سیاست‌های پولی از طریق عملیات بازار باز، بخشی از کاربردهای این ابزار محسوب می‌گردد.

ماهیت ربوی این ابزار چالش مهمی برای بازارهای پول و سرمایه کشورهای اسلامی به وجود آورده بود. خلاء حاصل از حذف اوراق قرضه، متفکران مسلمان را بر آن داشت تا با مراجعه به آموزه‌های اقتصادی اسلام، به طراحی ابزارهای مالی اسلامی (صکوک) روی آورند. یکی از نتایج این تلاش‌های علمی، ابداع اوراق مشارکت است. بررسی عملکرد اوراق مشارکت در ایران نشان می‌دهد اگرچه هدف اولیه مورد نظر طراحان تا حدودی تحقق یافته، اما استفاده گسترده‌تر از این ابزار نیازمند آسیب‌شناسی همه‌جانبه و بازنگری دقیق آن است. پژوهش حاضر مبتنی بر روش پیمایشی و نیز تحلیل سلسه مراتبی است که در آن از مطالعات کتابخانه‌ای استفاده شده است.

واژگان کلیدی: ابزارهای مالی اسلامی، اوراق مشارکت، تأمین مالی، سیاست پولی.

طبقه‌بندی موضوعی: K22, G12

۱. دانشیار پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی

۲. دانشجوی دکتری مدیریت مالی دانشگاه تهران

۱- مقدمه

بازارهای مالی وظیفه پشتیبانی از بخش واقعی اقتصاد را بر عهده دارند تا شرایط لازم جهت توسعه و رشد پایدار اقتصادی را فراهم نمایند. حمایت این بازارها از بخش واقعی اقتصاد در قالب روش‌های مختلف تأمین مالی و پوشش ریسک صورت می‌پذیرد. بطور معمول بازار پول متولی تأمین مالی کوتاه‌مدت و بازار سرمایه متولی تأمین مالی بلندمدت است و این مهم به کمک ابزارهای مالی انجام صورت می‌گیرد.

کشورهای اسلامی که فعالیت‌های خود را در قالب اصول شریعت انجام می‌دهند امکان استفاده از ابزارهای ربوی به ویژه اوراق قرضه را ندارند و از این رو از ابزارهای مالی اسلامی یاری می‌جویند. سابقه استفاده از ابزارهای مالی در نظام اسلامی به حوزه بانکداری اسلامی برمی‌گردد. تجربه موفق این حوزه که به حدود ۴ دهه قبل باز می‌گردد سبب شد تا اندیشمندان و محققین حوزه بازار سرمایه نیز در اقدامی مشابه، به طراحی ابزارهای مالی مطابق با شریعت مبادرت ورزند. در این زمینه تلاش‌های متعددی صورت گرفت تا اینکه در سال ۱۳۷۳ جمهوری اسلامی ایران برای نخستین بار اقدام به طراحی و انتشار اوراق مشارکت به عنوان اولین ابزار کاملاً مطابق با شریعت نمود.

بی‌تردید در طراحی و انتشار هر ابزار مالی چالش‌های زیادی وجود دارد. توجه دقیق به ابعاد مختلف یک ابزار مالی شامل ابعاد طراحی مالی، فقهی، حقوقی، ریسک، حسابداری و مالیاتی از اهمیت ویژه‌ای برخوردار می‌باشد. حال که بیش از ۱۶ سال از انتشار نخستین اوراق مشارکت در ایران می‌گذرد، بررسی و بازنگری فرآیند انتشار این اوراق ضروری به نظر می‌رسد.

بررسی عملکرد انتشار اوراق مشارکت نشان می‌دهد اگرچه اهداف اولیه مورد نظر در زمینه مشارکت عمومی در سرمایه‌گذاری‌ها، تأمین مالی طرح‌های عمرانی دولت، تأمین مالی طرح‌ها و پروژه‌های بنگاه‌های خصوصی و مدیریت نقدینگی توسط بانک مرکزی تا حدودی تحقق یافته است؛ اما استفاده گسترده‌تر از این ابزار نیازمند آسیب‌شناسی همه‌جانبه و بازنگری دقیق آن می‌باشد.

بنابراین هدف این پژوهش آسیب‌شناسی فقهی، اقتصادی و مالی اوراق مشارکت با تأکید بر عملکرد این ابزار مالی مطابق با فقه امامیه و قوانین و مقررات ایران می‌باشد تا با اصلاح آسیب‌ها و ترمیم خلاءها، به گسترش این ابزار نوین مالی کمک نمایم.

۲- ادبیات موضوع

دهه ۱۹۹۰، همزمان با گسترش ساختارهای گوناگون معامله‌های مالی به وسیله بانک‌های اسلامی، ایده استفاده از ابزارهای اسلامی بازار سرمایه نیز قوت گرفت. به موازات این تحقیقات، کارشناسان فقهی و مالی ایران نیز به فکر طراحی ابزار جدیدی افتادند که با رعایت ضوابط شرعی، خلأ حذف ابزارهای ربوی را پر کند. بدین منظور در دومین همایش بانکداری اسلامی پیشنهادی ارائه شد (موسسه علوم بانکداری ایران، ۱۳۷۱: ۷۰) که با مطالعه‌های کارشناسی به طراحی و انتشار نخستین اوراق مشارکت در سال ۱۳۷۳ منتهی گردید و شهرداری تهران در جایگاه ناشر، نخستین اوراق مشارکت را به میزان ۲۵۰ میلیارد ریال، جهت اجرای طرح نواب منتشر نمود (اداره اعتبارات بانک مرکزی، ۷۳).^۱

اولین مقررات ناظر بر انتشار اوراق مشارکت نیز در تاریخ ۱۳۷۳/۴/۴ توسط بانک مرکزی تهیه و به تصویب شورای پول و اعتبار رسید و جایگزین مقررات مربوط به اوراق قرضه گردید. در پی مطالعات نسبتاً گسترده سازمان برنامه و بودجه، سازمان بورس و اوراق بهادار تهران، بانک مرکزی و وزارت مسکن و شهرسازی، در برنامه دوم توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی کشور (۱۳۷۴-۱۳۷۸) انتشار اوراق مشارکت به عنوان یکی از روش‌های کارآمد سیاست‌های پولی و مالی مد نظر قرار گرفت. با این حال، در متن و تبصره‌های ماده واحده قانون برنامه، جز در مورد اوراق مشارکت مسکن، پیش‌بینی دیگری نشده بود. در طول این برنامه موارد استفاده از اوراق مشارکت گسترش یافت و امور دیگری مانند اجرای طرح‌های بزرگ ساختمانی و تأمین مالی طرح‌های توسعه عمومی و خصوصی را در بر گرفت (علی‌مدد، ۱۳۸۵: ۱۴).

در آن زمان تعدد مقررات ناظر بر انتشار اوراق مشارکت، فقدان اقتدار قانونی کافی در مراجع تصویب‌کننده مقررات مزبور، وجود ابهامات مختلف در مقررات به ویژه مقررات مالیاتی، سود و قابلیت تبدیل اوراق و لزوم تدوین قانونی که مسائل مربوط به اوراق مشارکت را در قلمرو قوانین تجاری، بانکی و پولی کشور معین و مقرر دارد تشدید کرد. در نتیجه، لایحه انتشار اوراق مشارکت در سال ۱۳۷۴ توسط دولت تهیه و به مجلس شورای اسلامی تقدیم شد. و سرانجام در مهرماه سال ۱۳۷۶، قانون «نحوه انتشار اوراق مشارکت» از تصویب مجلس گذشت. پس از آن آیین‌نامه اجرایی این قانون

۱. به علت عدم اطلاع محققان حوزه مطالعات مالی اسلامی از این ابداع ایران، ایده استفاده از ابزارهای اسلامی بازار سرمایه را به اوایل سال‌های ۱۹۹۷ (سه سال پس از انتشار اوراق مشارکت ایران) نسبت می‌دهند. در بسیاری از کتب و مقالات ایده انتشار ابزارهای مالی اسلامی را به حنف (۱۹۹۷)، الگاری (۱۹۹۷)، زرقا (۱۹۹۷)، حق و عباس (۱۹۹۹)، نسبت می‌دهند (Monzer Ghahf, 2008).

نیز با همکاری مشترک وزارت امور اقتصادی و دارایی، بانک مرکزی، سازمان مدیریت و برنامه ریزی، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران و سازمان بورس اوراق بهادار تهران در ۳۸ ماده تهیه و به تصویب هیئت وزیران رسید و بدین ترتیب مجموعه کاملی از قوانین فراهم شد. به موجب این قوانین نهاد ناظر انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی بود (قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت، ۱۳۷۷).

در سال ۱۳۸۴ با تصویب قانون بازار اوراق بهادار نقش بانک مرکزی و سازمان بورس و اوراق بهادار به عنوان دو نهاد ناظر بازار پول و سرمایه در حوزه اوراق مشارکت کاملاً از یکدیگر مجزا گردید و زمینه را برای تامین مالی شرکت های خصوصی و تعاونی از این روش بهبود یافت. بدین طریق بود که مجوز انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی، دولت، شهرداری ها و بانک ها بر عهده بانک مرکزی و سایر اشخاص حقوقی بر عهده سازمان بورس و اوراق بهادار قرار گرفت (قانون بازار اوراق بهادار، ۱۳۸۴).

در چند سالی که از پیدایش اوراق مشارکت به عنوان یک ابزار تأمین مالی می گذرد، دولت و دستگاه های مختلفی اعم از عمومی و خصوصی با کسب مجوزهای لازم به انتشار اوراق مشارکت اقدام کرده اند. روند انتشار اوراق از نظر تعداد و حجم انتشار نیز صعودی بوده است. اوراق مشارکت گرچه از جهت نوع رابطه حقوقی و تعیین سود، متفاوت از اوراق قرضه است اما از جهت تأمین مالی طرح های اقتصادی و پرداخت سود به صاحبان اوراق و قابلیت فروش در بازار ثانویه جایگزین مناسبی برای اوراق قرضه شمرده شد و به جهت استقبال خوب مردم، رشد چشمگیری داشت؛ به طوری که در فاصله سال های ۱۳۷۳ تا پایان سال ۱۳۸۹، بیش ۳۱۹،۳۹۹ میلیارد ریال اوراق مشارکت در کشور به فروش رفته است.

۳- پیشینه تحقیق

امروزه اوراق مشارکت به عنوان صکوک مشارکت یکی از مهمترین ابزارهای مالی اسلامی در بسیاری از کشورها منتشر می شود. انتشار این اوراق سبب شده است تا تحقیقات داخلی و خارجی زیادی در این زمینه صورت پذیرد. در این زمینه می توان به تحقیقات زیر اشاره کرد.

شهرآبادی (۱۳۷۴) اقدام به بررسی و ارائه مدلی برای انتشار اوراق مشارکت نموده و در این زمینه از سازوکار اوراق قرضه متعارف استفاده کرده است. هدف اصلی وی از طراحی این ابزار، کمک به اجرای سیاست های پولی می باشد. هادوی تهرانی (۱۳۷۸) ضمن مقایسه این ابزار با اوراق قرضه، از جنبه فقهی اوراق مشارکت را مورد بررسی قرار داده و ملزومات اجرای صحیح این اوراق را متذکر

شده است. علی‌مدد (۱۳۸۰) به بررسی استانداردهای حسابداری و مقررات انتشار اوراق مشارکت نموده و به صورت کامل نحوه ثبت و انجام امور مربوط به حسابداری این اوراق را تبیین کرده است.

میرمطهری (۱۳۸۱) معامله ثانوی اوراق مشارکت را مورد بررسی و تحلیل قرار داده و به لزوم حضور ابزارهای مالی اسلامی جدید در بازار سرمایه و معامله ثانویه آن اشاره می‌کند. به عقیده وی معامله ثانویه اوراق مشارکت ضمن تامین مالی بلندمدت بنگاه‌های اقتصادی ابزار کارآمدی برای بانک مرکزی در اعمال سیاست‌های پولی می‌باشد. رحیمی (۱۳۸۱) ضمن بررسی تاریخچه و قوانین و مقررات انتشار اوراق مشارکت به بررسی آثار اقتصادی انتشار این اوراق پرداخته راهکارهایی را جهت رفع مشکلات این اوراق بیان نموده است. موسویان (۱۳۸۶) ضمن بیان تاریخچه اوراق مشارکت، به تبیین ارکان، ویژگی‌ها و آثار اقتصادی عملکرد انتشار این اوراق پرداخته و در آن به ماهیت فقهی و روابط حقوقی عناصر مربوط توجه نموده و این اوراق را مناسبترین راه تامین کسری بودجه دولت عنوان کرده است. صابری نیا (۱۳۸۷) ضمن بررسی اقسام اوراق مشارکت، به بررسی وجوه شباهت تمایز اوراق مشارکت، اوراق قرضه و سهام نموده و ضمن بررسی فقهی اوراق مشارکت، ابهامات شرعی و حقوقی را پیرامون این اوراق بیان نموده و راه‌حلی را ارائه کرده است. فراهانی (۱۳۸۹) در تحقیق خود ضمن بررسی مشکلات فقهی و اقتصادی اوراق مشارکت، نتیجه می‌گیرد که باید در فرآیند انتشار اوراق مشارکت بازنگری کلی صورت گیرد تا ضمن برطرف کردن مسائل و شبهات شرعی و حقوقی، ابزار مناسبی برای سیاست مالی و پولی فراهم گردد.

ارسلان طریق مدیریت ریسک مالی ساختارهای انواع اوراق بهادار اسلامی را مورد تحلیل قرار داده و ضمن بررسی انواع ریسک و ارتباط آن با ساختارهای مختلف اوراق بهادار اسلامی، به روش‌هایی برای پوشش ریسک این اوراق پرداخته است (Arsalan Tariq, 2004). زهری به بررسی رتبه‌بندی اعتباری اوراق مشارکت پرداخته و عوامل موثر بر ریسک و رتبه اعتباری اوراق مشارکت را تبیین نموده است (Zahari, 2006). محمدالبشیر و محمدالامین ضمن بررسی مطابقت انواع اوراق بهادار اسلامی با شریعت اسلام، اوراق مشارکت را نیز بررسی نموده و مدل‌هایی را برای انتشار این اوراق پیشنهاد کرده‌اند (Al-Bashir, et al., 2007).

تحقیق حاضر درصدد است بعد از تحلیل آسیب‌شناسانه فقهی، اقتصادی و مالی از انتشار اوراق مشارکت در ایران با بهره‌گیری از تجربه داخلی و سایر کشورهای اسلامی، پیشنهادهایی جهت توسعه اصولی این ابزار مالی ارائه کند.

۴- تبیین ماهیت و ساختار اوراق مشارکت ایران

سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی در استاندارد شماره ۱۸ خود که در سال ۲۰۰۲ منتشر شده، اوراق مشارکت را اسناد و گواهی‌های با ارزش یکسانی می‌داند که برای تجمع وجوه لازم جهت راه‌اندازی طرح‌های جدید، توسعه طرح‌های موجود یا تأمین مالی کسب‌وکارهای مبتنی بر مشارکت منتشر می‌شوند. دارندگان اوراق به میزان سهم خود از مشارکت، مالک طرح یا دارایی‌های آن می‌شوند (AAOIFI, 2002).

براساس قانون اوراق مشارکت ایران نیز، اوراق مشارکت، اوراق بهادار با نام یا بی‌نامی است که به قیمت اسمی مشخص برای مدت معین منتشر می‌شود و به سرمایه‌گذارانی که قصد مشارکت در اجرای طرح‌های موضوع انتشار اوراق را دارند واگذار می‌گردد (قانون اوراق مشارکت، ۱۳۷۶). مدت قرارداد مشارکت مشخص است، دارندگان اوراق به نسبت قیمت اسمی و مدت زمان مشارکت، در سود حاصل از اجرای طرح مربوط شریک خواهند بود، سود اوراق را می‌توان انتهای دوره یا با سرسیدهای ماهانه، فصلی یا سالانه پرداخت کرد. از آنجا که اوراق مشارکت اوراق بهاداری است که بیانگر مالکیت مشاع فرد است، می‌توان آن را در بازار ثانویه معامله کرد. بنابراین اوراق مشارکت در گروه ابزارهای مالی انتفاعی با درآمد متغیر قرار دارد و می‌توان از آن برای تأمین مالی انواع پروژه‌هایی که امکان طراحی آن‌ها بر اساس عقد مشارکت وجود دارد استفاده کرد. از همین رو است که در قانون، انتشار این ابزار برای دولت را تنها برای طرح‌های عمرانی - انتفاعی مجاز دانسته است.^۱

تا قبل از تصویب قانون بازار اوراق بهادار در سال ۱۳۸۴، متولی اصلی انتشار اوراق مشارکت در ایران بانک مرکزی بود. پس از تصویب این قانون، ناظر بازار سرمایه از بازار پول جدا شد و بانک مرکزی مسئولیت انتشار اوراق مشارکت شهرداری‌ها و دولت و نیز اوراق مشارکت پولی خود را بر عهده گرفت و انتشار اوراق مشارکت برای سایر اشخاص حقوقی زیر نظر سازمان بورس و اوراق بهادار واگذار گردید. هم‌اکنون مآخذ قانونی انتشار اوراق مشارکت برای هر دو نهاد ناظر، قانون اوراق مشارکت مصوب ۱۳۷۶ می‌باشد.

بر اساس این قانون، ارکان اصلی انتشار اوراق مشارکت عبارتند از:

۱. **ناشر.** دستگاه دولتی یا غیردولتی که مجاز به انتشار اوراق مشارکت است. دولت، شرکت‌های

۱. طرح عمرانی - انتفاعی طرحی است که در مدت معقولی پس از شروع بهره‌برداری علاوه بر تأمین هزینه‌های جاری و استهلاک سرمایه، به تبعیت از سیاست دولت سود متناسبی را نیز عاید نماید (ماده ۱ آیین‌نامه و جزء الف بند ۱۰ ماده ۱ قانون برنامه و بودجه کشور مصوب ۱۳۵۱).

دولتی، شهرداری‌ها، مؤسسه‌ها و نهادهای عمومی غیردولتی، مؤسسه‌های عام‌المنفعه، همچنین شرکت‌های سهامی عام و خاص و شرکت‌های تعاونی تولیدی می‌توانند ناشر اوراق مشارکت باشند. در مدل فعلی اوراق مشارکت، نقش بانی^۱ و ناشر بر عهده یک رکن می‌باشد.

۲. **عامل.** بانکی است که از طرف ناشر نسبت به عرضه اوراق مشارکت برای فروش، پرداخت سود (علی‌الحساب و قطعی)، بازپرداخت اصل مبلغ اوراق در سررسید یا بازخرید آن قبل از سررسید، کسر و پرداخت مالیات اوراق و انجام سایر امور مرتبط، طبق قرارداد عاملیت مبادرت می‌ورزد. تایید گزارش توجیهی فنی - اقتصادی و مالی طرح و اطلاعیه انتشار اوراق مشارکت نیز توسط عامل صورت می‌پذیرد. همچنین در برخی از موارد ضمانت پرداخت اوراق نیز بر عهده عامل می‌باشد.

۳. **امین.** شخص حقیقی یا حقوقی است که به منظور حفظ منافع دارندگان اوراق مشارکت و حصول اطمینان از صحت عملیات ناشر در طرح، نسبت به مصرف وجوه، نحوه نگهداری حساب‌ها و صورت‌های مالی و عملکرد اجرایی ناشر، مستمراً رسیدگی و اظهار نظر می‌نماید.

۴. **حسابرس.** استفاده از حسابرس در فرآیند انتشار اوراق به قانون برنامه دوم توسعه بر می‌گردد که در آن به وزارت مسکن اجازه انتشار اوراق مشارکت داده شده بود. براساس آیین‌نامه اجرایی این قانون بود که حسابرسانی به عنوان امین انتخاب می‌شوند که گزارش وضعیت مالی و عملکرد طرح‌های مورد مشارکت را که هر شش ماه یکبار تهیه و ارائه می‌شود، رسیدگی و نسبت به آن اظهار نظر کنند (آیین‌نامه اجرایی قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت، ۱۳۷۹ و علی‌مدد، ۱۳۸۵: ۱۶).

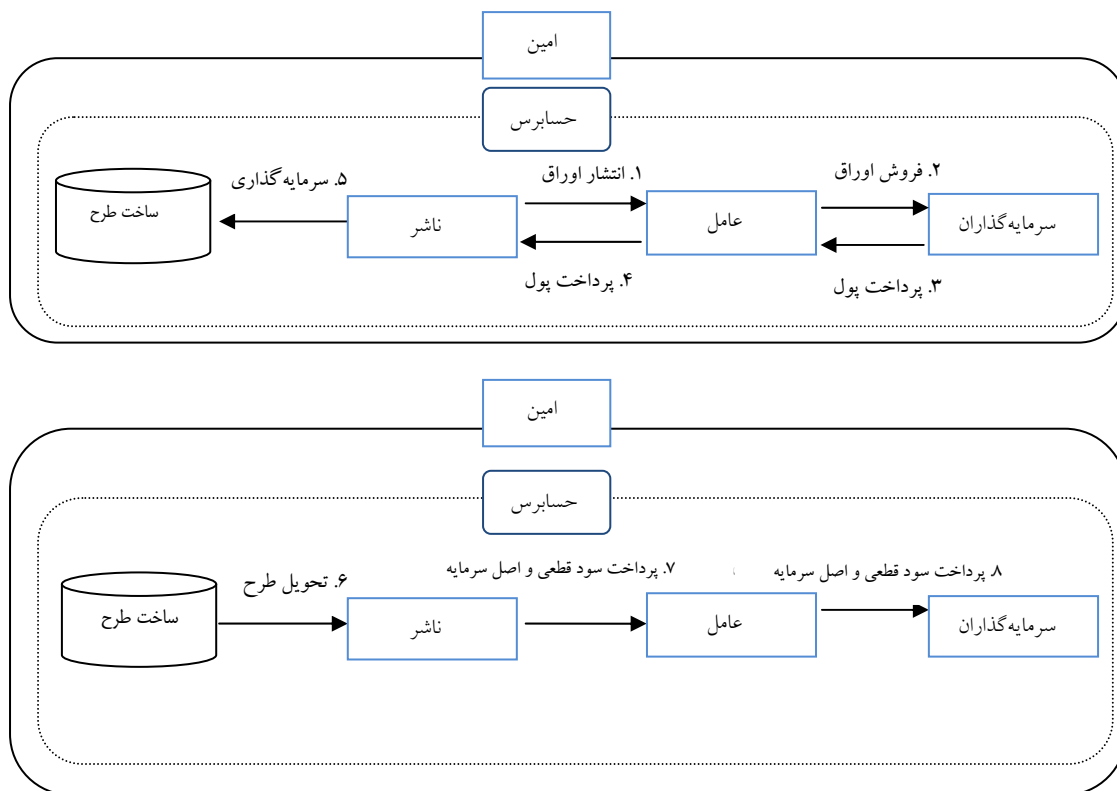
با فروش اوراق مشارکت توسط عامل، رابطه و کالت بین ناشر و خریداران اوراق محقق می‌شود. ناشر به وکالت از طرف خریداران اوراق می‌تواند نسبت به مصرف وجوه حاصل از فروش اوراق جهت اجرای طرح و خرید و فروش هرگونه کالا، خدمت و دارایی مربوط به طرح اقدام نماید. براساس مقررات انتشار اوراق مشارکت، ناشر باید خود نیز در طرح موضوع انتشار اوراق در قالب آورده‌های نقدی یا غیرنقدی سرمایه‌گذاری نماید. بنابراین ناشر علاوه بر وکالت از طرف سرمایه‌گذاران، شریک آن‌ها نیز محسوب می‌شود.

ناشر مکلف است بازپرداخت اصل و سود اوراق را در سررسیدهای مقرر، تعهد نماید و وثایق لازم برای تضمین بازپرداخت اصل و سود متعلق به اوراق را در اختیار عامل قرار دهد و در صورت عدم

۱. Originator در ابزارهای مالی اسلامی به شخص حقوقی گفته می‌شود که اوراق بهادار جهت تأمین مالی وی منتشر می‌شود.

ایفای تعهدات، بانک عامل مکلف است از محل تضمین ناشر رأساً اقدام نماید. در نهایت، پس از تکمیل طرح ناشر آن را از سرمایه گذاران خریداری می کند. بنابراین مدل عملیاتی انتشار اوراق مشارکت به صورت زیر می باشد.

شکل ۱: فرآیند انتشار اوراق مشارکت



در صورت عدم فروش صد درصد اوراق مشارکت در مدت مذکور، نهاد ناظر باید از طریق تمدید مهلت فروش یا طرق دیگر، چگونگی تأمین کسری منابع مورد نیاز طرح را توسط ناشر تعیین نماید. در صورت عدم تأمین کسری منابع توسط ناشر طی مهلت مقرر، نهاد ناظر استرداد وجوه دارندگان اوراق مشارکت را به عامل اعلام می دارد.

بعد از فروش کامل اوراق، ناشر موظف است، سیستم حسابداری مطابق با استانداردهای مورد قبول سازمان حسابرسی را در مورد طرح مورد نظر به طور جداگانه و خارج از سایر عملیات و فعالیت های

خود، اجرا کند. مهمترین دلیل استفاده از سیستم حسابداری مجزا، تعیین دقیق سود مشارکت سرمایه-گذاران است. از این رو امین باید حداکثر شش ماه پس از سررسید نهایی اوراق، مابه‌التفاوت سودهای قطعی و سودهای علی‌الحساب پرداخت شده را محاسبه و پرداخت نماید. اوراق مشارکتی که بر اساس این مدل منتشر می‌شوند سه ویژگی اساسی دارند که عبارتند از:

۱. **مشارکت موقت.** بر اساس قانون اوراق مشارکت، سرمایه‌گذاران برای مدت زمان خاصی متناسب با سررسید اوراق با ناشر شریک خواهند بود، البته برای مشارکت افراد با یکدیگر مدت زمان خاصی ایجاد نشده است، از این رو سرمایه‌گذاران می‌توانند در هر زمان سهم‌الشرکه خود را به فرد دیگری به فروشند.

۲. **مالکیت بدون حق رای.** ماهیت اوراق مشارکت به گونه‌ای است که نه می‌توان آن را ابزار بدهی تلقی کرد و نه می‌توان آنرا همانند سهام در گروه ابزارهای سرمایه‌ای قرار داد زیرا با وجود اینکه سرمایه‌گذاران در فعالیت‌های طرح مشارکت دارند لیکن حق رای ندارند. از این رو باید آنرا به عنوان یک ابزاری که ترکیبی از ابزارهای بدهی و سهام (مانند سهام ممتاز) می‌باشد تلقی کرد.

۳. **سود اوراق مشارکت.** اوراق مشارکت را باید در گروه ابزارهای انتفاعی با سود متغیر طبقه‌بندی کرد زیرا براساس عقد مشارکت، سرمایه‌گذاران در سود و زیان با یکدیگر شریک هستند و بنابراین دارندگان اوراق باید از سود متغیر برخوردار باشند. براساس قانون اوراق مشارکت ناشر می‌تواند سودی را علی‌الحساب به عنوان بخشی از سود مشارکت به سرمایه‌گذاران پرداخت نماید و پس از سررسید، سود قطعی را مشخص و بین سرمایه‌گذاران تقسیم نماید. در سال‌های گذشته از میان طرح‌هایی که از طریق اوراق مشارکت تأمین مالی شده‌اند نرخ سود علی‌الحساب و قیمت‌گذاری نهایی طرح به گونه‌ای بوده که نرخ سود علی‌الحساب از دیدگاه خریداران به عنوان سود پایه و قطعی تلقی شده است (موسویان، ۱۳۸۶: ۴۱۷). دستیابی به سود واقعی نیازمند سیستم حسابداری خاصی برای شرکت است که تنها به ثبت رویدادهای حسابداری مربوط به طرح در قالب یک شرکت نماید تا در هر لحظه و زمان امکان بررسی مالی و اقتصادی طرح موضوع انتشار اوراق ممکن باشد.

۵- انواع اوراق مشارکت ایران

اوراق مشارکت منتشر شده در ایران انواع مختلفی دارد. با بررسی اجمالی مشخص می‌شود که وضعیت انواع اوراق مشارکت ایران را می‌توان از دو دیدگاه مورد بررسی قرار داد که عبارتند از:

۱. **اوراق مشارکت بانام و بی‌نام.** از میان کل اوراق مشارکت منتشر شده با مجوز بانک مرکزی، تنها اوراق مشارکت شرکت ایران‌خودرو بانام بوده که در تاریخ ۸۴/۳/۲ در هیئت پذیرش بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده و در تاریخ ۸۴/۵/۱۹ به صورت عمومی عرضه شده است. البته در سال ۱۳۸۹ نیز اوراق مشارکت طرح مسکن مهر که توسط بانک مسکن با مجوز بانک مرکزی منتشر شد به صورت بی‌نام بود لیکن با توجه به اینکه مقرر شد معامله ثانویه آن در فرابورس ایران صورت گیرد، اوراق فوق به اوراق بانام تبدیل شدند. اوراق مشارکت منتشر شده در فرابورس ایران که با مجوز سازمان بورس و اوراق بهادار منتشر شده‌اند نیز همگی به صورت بانام می‌باشند. بانام بودن اوراق مشارکت، مسائلی از جمله امکان پول‌شویی و مشکلات ناشی از سرقت اوراق را به حداقل ممکن کاهش می‌دهد.

۲. **ناشر اوراق مشارکت.** انتشار اوراق مشارکت توسط افراد مختلفی ممکن است که عبارتند از بانک مرکزی، وزارتخانه‌های دولتی، شهرداری‌ها، شرکت‌های دولتی و شرکت‌های غیردولتی. از میان این پنج گروه، سه گروه نخست تحت نظارت بانک مرکزی و گروه‌های چهارم و پنجم تحت نظارت سازمان بورس و اوراق بهادار امکان انتشار دارند. اطلاعات اجمالی مربوط به مبلغ و میانگین سررسید اوراق منتشر شده از سال ۱۳۷۳ تا پایان سال ۱۳۸۸ به شرح جدول شماره ۱ می‌باشد. در پیوست مقاله، گزارش تفصیلی اوراق مشارکت منتشر شده در ایران ارائه شده است.

جدول (۱): گزارش اجمالی از اوراق مشارکت منتشره از ابتدا تا پایان سال ۱۳۸۹ (میلیارد ریال)

ناشر	دفعات انتشار	کل مبلغ
شهرداری‌ها	۱۴	۱۲،۰۲۳
وزارتخانه‌های دولتی	۵۲	۷۳،۹۳۵
شرکت‌های دولتی	۴۶	۸۶،۶۱۰
شرکت‌های خصوصی	۱۶	۲۴،۷۹۳
بانک مرکزی	۳۴	۱۲۲،۰۳۸
جمع کل	۱۶۲	۳۱۹،۳۹۹

ماخذ: بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران و سازمان بورس و اوراق بهادار

اوراق مشارکت شهرداری‌ها

ناشر	مبلغ انتشار	دفعات انتشار	میانگین سررسید
شهرداری تهران	۴,۳۲۰	۷	۴
شهرداری مشهد	۲,۶۵۳	۴	۴
شهرداری تبریز	۸۵۰	۱	۳
شهرداری اصفهان	۲۰۰	۱	۴
شهرداری قم	۴,۰۰۰	۱	۳
جمع کل	۱۲,۰۲۳	۱۴	۳,۵

اوراق مشارکت وزارتخانه‌های دولتی

ناشر	مبلغ انتشار	دفعات انتشار	میانگین سررسید
اقتصاد	۱۷	۴۷,۴۶۹	۴,۳
نیرو	۱۶	۱۷,۰۹۹	۳,۷
مسکن	۴	۱,۱۳۱	۳,۵
جهاد کشاورزی	۳	۷۰۰	۴,۳
راه و ترابری	۱۲	۷,۵۳۵	۴,۱
جمع کل	۵۲	۷۳,۹۳۵	۴

اوراق مشارکت شرکت‌های دولتی

ناشر	مبلغ انتشار	دفعات انتشار	میانگین سررسید
صنعت پتروشیمی	۱۸,۹۳۰	۲۲	۳
صنعت نیرو	۳۱,۸۳۱	۱۱	۴
صنعت راه	۵,۱۲۳	۶	۴
صنعت مسکن	۱۳۰	۴	۴,۶
صنعت نفت	۳۰,۵۲۶	۲	۳
صنعت فولاد	۷۰	۱	۴
جمع کل	۸۶,۶۱۰	۴۶	۴

اوراق مشارکت شرکت‌های بخش خصوصی و تعاونی

ناشر	مبلغ انتشار	دفعات انتشار	میانگین سررسید
ایمیدرو	۱۰,۰۰۰	۲	۴
صنعت پالایشگاه	۸,۱۷۰	۴	۴
صنعت خودرو	۲,۸۱۳	۵	۴
صنعت معدن	۲,۰۰۰	۱	۴
بخش تعاونی	۱,۵۰۰	۱	۴
صنعت ساختمان	۲۰۰	۱	۴
صنعت لیزینگ	۸۰	۱	۴
صنعت دارو	۳۰	۱	۲,۵
جمع کل	۲۴,۷۹۳	۱۶	۴

۶- تحلیل اقتصادی اوراق مشارکت ایران

۶-۱- آثار انتشار اوراق بر سرمایه‌گذاری، تولید ملی و بودجه‌های عمرانی

اوراق مشارکت ابزار مالی است که کارکردهای مختلفی دارد. در ایران تا چند سال قبل، به دلیل فقدان سایر ابزارهای مالی از این ابزار در زمینه‌های مختلفی از جمله تأمین مالی طرح‌های عمرانی دولت، تأمین مالی شرکت‌های خصوصی و اعمال سیاست‌های پولی توسط بانک مرکزی استفاده می‌شد. بنابراین تحلیل اقتصادی میزان دستیابی به اهداف انتشار اوراق مشارکت از ابعاد مختلفی قابل بررسی است. کما اینکه از دیدگاه اقتصاد کلان می‌توان از منظر تاثیر بر تشکیل سرمایه، تولید ملی و سهم از تأمین بودجه‌های عمرانی را مورد توجه قرار داد. جهت تبیین بیشتر موضوع در جدول ۲ تأمین مالی از طریق اوراق مشارکت طی سال‌های ۷۳ تا ۸۶ به همراه متغیرهای کلان اقتصادی شامل تولید ناخالص و سرمایه ناخالص ارائه شده است. اگرچه سهم اوراق مشارکت از تولید و سرمایه‌گذاری در سال‌های آغازین چندان مطلوب نیست لیکن تأمین بخش کوچکی از منابع طرح‌های ملی توسط این اوراق و افزایش تدریجی آن نکته مثبتی تلقی می‌شود.

با توجه به میزان تولید و سرمایه‌گذاری، رشد این ابزار مالی در سال‌های ۷۳ تا ۷۷ قابل توجه بوده در حالی که در سال‌های ۷۹ و ۸۰ که تولید و سرمایه‌گذاری از رشد کمتری برخوردار بوده تأمین مالی از این طریق نیز شاهد رشد کمتری بوده است. بعد از این دوران نیز مجدداً سیاست دولت معطوف به استفاده بیشتر از اوراق مشارکت بوده است.

جدول (۲): انتشار اوراق مشارکت و تاثیر آن بر تولید و سرمایه ملی (میلیارد ریال)

سال	تأمین منابع مالی از طریق اوراق مشارکت	تولید ناخالص (جاری)	سهم از تولید	سرمایه ناخالص (جاری)	سهم از سرمایه
۷۳	۷۵	۱۲۹۳۵۰/۸	۰/۰۰۰۵۸	۲۸۸۱۹/۳	۰/۰۰۲۶
۷۴	۲۲۵	۱۸۰۸۰۰/۱	۰/۰۰۱۲۴	۳۸۹۵۴/۳	۰/۰۰۵۷
۷۵	۴۰۰/۵	۲۳۵۷۵/۲	۰/۰۰۱۶۹	۶۵۶۲۶/۲	۰/۰۰۶۱
۷۶	۲۴۷۱/۵	۲۷۷۶۳/۸	۰/۰۰۸۹۰	۸۳۷۶۴/۶	۰/۰۲۹۵
۷۷	۲۸۳۳	۳۲۷۵۹۵/۷	۰/۰۰۸۶۴	۹۶۰۵۰/۸	۰/۰۲۹۵
۷۸	۲۳۷۸	۴۹۶۶۹۶/۶	۰/۰۰۴۷۸	۱۲۴۲۰۱/۵	۰/۰۱۹۱
۷۹	۲۳۸۰	۵۸۰۷۵۱	۰/۰۰۴۱۰	۱۵۳۴۶۲/۲	۰/۰۱۵۵
۸۰	۶۱۰۰	۶۷۳۱۹۱	۰/۰۰۹۰۶	۱۸۷۹۹۹	۰/۰۳۲۴
۸۱	۸۵۷۷	۹۰۹۹۷۴	۰/۰۰۹۴۲	۲۶۱۱۳۶	۰/۰۳۲۸
۸۲	۱۱۷۹۶/۱	۱۰۸۵۰۵۱	۰/۰۱۰۸۷	۳۱۹۲۹۶	۰/۰۳۶۹
۸۳	۱۸۵۹۰	۱۳۸۱۰۱۳	۰/۰۱۳۴۶	۳۹۶۸۳۹	۰/۰۴۶۸
۸۴	۱۸۰۰۰	۱۶۶۵۸۲۳	۰/۰۱۰۸۰	۴۶۴۵۳۲	۰/۰۳۸۷
۸۵	۱۵۷۷۵/۱	۲۰۱۱۱۵۰	۰/۰۰۷۸۴	۵۳۸۷۲۰	۰/۰۲۹۳
۸۶	۲۲۵۵۸/۸	۲۶۲۶۵۶۶	۰/۰۰۸۵۹	۶۸۳۸۵۰	۰/۰۳۲۹

منبع: ترازنامه بانک مرکزی از سال ۷۳ تا ۸۶

عملکرد اوراق مشارکت را از دیدگاه دیگری نیز می‌توان مورد بررسی قرار داد. در این دیدگاه، نرخ سود سپرده‌های بانکی به عنوان یک بازار موازی برای سرمایه‌گذاری در نظر گرفته می‌شود. بررسی‌ها نشان می‌دهد نرخ سود سپرده‌های بلند مدت با نرخ سود اوراق مشارکت تفاوت چندانی نداشته در حالی که تفاوت قابل ملاحظه‌ای با نرخ سود بازار داشته است. بدین سبب رغبت کمتری جهت خرید اوراق صورت پذیرفته و اوراق مشارکت منتشر شده از این بعد به اهداف خود دست نیافته است (جدول ۳).

جدول (۳): نرخ سود سپرده‌ها و اوراق مشارکت به تفکیک سال (درصد)

سال	سپرده کوتاه مدت	سپرده یکساله	سپرده پنج ساله	اوراق مشارکت غیر بانکی (درصد)	اوراق مشارکت بانکی (درصد)	نرخ بهره بازار غیر رسمی
۷۵	۸	۱۴	۱۸/۵	۲۰ و ۲۴	-	۴۲
۷۶	۸	۱۴	۱۸/۵	۲۰	-	۴۰
۷۷	۸	۱۴	۱۸/۵	۲۰	-	۳۸
۷۸	۸	۱۴	۱۸/۵	۱۹	-	۳۵
۷۹	۸	۱۴	۱۸/۵	۱۹	-	۵۹/۷
۸۰	۷	۱۳	۱۷	۱۷	۱۷	۵۵/۵
۸۱	۷	۱۳	۱۷	۱۵	۱۷	۵۴
۸۲	۷	۱۳	۱۷	۱۷	۱۷	۵۳
۸۳	۷	۱۳	۱۷	۱۷	۱۷	۵۳/۱
۸۴	۷	۱۳	۱۷	۱۶	۱۵/۵	۵۵
۸۵	۷	۷-۱۶	۱۶	۱۵/۵	۱۵/۵	۶۰
۸۶	۷	۷-۱۶	۱۶	۱۵/۵	۱۵/۵	۶۲

منبع: بانک مرکزی گزارش اقتصادی ۷۵ تا ۸۶

به همین ترتیب با نگاهی اجمالی و مقایسه مبلغ مصوب، و مبلغ فروش رفته اوراق مشارکت نیز می-توان تا حدودی جایگاه و نقش اوراق مشارکت را در اقتصاد مورد توجه قرار داد. مطابق جدول ۴ در سال‌های اخیر، میزان اوراق فروش رفته در مقایسه با مبالغ مصوب شده اوراق مشارکت نزولی بوده و تقلیل کارایی زیادی را نشان می‌دهد.

جدول (۴): مقایسه مبلغ اوراق مشارکت فروش رفته با مبلغ مصوب (میلیارد ریال)

سال	مبلغ مصوب	مبلغ منتشر شده	مبلغ فروش رفته	فروش رفته به مصوب (درصد)
۱۳۸۱	۲۷/۵۰۰	۲۷/۳۰۰	۲۵/۶۳۱	۹۳/۲
۱۳۸۲	۳۲/۷۸۹	۲۹/۲۸۹	۲۸/۴۴۶	۸۶/۸
۱۳۸۳	۵۰/۳۵۰	۴۱/۳۵۰	۳۸/۸۴۰	۷۷/۱
۱۳۸۴	۳۸/۷۰۰	۳۴/۸۰۰	۲۸/۷۶۸	۷۴/۳
۱۳۸۵	۶۷/۴۰۰	۴۵/۷۰۰	۳۷/۹۶۲	۵۶/۳
۱۳۸۶	۹۸/۰۰۰	۷۳/۸۰۰	۴۵/۳۸۵	۴۶/۳
جمع کل	۳۱۴/۷۳۹	۲۵۲/۲۳۹	۲۰۵/۰۳۲	۶۵/۱۴

مأخذ: ترازنامه بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران (سال‌های ۸۱ تا ۸۶)

بنابراین نرخ سود علی الحساب اینگونه اوراق در سال‌های اخیر به پائین‌تر از نرخ تورم کاهش پیدا کرده که باعث عدم استقبال خریداران و همچنین بازگرداندن اوراق خریداری شده به بانک‌ها قبل از موعد سررسید شده است.

۶-۲- آثار انتشار اوراق مشارکت بر تورم و نقدینگی

سال ۱۳۷۹ برای نخستین بار اوراق مشارکت جهت تقویت پایه پولی و کاهش نقدینگی با توجه به نرخ سود بالا و سررسید کم مورد توجه قرار گرفت. مطالعات مختلف نشان داده است که تورم در ایران پدیده‌ای پولی بوده و از عوامل اصلی افزایش آن، افزایش قابل توجه بدهی دولت به سیستم بانکی (استقراض از سیستم بانکی) از یکسو و افزایش نقدینگی در جامعه از سوی دیگر است. تحت چنین شرایطی و با توجه به نوسانات بالا در درآمدهای نفتی کشور (به عنوان مهمترین منبع درآمدی) و با عنایت به کاهش منابع مالی مورد نیاز دولت در اجرای پروژه‌های سرمایه‌گذاری، حجم اعتبارات سیستم بانکی کاهش یافت. لذا جهت حل مشکلات کمبود نقدینگی بنگاه‌های اقتصادی و یافتن راه حلی به منظور کمک به تسریع فعالیت‌های عمرانی دولت، استفاده از اوراق مشارکت مورد توجه قرار گرفت. اگر چه این تجربه کوتاه‌مدت بوده ولی سودمندی لازم (اجرای طرح‌های عمرانی و سهم از بودجه عمرانی) حاصل شده است.

مطابق جدول ۶ در فواصل سال‌های ۷۳ تا ۷۹ به علت کم بودن حجم اوراق منتشره در مقایسه با نقدینگی کل، انتشار این اوراق تاثیر چندانی بر تورم نداشته است. اگر چه در سال‌های بعد حجم اوراق افزایش یافته ولی همچنان مطلوبیت کافی و مورد نظر حاصل نشده است. می‌توان از جمله عوامل موجود را تفاوت فاحش نرخ سود بازار نسبت به نرخ سود اوراق دانست. طبیعی است که با نرخ تورم تقریباً مساوی با سود اوراق و درصد رشد نرخ سود بازار، فرصت سرمایه‌گذاری در این بخش برای مردم مقرون به صرفه تر بوده و سود بیشتری را نصیب سرمایه‌گذاران می‌کند.

جدول (۵): مقایسه اوراق مشارکت منتشر شده و بودجه عمرانی (میلیارد ریال)

سال	بودجه‌های عمرانی	میزان انتشار اوراق مشارکت (سیاست مالی)	سهم اوراق مشارکت در بودجه‌های عمرانی (درصد)
۷۳	۹۵۸۳/۶	۷۵	۰/۷۸
۷۴	۱۳۱۷۲/۱	۲۲۵	۱/۷
۷۵	۲۰۰۷۳/۶	۴۰۰/۵	۱/۹
۷۶	۲۰۲۹۲/۶	۲۴۷۱/۵	۱۲/۱
۷۷	۱۷۵۴۹/۹	۲۸۳۳	۱۶/۱
۷۸	۲۶۷۸۲/۷	۲۳۷۸	۸/۸
۷۹	۲۲۴۴۳/۴	۲۳۸۰	۱۰/۶
۸۰	۲۲۳۷۹/۵	۶۱۰۰	۲۷/۲
۸۱	۵۲۷۷۶	۸۵۷۷	۱۶/۲
۸۲	۵۷۷۷۲	۱۱۷۹۶/۱	۲۰/۴
۸۳	۶۳۹۳۰	۱۸۵۹۰	۲۹
۸۴	۱۱۷۶۳۸	۱۸۰۰۰	۱۵/۳
۸۵	۱۴۵۵۷۱	۱۵۷۷۵/۱	۱۰/۸
۸۶	۱۴۷۷۱۵	۲۲۵۵۸/۸	۱۵/۲

۳-۶ نقش اوراق مشارکت در توسعه مالی کشور

مطالعات تجربی نشان می‌دهد در بلندمدت رابطه مثبت میان توسعه مالی و رشد اقتصادی وجود دارد. سیستم‌های مالی کارآمد می‌توانند از طریق کسب اطلاعات درباره فرصت‌های سرمایه‌گذاری، جمع و تجهیز پس اندازها، نظارت بر سرمایه‌گذاری‌ها و اعمال حاکمیت شرکتی و... موجب تخصیص بهتر منابع و در نهایت افزایش رشد اقتصادی شوند. در این بخش ابعاد توسعه مالی، شاخص‌های مربوط به توسعه پولی و کیفیت سرمایه‌گذاری پولی مورد بررسی قرار می‌گیرد.

۱. یکی از شاخص‌های مربوط به نقش سیاست‌های پولی در توسعه مالی، مانده اوراق مشارکت بانک مرکزی نسبت به پایه پولی می‌باشد. هدف از انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی، توسعه و بسط عملیات بازار باز و اجرای سیاست‌های پولی از حیث مدیریت نقدینگی می‌باشد. با این هدف انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی از سال ۷۹ در کشور آغاز شد.

جدول (۶): مولفه توسعه بخش پولی و کیفیت سیاستگذاری پولی

سال								مولفه توسعه مالی
۱۳۸۶	۱۳۸۵	۱۳۸۴	۱۳۸۳	۱۳۸۲	۱۳۸۱	۱۳۸۰	۱۳۷۹	
۷	۷/۹	۴/۹	۱۳/۴	۱۲/۹	۱۴/۳	۹/۷	۱/۹	مانده اوراق مشارکت به پایه پولی

نسبت مانده اوراق مشارکت فروخته شده بانک مرکزی به پایه پولی شاخصی از گسترش سیاست‌های پولی غیرمستقیم است. رشد شاخص مذکور از سال ۷۹ تا ۸۱ نشان دهنده فزونی سرعت رشد فروش اوراق بر رشد پایه پولی است که مثبت ارزیابی می‌شود. همچنین کاهش رقم اوراق مشارکت فروخته شده بانک مرکزی در برخی سال‌ها در کنار رشد مستمر پایه پولی، حاکی از مشکلات موجود در ارتباط با انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی است. به نحوی که نسبت اوراق فروخته شده به پایه پولی در سال‌های اخیر به حداکثر ۷ درصد محدود شده است که نشان دهنده عدم توفیق بانک مرکزی در انتشار این اوراق در نیل به جذب نقدینگی و اجرای سیاست‌های پولی می‌باشد.

۲. با توجه به کاهش نرخ سود این اوراق به ۱۵/۵ درصد نسبت به نرخ تورم ۲۵/۴ درصد در سال ۸۷ و با توجه به نرخ بهره بازار غیررسمی در سال‌های اخیر که بین ۳۵ تا ۶۲ درصد آمار غیر رسمی دریافتی از اداره آمار بانک مرکزی در نوسان بوده است و نیز نرخ سود سپرده‌های مدت‌دار، حاکی از آنست که این ابزار با استقبال مساعد و مورد انتظار سیاستگذار پولی مواجه نشد. این روند در سال ۸۵ نیز وجود داشت به نحوی که حدود ۸۱ درصد از این اوراق توسط مردم خریداری شد. در سال ۸۶ نیز با توجه به نرخ تورم ۱۸/۲ درصدی و نرخ سود اوراق مشارکت که حدود ۳ درصد کمتر از آن بود، تنها ۶۵ درصد این اوراق جذب گردید.

۷- تحلیل فقهی اوراق مشارکت ایران

اوراق مشارکت از منظر فقهی نیز از چند جهت قابل نقد و بررسی است.

۷-۱- ماهیت فقهی اوراق مشارکت

مشارکت به معنای شراکت چند نفر به منظور فراهم آوردن سرمایه مورد نیاز برای انجام کاری می‌باشد. عقد شرکت در اصطلاح، اجتماع حقوق مالکین متعدد در شیء واحد به صورت مشاع است. به بیان دیگر شرکت قراردادی است که در آن هر کس مال خود را در ازای تملک سهم مشاعی از کل مساوی نسبت مال او به مجموع اموال دیگران تملیک می‌کند (هادوی تهرانی، ۱۳۷۸: ۴۷).

بطور معمول در اوراق مشارکت، ناشر بخشی از سرمایه مورد نیاز را تهیه نموده و بخش دیگر را از طریق انتشار اوراق تأمین می‌کند. در واقع دارندگان اوراق مشارکت به صورت مشاع و به تناسب آورده، با ناشر در یک فعالیت اقتصادی وارد شرکت شده و در سود آن شریک می‌شوند. از آنجا که امکان عملی جهت مدیریت پروژه یا طرح توسط دارندگان اوراق وجود ندارد، ناشر به عنوان وکیل صاحبان اوراق، مدیریت طرح را بر عهده می‌گیرد. بنابراین، اوراق مشارکت سندی است گویای مالکیت دارنده آن نسبت به بخشی از یک دارایی حقیقی که متعلق به دولت، شرکت‌های تعاونی یا خصوصی است و تا سررسید اوراق، هر نوع تغییر قیمت دارایی متوجه صاحبان اوراق مشارکت خواهد بود.

اوراق مشارکت به صورت دیگری نیز قابل طراحی است به این معنا که ناشر، تنها به مدیریت طرح بپردازد و کل سرمایه مورد نیاز پروژه را از طریق انتشار اوراق تأمین کند. در این صورت ناشر، وکیل صاحبان اوراق مشارکت خواهد بود که به نحو مشاع، مالک پروژه اقتصادی و سود آن هستند. ناشر به عنوان وکیل، مدیریت پروژه را عهده‌دار بوده و در قبال آن حق الوکاله دریافت می‌کند (موسویان، ۱۳۸۶: ۴۰۹).

از جمله موارد قابل توجه در زمینه مسائل فقهی انتشار اوراق مشارکت در ایران می‌توان به شفاف و مشخص نبودن رابطه حقوقی دارندگان اوراق با ناشر و دارایی موضوع سرمایه‌گذاری اشاره کرد. برخی با استناد به ماده ۱ قانون اوراق مشارکت، معتقدند که دارندگان اوراق، تنها در سود پروژه شریکند در حالی که طبق قواعد مسلم فقهی، سود تابع اصل سرمایه است و به کسی تعلق می‌گیرد که سرمایه مال اوست. بنابراین ماهیت فقهی اوراق مشارکت باید به صورت جدی در طراحی و انتشار اوراق مورد توجه قرار گیرد.

۷-۲- خرید و فروش اوراق در بازار اولیه و ثانویه

در بازار اولیه اوراق مشارکت، ناشر، سرمایه‌گذاران را برای اجرای طرح‌های عمرانی-انتفاعی به مشارکت می‌طلبد و جهت تشویق سرمایه‌گذاران و جلب اعتماد و اطمینان آنان، بازپرداخت اصل سرمایه و پرداخت سود علی‌الحساب را تضمین می‌نماید. بنابراین همانگونه که ملاحظه می‌شود این اعمال ارتباطی با عقد بیع ندارد و آنچه تحت عنوان خرید و فروش اوراق مشارکت مطرح می‌شود مسامحه در تعبیر و مجاز می‌باشد. البته قرارداد بازار ثانوی اوراق مشارکت واقعاً بیع است چرا که در این بازار، دارنده اوراق، سهم‌الشرکه خود از

دارایی موضوع مشارکت را به شخص ثالث فروخته و شخص ثالث جایگزین وی در قرارداد مشارکت می‌شود. قانون و آئین‌نامه اجرایی اوراق مشارکت نسبت به تبیین فقهی معاملات بازار اولی و ثانوی اوراق ساکت است و این در موارد اختلاف، موجب سوء برداشت و احیاناً از بین رفتن حقوق افراد می‌گردد.

۷-۳- حقوق دارندگان اوراق

به موجب ماده ۵۷۱ قانون مدنی، «شرکت عبارت است از اجتماع حقوق مالکین متعدد در شیء واحد به نحو اشاعه» (ماده ۵۷۱ قانون مدنی). از ملاحظه ماده ۵۷۱ قانون مدنی استنباط می‌شود که شرکت، حالتی است که در آن چند نفر به طور مشاع، مالک مال واحدی هستند؛ یعنی هر یک در جزء جزء مال دارای حق مالکیت‌اند. عقد شرکت عقد جایزی است پس هر یک از شرکا می‌توانند فسخ قرارداد کنند. اگر برای مشارکت مدتی تعیین کنند رعایت آن لازم نمی‌شود ولی اگر در ضمن عقد لازمی شرط کنند، وفای به آن شرط واجب است. همین طور اگر ضمن عقد جایز شرط کنند تا زمانی که عقد باقی است وفای به شرط واجب است، در عقد شرکت چنانچه در اثنای کار پروژه خسارت ببیند یا بطور کلی از بین رود و یا بخواهند به طرح دیگری تبدیل کنند، همه مطابق موازین فقهی و قانون مدنی روشن است (موسویان، ۱۳۸۶). این در حالی است که از یک طرف قانون اوراق مشارکت همه مسائل شرکا و شرکت را تبیین نمی‌کند و از طرف دیگر به قرارداد و عقد معینی چون عقد شرکت در قانون مدنی ارجاع نمی‌دهد. بنابراین از نقاط ابهام و چالش‌های فقهی اوراق مشارکت در ایران، می‌توان به عدم شفافیت حقوق صاحبان اوراق و مستندات شرعی و حقوقی روابط مالی بین ارکان اوراق مشارکت اشاره نمود.

۷-۴- تضمین اصل سرمایه و سود در اوراق مشارکت

براساس مواد ۳ تا ۵ قانون انتشار اوراق مشارکت، بازپرداخت اصل سرمایه دارندگان اوراق در سرسید و پرداخت سود علی‌الحساب آن در مقاطع معین و سود قطعی آن در پایان دوره، در مورد طرح‌های عمرانی اعم از آنکه دولت و یا یکی از دستگاه‌های اجرایی مجری آن باشند، توسط دولت تعهد و تضمین می‌شود و در مورد اوراق مشارکت منتشر شده توسط دستگاه‌های عمومی (به استثنای طرح‌های عمرانی) یا خصوصی، بانک عامل تعهدات ناشر را تضمین می‌کند. در مورد اوراق مشارکت بانک

مرکزی نیز، این بانک پرداخت اصل و سودهای متعلقه را در سررسید مقرر، از طریق بانک‌های عامل تضمین می‌کند.

به مقتضای عقد شرکت، سود و زیان حاصل از مشارکت متوجه همه شرکاست، نهایت اینکه به فتوای بعضی از فقها، برخی از شرکا می‌توانند خسارت احتمالی را پذیرا شده، اصل سرمایه سایر شرکا را تضمین کنند. این در حالی است که قانون اوراق مشارکت چنانچه گذشت طی مواد ۳ تا ۵ صحبت از تضمین بازپرداخت اصل سرمایه، سود علی‌الحساب و سود تحقق یافته می‌کند. در تحلیل مواد مذکور، دو تفسیر قابل ارائه است (هادوی تهرانی، ۱۳۷۸: ۴۹):

۱. به قرینه «تضمین بازپرداخت سود تحقق یافته» مقصود از تضمین، تضمین مبلغ و نرخ‌های معین نیست بلکه مقصود تضمین اصل عملیات بازپرداخت سرمایه، پرداخت سود علی‌الحساب و سود تحقق یافته در فرض وجود است؛ گویا ناشر به صاحبان اوراق تضمین می‌دهد که اگر طرح با موفقیت انجام شد و سود حاصل گردید، حتماً اصل سرمایه و سود حاصله پرداخت خواهد گردید. اما اینکه نرخ سود چقدر خواهد بود، تضمینی وجود ندارد. این تفسیر با مقتضای شرکت منافاتی ندارد و در واقع مقتضای خود شرکت است.

۲. مقصود تضمین مبلغ و نرخ‌های اعلام شده به عنوان اصل سرمایه، سود علی‌الحساب و سود تحقق یافته است که عملکرد چند سال گذشته نیز همین موضوع را حکایت می‌کند. در این صورت، چنین تضمینی با ماهیت عقد شرکت - مشارکت در سود و زیان - منافات داشته، اوراق مشارکت را به اوراق قرضه نزدیک می‌کند.

۸- مهندسی مالی اوراق مشارکت ایران

از منظر مهندسی مالی می‌توان مشکلات و نارسایی‌های اوراق مشارکت را از دو بعد ساختار (مدل) مالی انتشار اوراق مشارکت و نیز ویژگی‌های اوراق مشارکت مورد بررسی قرارداد.

۸-۱- مدل مالی

مدل مالی اوراق مشارکت ایران دارای چند آسیب جدی از حیث مالی است که به شرح زیر ارائه می‌شود:

۱. نبود شرکت واسطه. یکی بودن ناشر و بانی اوراق، مهمترین آسیب اوراق مشارکت از نظر مهندسی مالی است. از جمله این مشکلات می‌توان به ریسک بالای اوراق و عدم برخورداری از سیستم حسابداری مجزا اشاره کرد.

واسط شخص حقوقی است که معمولاً اوراق بهادار را به نام خود منتشر می‌کند. این نوع از شرکت‌ها به جز در فرآیند انتشار اوراق بهادار اسلامی، در فرآیند تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار^۱ در مالی متعارف^۲ (مرسوم) نیز مورد استفاده قرار می‌گیرند. این فرآیند تاریخیچه‌ای ۲۰۰ ساله در کشورهای دانمارک و آلمان دارد. شکل جدید آن نیز از دهه ۱۹۳۰ در ایالات متحده آمریکا جهت تامین مالی مسکن و فروش وام‌های رهنی ایجاد شده است. هدف اصلی از تاسیس چنین شرکت‌هایی کاهش ریسک اوراق بهادار (افزایش رتبه اعتباری اوراق بهادار)، افزایش شفافیت و در برخی از موارد رعایت قوانین شریعت می‌باشد. شرکت‌های واسط تنها می‌توانند یک فعالیت خاص انجام دهند و از انجام سایر فعالیت‌ها منع شده‌اند. شخصیت حقوقی این نوع شرکت‌ها معمولاً با مسئولیت محدود و یا شرکت مختلط غیرسهامی است که دارای یک هدف خاص، دقیق و از پیش تعیین شده بوده و عمری محدود دارند (Kothari, 2006). سرمایه مورد نیاز این شرکت‌ها با توجه به قوانین و مقررات هر کشور تفاوت دارد؛ لیکن در صورتی که واسط برای فرآیند انتشار اوراق بهادار اسلامی (صکوک) مورد استفاده قرار گیرد معمولاً سرمایه‌ای در حدود ۲۰۰ دلار خواهد داشت^۳. هم‌اکنون در ایران با توجه به تصویب قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید در بهمن ماه ۱۳۸۸، نهاد واسط به کمک سازمان بورس و اوراق بهادار تاسیس می‌شود. در فرآیند انتشار اوراق مشارکت به دلیل لزوم پرداخت سود واقعی مشارکت به دارندگان اوراق، باید یک شخصیت مستقل حسابداری براساس استانداردهای حسابداری برای طرح فرض شود و کلیه معاملات و عملیات مالی مربوط به طرح و حقوق و تعهدات ناشی از آن را در حساب‌هایی که برای این شخصیت فرضی نگهداری می‌کند به نحوی ثبت، طبقه‌بندی و تجمیع گردد که تهیه گزارش‌های مالی مربوط به طرح اوراق مشارکت ممکن باشد که این موضوع با وحدت بانی و ناشر سازگار نیست.

۲. **نبود رتبه اعتباری اوراق.** در تمامی کشورهای دنیا (به جز در مواردی معدود) جهت انتشار اوراق بدهی باید از موسسات رتبه‌بندی اعتبار، رتبه اعتباری دریافت کرد. رتبه اعتباری بیانگر میزان ریسک سرمایه‌گذاران است و بازدهی مورد انتظار سرمایه‌گذاران با توجه به این رتبه تعیین می‌-

1. Securitization

2. Conventional

۳. در این زمینه مقررات خاصی وجود ندارد، می‌توان جهت اطلاع از میزان سرمایه مورد نیاز به امیدنامه اوراق بهادار استناد کرد (Qatar Global Sukuk Prospectus, 2003: 27).

شود. در ایران به دلیل نبود چنین موسساتی و جهت کاهش ریسک دارندگان اوراق، تضمین بازپرداخت اصل و سود علی الحساب اوراق عملاً برعهده ناشر اوراق قرار دارد. تاکید بر وثایق موضوع ماده ۴ قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت مبتنی بر این موضوع است.

۳. **گزارش سود و زیان و عدم تقسیم سود واقعی.** بر اساس ماده ۱۳ آیین نامه انتشار اوراق مشارکت که بیان می دارد میزان سود قطعی قابل پرداخت به دارندگان اوراق پس از خاتمه طرح توسط امین طرح محاسبه و به تایید بانک مرکزی می رسد و ماده ۲۶ که مقرر می دارد بانک عامل سود قطعی اوراق را پرداخت کند، می توان چنین استنباط کرد که تهیه صورت سود و زیان طرح در سرسید اوراق مشارکت لازم است. از آنجا که ماده ۲ قانون اوراق مشارکت مقرر می دارد دارندگان اوراق به نسبت قیمت اسمی و مدت زمان مشارکت در سود حاصل از اجرای طرح سهم خواهند بود لازم است که صورت تقسیم سود به طور جداگانه با در نظر گرفتن صورت سود و زیان تهیه شود (علی مدد، ۱۳۸۵: ۳۰) که به نظر می رسد چنین موردی تاکنون عملی نشده است.

۴. **عدم تهیه گزارش سالانه در مورد اوراق مشارکت.** بر اساس ماده ۱۴ قانون، وزارت امور اقتصادی و دارایی و بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران مکلفند گزارشی متضمن میزان و انواع اوراق مشارکت منتشر شده طی هر سال را همراه با اظهار نظر در خصوص آثار اقتصادی انتشار اوراق مذکور برای اطلاع کمیسیون های برنامه و بودجه، امور اقتصادی و دارایی و تعاون و دیوان محاسبات و بودجه مجلس شورای اسلامی ارسال نمایند که این گزارش تاکنون ارائه نشده است.

۵. **ابهام در اظهار نظر حسابرس امین.** در مقررات مصوب بانک مرکزی و نیز آیین نامه اجرایی قانون اوراق مشارکت آمده است که شخص یا موسسه ای به انتخاب و با موافقت بانک مرکزی به عنوان امین یا حسابرس امین انتخاب می شود تا نسبت به مصرف وجوه، نحوه نگهداری حساب ها و صورت های مالی و عملکرد اجرایی طرح اظهار نظر کند. با این وجود در مقررات مزبور آثار گزارش ناموفق حسابرس بر دستگاه ناشر اوراق معین نگردیده است. در عمل و نسبت به اوراقی که تاکنون منتشر شده سازمان حسابرسی به عنوان امین انتخاب شده است. به علت عدم تهیه و ارائه به موقع صورت های مالی طرح های موضوع اوراق مشارکت از طرف دستگاه های ناشر اوراق، تعداد گزارش های صادر شده از طرف سازمان مزبور بسیار کمتر از تعداد گزارشاتی است که تاکنون می بایست عرضه می گردید. در برخی از گزارش ها، نظر سازمان مشروط بوده و در مواردی به علت اشکالات عمده در حساب ها و یا محدودیت هایی که از جانب دستگاه ناشر در امر رسیدگی ایجاد گردیده سازمان حسابرسی از اظهار نظر نسبت به گزارش های مالی طرح های اوراق مشارکت

خودداری کرده است. با این حال شواهدی از پیامد منفی یا تنبیه ناشر اوراق به دلیل عدم تهیه و ارائه به موقع صورت‌های مالی طرح‌ها و یا اظهارنظر ناموافق حسابرس امین در دست نیست (علی مدد، ۱۳۸۵: ۴۴).

۶. برداشت ناشر از وجوه اوراق برای مقاصد غیر از اجرای طرح. ماده ۱۰ قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت مصرف وجوه حاصل از واگذاری اوراق را در غیر اجرای طرح ممنوع کرده است. با این حال ممکن است ناشر از وجوه اوراق مشارکت مبالغی را برداشت کند. به دلیل مجزا نبودن حساب ناشر از حساب طرح، در عمل این موضوع چندان قابل پیگیری نمی‌باشد.
۷. امکان حقیقی بودن امین. بر اساس مقررات انتشار اوراق مشارکت، امین اوراق می‌تواند فردی حقیقی نیز باشد. در صورتی که حقیقی بودن امین مشکلات متعددی مانند برخورداری از توان و فرصت کافی و یا احتمال بروز تعارض منافع را در پی خواهد داشت.

۸-۲- ویژگی‌های اوراق

۱. بی‌نام بودن اوراق. انتشار اوراق مشارکت به صورت بی‌نام علاوه بر مشکلاتی که در مواردی همچون سرقت، مفقود شدن و آتش سوزی برای مالکان ایجاد می‌کند سبب می‌شود که عملاً بازار ثانویه متشکلی برای آن ایجاد نشود. به علاوه با توجه به تضامینی که ناشر در مورد اصل و سودهای اوراق به خریداران ارائه می‌دهد، اوراق مشارکت بی‌نام امکان پولشویی را به میزان زیادی افزایش می‌دهد.
۲. اوراق مبتنی بر بازخرید. این موضوع سبب می‌شود تا در عمل طراحی اوراق به گونه‌ای صورت پذیرد که بانک عامل، به عنوان متعهد بازخرید اوراق نیز عمل نماید. بنابراین به جای استفاده از سازوکار بازار، مبلغ نسبتاً زیادی از وجوه ناشی از انتشار اوراق در اختیار بانک عامل جهت بازخرید احتمالی اوراق قرار می‌گیرد. در چنین شرایطی، مبلغ کلانی از وجوه حاصل از انتشار اوراق تا اواخر دوران سررسید، در طرح موضوع انتشار اوراق مشارکت سرمایه‌گذاری نمی‌شود. این موضوع عملاً هزینه تامین مالی بانی را جهت انتشار اوراق افزایش می‌دهد و مشکلات شرعی را نیز برای ناشر در پی دارد. از سوی دیگر این موضوع سبب می‌شود تا سرمایه‌گذاران در مواردی همچون کاهش نرخ سود فرصت‌های سرمایه‌گذاری موازی^۱، سود بالقوه خود را از دست بدهند.

۱. در مواردی که اوراق در بورس دادوستد می‌شوند، کاهش نرخ سود فرصت‌های موازی مانند سود سپرده‌های بانکی، افزایش قیمت اوراق را در پی دارد.

در مقررات اوراق مشارکت قابلیت معامله این اوراق در بورس اوراق بهادار تصریح شده است لیکن به دلیل نبود الزام جهت معامله اوراق از این روش، تا کنون به غیر از اوراق مشارکت شرکت‌های خصوصی و تعاونی که از سازمان بورس و اوراق بهادار مجوز انتشار خود را دریافت کرده‌اند، اوراق مشارکت دیگری غیر از اوراق مشارکت بانک مسکن در بورس اوراق بهادار تهران مورد دادوستد قرار نگرفته است.

۳. **سود اوراق.** همانطور که از اسم اوراق مشارکت بر می‌آید این اوراق باید از سود متغیر و شناور برخوردار باشند زیرا سرمایه‌گذاران در سود و زیان طرح با یکدیگر شریک هستند. از سوی دیگر در ایران سود اوراق مشارکت به عنوان معیاری برای اتخاذ سایر تصمیمات سرمایه‌گذاری مردم و نیز اتخاذ تصمیمات کلان اقتصادی برای بانک‌ها، دولت، شرکت‌ها و... محسوب می‌شود. این در حالی است که در همه کشورهای دنیا، نرخ سود اوراق قرضه منتشر شده توسط خزانه‌داری که توسط بانک مرکزی خرید و فروش می‌شود به عنوان نرخ سود بدون ریسک تلقی می‌گردد. در ایران به دلیل تعریف نشدن چنین سازوکاری برای خزانه‌داری کل، این وظیفه بر عهده بانک مرکزی قرار گرفته است. از این رو نرخ سود اوراق بانک مرکزی نیز به عنوان نرخ سود بدون ریسک در نظر گرفته می‌شود. نکته مهم دیگر این است که در بسیاری از موارد نرخ سود اوراق منتشر شده توسط بانک مرکزی از نرخ‌های سود سپرده‌های بانکی بیشتر است! موضوعی که از نظر علمی توجیهی برای آن وجود ندارد.

از سوی دیگر تجربه اجرای طرح‌های مختلف در کشور نشان می‌دهد 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. با پایان نیافتن طرح در دوره مقرر، طبعاً تعیین سود قطعی اوراق ناممکن است. به این موضوع افزایش هزینه طرح به دلیل تاخیر در اجرای طرح، که ممکن است آن را زیان‌ده‌کننده نیز اضافه می‌شود. نحوه برخورد با این موضوع در مقررات اوراق مشارکت ارائه نشده است (علی‌مدد، ۱۳۸۵: ۴۵).

۴. **ارزشگذاری طرح.** از جمله مهمترین مشکلات انتشار اوراق مشارکت نبود سازوکار دقیق، روشن و علمی برای تعیین ارزش واقعی طرح در زمان‌های مختلف و خصوصاً در پایان دوره مشارکت است. تعیین ارزش طرح‌های سرمایه‌گذاری روش‌های دقیق و علمی خاصی دارد که تاکنون در ایران برای تعیین قیمت واقعی دارایی موضوع انتشار طرح مورد استفاده قرار نگرفته است.

۹- روش تحقیق

پژوهش حاضر به لحاظ هدف، کاربردی و به لحاظ روش، توصیفی-اکتشافی است که در آن از مطالعات کتابخانه‌ای استفاده شده است. همچنین جهت تعیین اولویت و اهمیت آسیب‌های فقهی، اقتصادی و مالی از روش تحلیل سلسله مراتبی (AHP) است که در گروه روش‌های MADM قرار دارد. این روش برای نخستین بار توماس ال ساعتی^۱ در دهه ۱۹۷۰ ارائه شده است. تحلیل سلسله مراتبی سعی دارد تا با استفاده از مقیاسی ۹ گانه و متکی بر مقایسه‌های زوجی، اقدام به ترکیب دیدگاه‌های خبرگان یک حوزه جهت اولویت‌بندی معیارهای تصمیم‌گیری نماید. گام‌های اجرای این تحلیل عبارتند از:

۱. تعیین معیارهای تصمیم‌گیری. بدین منظور با توجه به ادبیات تحقیق، جهت ارزیابی آسیب‌های اوراق مشارکت سه معیار کلی شامل ابعاد فقهی، مالی و اقتصادی مورد توجه قرار گرفت.
۲. تعیین وزن هر یک از معیارها با استفاده از پرسشنامه. از آنجا که وزن معیارهای تصمیم‌گیری به صورت کمی قابل تعیین نمی‌باشد، لذا از روش پرسشنامه جهت تعیین وزن معیارها استفاده شده است. بدین منظور پرسشنامه‌ای طراحی شد و وزن‌ها از جدول مقایسات زوجی استخراج گردید. این جداول به معیارها و گزینه‌های رقیب مربوط است. پس از جمع‌آوری پرسشنامه‌ها، با استفاده از روش میانگین هندسی اقدام به ترکیب جدول‌های مقایسه‌ای پرسشنامه‌ها می‌شود. در صورتی که مولفه شخص کام برای مقایسه معیار A به معیار B باشد، میانگین هندسی تمام مولفه‌های متناظر به صورت زیر محاسبه می‌شود:

$$\bar{a}_{ij} = \left[\prod_{k=1}^N a_{ij}(k) \right]^{\frac{1}{N}}$$

رابطه بالا زمانی به کار گرفته می‌شود که نظریات اعضای گروه از درجه اهمیت یکسانی برخوردار باشد. به بیان دیگر محقق بین خبرگان به جهت صائب بودن نظر آن‌ها تفاوتی قائل نیست. در مرحله بعد برای تعیین هر یک از معیارها از مفهوم نرمال‌سازی و میانگین موزون استفاده می‌شود. در روش تحلیل سلسله مراتبی از رابطه زیر برای نرمال کردن اعداد جدول‌ها استفاده می‌شود:

$$r_{ij} = \frac{\bar{a}_{ij}}{\sum_{i=1}^m \bar{a}_{ij}}$$

1. Thomas L. Sati

که در آن λ مولفه نرمال شده است. پس از نرمال کردن از مقادیر هر سطر، میانگین موزون گرفته می شود. مقادیر حاصل از میانگین موزون نشان دهنده اولویت هر گزینه رقیب بر اساس معیار انتخابی می باشد.

۳. انتخاب بهترین گزینه. برای انتخاب بهترین گزینه لازم است مقادیر هر ردیف (گزینه) در مقادیر متناظر ضرب شوند. این محاسبه ریاضی چیزی جز میانگین موزون برای هر گزینه رقیب نیست؛ مقادیر متناظر همان وزن معیارها نسبت به هم می باشد.

۴. نرخ سازگاری. پس از طی نمودن مراحل فوق نوبت به تعیین نرخ سازگاری می رسد. نرخ سازگاری مکانیسمی است که سازگاری مقایسه های صورت گرفته را مشخص می سازد. این مکانیسم نشان می دهد که تا چه اندازه می توان به اولویت های مشخص شده توسط خبرگان اعتماد کرد. تجربه نشان داده است که اگر نرخ سازگاری کمتر از ۱۰ درصد باشد می توان سازگاری مقایسه ها را پذیرفت. جهت مقایسه نرخ سازگاری بهترین روش استفاده از بردارهای ویژه می باشد. بدین منظور عملیات زیر انجام می شود:

الف. پس از تعیین اولویت ها بر اساس معیارهای انتخابی، بردار مجموع وزنی (WSV) محاسبه می شود. مقادیر اصلی مقایسه ها در اولویت ها ضرب می شود و در نهایت مجموع هر سطر محاسبه می گردد.

ب. بردار سازگاری (C.V) محاسبه می شود. این بردار با تقسیم هر یک از مولفه های بر اولویت شرکت ها نسبت به هریک از معیارها حاصل می گردد.

ج. مقدار $\lambda_{\max}$ از طریق محاسبه میانگین C.V محاسبه می شود.

د. شاخص سازگاری محاسبه می شود. براساس یافته های ساعتی، شاخص سازگاری برای مقایسه های انفرادی بر اساس رابطه ۱ و برای مقایسه های گروهی بر اساس رابطه ۲ تعریف می شود. n در اینجا بیان کننده تعداد شرکت ها می باشد.

$$C.I = \frac{\lambda_{\max} - n}{n - 1} \quad \text{رابطه ۱}$$

$$C.I = \frac{\lambda_{\max} - n}{n} \quad \text{رابطه ۲}$$

ه. نرخ سازگاری (C.R) به صورت زیر محاسبه می شود.

$$C.R = \frac{C.I}{R.I}$$

که در آن R.I نشان دهنده مقدار شاخص تصادفی است. این شاخص از جدول تهیه شده توسط ساعتی استخراج می‌شود.

۱۰- جامعه آماری

جامعه آماری تحقیق شامل متخصصین حوزه تأمین مالی از طریق انتشار اوراق مشارکت و آشنا به ابعاد مختلف این ابزار از جمله ابعاد فقهی، اقتصادی و مالی است. از این رو و با توجه به محدودیت متخصصین این حوزه، جهت نمونه‌گیری از روش نمونه در دسترس استفاده شده است. بدین منظور پس از بررسی‌های صورت گرفته، از نظرات ۷ نفر از خبرگان آشنا به ابعاد سه گانه فوق جهت تعیین اولویت‌های آسیب‌های فقهی، اقتصادی و مالی اوراق مشارکت در ایران استفاده گردید.

۱۱- تجزیه و تحلیل اطلاعات

جهت اولویت‌بندی آسیب‌های اوراق مشارکت، در گام نخست اقدام به تعیین درخت سلسه مراتب آسیب‌ها شد. بدین منظور با توجه به ادبیات موضوع و پیمایش‌های صورت گرفته، سه عامل و ۱۴ شاخص عمده در قالب نمودار زیر به عنوان درخت سلسه مراتب در نظر گرفته شد.

بعد مالی	بعد اقتصادی	بعد فقهی
- نبود قوانین و مقررات منسجم - نبود نهاد واسطه - نبود رتبه اعتباری برای اوراق - عدم تعیین ارزش طرح در پایان دوره ساخت - نبود بازار ثانویه فعال	- بی‌تاثیری انتشار اوراق بر پس انداز جامعه - کم بودن تاثیر انتشار اوراق بر شکل‌گیری جریانات سرمایه‌گذاری - بی‌تاثیر انتشار اوراق بر افزایش تولید - عدم تاثیر اوراق بر اجرای سیاست پولی	- ابهام در ماهیت فقهی - ابهام در موضوع مشارکت - ابهام در بکارگیری وجوه - ابهام در کیفیت تضمین اصل سرمایه ابهام در پرداخت سود قطعی

در گام دوم جهت تجزیه و تحلیل اطلاعات، دو پرسشنامه در بین نمونه آماری توزیع شد. پرسشنامه نخست به آزمون آسیب‌های اوراق مشارکت در ایران پرداخت. این بخش از پرسشنامه به آزمون معنی‌دار بودن متغیرهای تحقیق (۱۴ شاخص) در زمینه آسیب‌های انتشار اوراق مشارکت در ایران پرداخت. جهت تحلیل اطلاعات پرسشنامه نخست از نرم افزار SPSS استفاده شد. پایایی پرسشنامه از طریق اجرای آزمایشی پرسشنامه نمونه بین ۳ نفر از خبرگان تایید شد و پس از جمع‌آوری نقطه نظرات آن‌ها، پرسشنامه نهایی تنظیم گردید. به علاوه جهت تعیین روایی پرسشنامه از آلفای کرونباخ

استفاده شد. نتایج به دست آمده حاکی از این است که آلفای تحقیق ۰,۸۳ می باشد که این موضوع روایی پرسشنامه را تایید می نماید.

پرسشنامه دوم نیز مبتنی بر مبانی تحلیل سلسله مراتبی تنظیم و تمامی ۷ پرسشنامه برگشت داده شد. نتایج پرسشنامه دوم پس از تحلیل در جدول زیر خلاصه شده است.

جدول (۷): نتایج حاصل از بررسی پرسشنامه های تحلیل سلسله مراتبی

عوامل	وزن عامل	معیارها	وزن معیار در زیر گروه	وزن نهایی	رتبه
فقهی	۰,۴۸۰	ابهام در پرداخت سود قطعی	۰,۳۷۶	۰,۱۸۷	۱
		ابهام در کیفیت تضمین اصل سرمایه	۰,۲۳۵	۰,۱۱۷	۲
		ابهام در بکارگیری سرمایه در موضوع طرح	۰,۱۹۷	۰,۰۹۷	۵
		ابهام در موضوع مشارکت	۰,۱۰۸	۰,۰۵۴	۷
		ابهام در ماهیت فقهی	۰,۰۸۵	۰,۰۴۲	۱۰
اقتصادی	۰,۱۶۶	عدم تاثیر اوراق بر اجرای سیاست پولی	۰,۳۳۳	۰,۰۳۵	۱۱
		بی تاثیر انتشار اوراق بر افزایش تولید	۰,۳۱۱	۰,۰۳۳	۱۲
		کم تاثیری انتشار اوراق بر شکل گیری جریان سرمایه گذاری	۰,۲۲۲	۰,۰۲۳	۱۳
		بی تاثیری انتشار اوراق بر پس انداز جامعه	۰,۱۳۳	۰,۰۱۴	۱۴
مالی	۰,۳۵۳	نبود بازار ثانویه فعال	۰,۲۴۹	۰,۰۹۹	۴
		عدم تعیین ارزش طرح در پایان دوره ساخت	۰,۲۸۴	۰,۱۱۲	۳
		نبود رتبه اعتباری برای اوراق	۰,۲۲۵	۰,۰۸۹	۶
		نبود نهاد واسط	۰,۱۲۴	۰,۰۴۹	۸
		نبود قوانین و مقررات منسجم	۰,۱۱۸	۰,۰۴۷	۹

جدول شماره ۷ بیانگر آن است که به ترتیب مهمترین آسیب ها انتشار اوراق مشارکت مربوط به ابعاد فقهی، مالی و اقتصادی است. در بعد فقهی مهمترین آسیب مربوط به ابهام در پرداخت سود قطعی و ابهام در کیفیت تضمین اصل سرمایه، در بعد مالی عدم تعیین ارزش طرح در پایان دوره ساخت و نبود بازار ثانویه فعال و در بعد اقتصادی مهمترین چالش ها عدم تاثیر انتشار اوراق مشارکت بر اجرای سیاست پولی و بی تاثیر انتشار اوراق بر افزایش تولید می باشند.

۱۲- نتیجه‌گیری و پیشنهادات

ممنوعیت استفاده از ابزارهای ربوی جهت تأمین مالی بنگاه‌ها و طرح‌های اقتصادی سبب شده است تا شرکت‌ها به دنبال استفاده از ابزارهای جایگزین باشند. اوراق مشارکت از جمله ابزارهای مالی محسوب می‌شود که می‌تواند به تأمین مالی شرکت‌ها و طرح‌ها کمک نماید. حدود ۱۷ سال از نخستین انتشار این ابزار در کشور می‌گذرد ولی با این وجود استفاده وسیعی از این ابزار نشده است تا جایی که بررسی‌ها نشان می‌دهد این ابزار در اجرای سیاست‌های پولی بانک مرکزی و یا تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی، سهم چندانی نداشته است. فارغ از عوامل و سیاست‌های کلان اقتصاد کشور که به سمت نظام مالی مبتنی بر بانک سوق داده شده است، به نظر می‌رسد این ابزار از نظر فقهی و مهندسی مالی دارای اشکالاتی می‌باشد.

مهمترین مشکل فقهی اوراق مربوط به تضمین اصل و سود اوراق مشارکت است. در حالی که به مقتضای عقد شرکت، سود و زیان حاصل از مشارکت متوجه همه شرکاست لیکن قانون اوراق مشارکت، صحبت از تضمین بازپرداخت اصل سرمایه، سود علی‌الحساب و سود تحقق یافته می‌کند. عملکرد گذشته این اوراق نیز نشان از همین مطلب دارد و چنین تضمینی با ماهیت عقد شرکت منافات داشته، اوراق مشارکت را به اوراق قرضه نزدیک می‌کند.

از سوی دیگر این ابزار اشکالاتی نیز از بُعد مهندسی مالی دارد. در این حوزه از جمله مهمترین کاستی‌های اوراق مشارکت می‌توان به مواردی چون نبود شرکت واسطه، نبود شرکت‌های رتبه‌بندی اعتباری، تهیه نشدن گزارش سالانه در مورد اوراق مشارکت، طراحی اوراق مشارکت مبتنی بر بازخرید توسط بانک عامل و مشخص نبودن نحوه و شیوه ارزشگذاری طرح موضوع مشارکت، پس از اتمام مشارکت اشاره نمود.

با توجه به سپری شدن چندین سال از زمان انتشار اوراق مشارکت و تصویب قوانین و مقررات مربوط به آن، به نظر می‌رسد هم اکنون زمان آن فرارسیده است تا مقررات حاکم بر انتشار این ابزار مالی مورد بازنگری جدی قرار گیرد. در این زمینه تصویب قانون بازار اوراق بهادار در سال ۱۳۸۴ و نیز قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید در سال ۱۳۸۸، بستر حقوقی مناسبی را برای بازبینی و طراحی مدل‌های مالی جدید برای اوراق مشارکت فراهم نموده‌اند.

در پایان نیز آسیب‌های اوراق مشارکت به کمک دیدگاه خبرگان مورد بررسی قرار گرفت و بر این اساس ابهام در پرداخت سود قطعی، ابهام در کیفیت تضمین اصل سرمایه، عدم تعیین ارزش طرح

در پایان دوره ساخت و نبود بازار ثانویه فعال به ترتیب رتبه اول تا چهارم مهمترین چالش‌ها را به خود اختصاص داده است.

می‌توان به کمک آسیب‌شناسی ارائه شده در این مقاله، و با مطالعه ویژگی‌های ذاتی اوراق مشارکت، مدل‌های مطلوبی برای تأمین مالی شرکت‌ها ارائه نمود. با توجه به این موارد جهت طراحی مدل مالی بهینه برای اوراق مشارکت، پیشنهادهای زیر ارائه می‌شود:

۱. افزایش نقش نظارتی امین و حسابرس
۲. استفاده از نهاد واسط در فرآیند انتشار اوراق مشارکت
۳. فراهم نمودن شرایط برای انتشار اوراق مشارکت بدون ضمانت
۴. الزام به شرکت‌های ناشر اوراق مشارکت جهت استفاده از رتبه اعتباری
۵. طراحی اوراق مشارکت مبتنی بر شراکت سرمایه‌گذاران در سود و زیان اوراق
۶. بازنگری مقررات با در نظر گرفتن مواردی چون تعیین مجازات برای ارکان متخلف و...
۷. ممنوعیت بازخرید اوراق مشارکت توسط بانک‌ها و معامله آن در بورس اوراق بهادار یا فرابورس
۸. استفاده بانک مرکزی از اوراق بهادار جایگزین مانند اوراق اجاره یا مرابحه برای اجرای سیاست‌های پولی

منابع و مآخذ:

۱. آیین‌نامه اجرایی قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت. (۱۳۷۹).
۲. ترازنامه بانک مرکزی. (۱۳۷۳ تا ۱۳۸۶).
۳. رحیمی، زهرا. (۱۳۸۱). بررسی آثار اقتصادی انتشار اوراق مشارکت و روش‌های گسترش کاربرد آن در تأمین مالی. چاپ اول. تهران: پژوهشکده پولی و بانکی.
۴. شهرآبادی، ابوالفضل. (۱۳۷۴). طراحی اوراق مشارکت متناسب با بازار مالی ایران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد. دانشکده معارف اسلامی و مدیریت. به راهنمایی حسین عبده تبریزی.
۵. علی‌مدد، مصطفی. (۱۳۸۵). اوراق مشارکت: سوابق، مقررات و حسابداری. تهران: سازمان حسابرسی، مرکز تحقیقات تخصصی حسابداری و حسابرسی.
۶. فراهانی، مهدی. (۱۳۸۹). آسیب‌شناسی اقتصادی و حقوقی اوراق مشارکت. پایان‌نامه کارشناسی ارشد. موسسه علوم بانکی. به راهنمایی سید عباس موسویان.
۷. قانون بازار اوراق بهادار. (۱۳۸۴).
۸. قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت. (۱۳۷۷).
۹. موسسه علوم بانکداری ایران. (۱۳۷۱). مجموعه سخنرانی‌ها و مقالات ارائه شده به دومین سمینار بانکداری اسلامی. (۱۳۷۰). تهران: موسسه عالی بانکداری ایران. بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.
۱۰. موسویان، سید عباس. (۱۳۸۶). ابزارهای مالی اسلامی (صکوک). چاپ اول. تهران: سازمان انتشارات پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.
۱۱. هادوی تهرانی، مهدی. (۱۳۷۸). مبانی فقهی اوراق مشارکت. مجموعه سخنرانی‌ها و مقالات دهمین سمینار بانکداری اسلامی. چاپ اول. تهران: موسسه عالی بانکداری ایران. بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.
12. Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions. 2002. Shari'a standard No 18: Investment Sukuk. Manama. November.
13. Al Bashir, Muhammad. Al Amin, Muhammad. 2007. Sukuk Market: Innovations and challenges. Islamic Economic Studies. Vol 15. No. 2. January.
14. Tariq, Ali Arsalan. 2004. Managing Financial Risks of Sukuk Structures. A Dissertation Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements for the Degree of Masters of Science at Loughborough University, UK.
15. Khahf, Monzer. 2007. Workshop on Sukuk: Principle, Structure & Performance. International Islamic Conference on Islamic Finance. Tehran.

16. Kothari, Vinod.2006. Securitization the financial instrument of the future. Wiley Finance.
17. Qatar Global Sukuk Prospectus. 2003.
18. Zahari, Juniza.2006. Rating Perspective of Sukuk Musharakah Transactions. Malaysia: SEC.