

(اوراق مشارکت و سرمایه‌گذاری)

در تأمین مالی و توسعه اقتصادی

ایرج نوروش

سرمایه‌ای بواسطه این هزینه‌های سنگین و در نتیجه افزایش قیمت تمام شده تولید در شرکتها، بخصوص شرکتهایی که سهم عمده‌ای از بازار فروش را در کنترل خود نداشته‌اند کاهش یافته است و بجای توسعه صنعتی و سرمایه‌گذاری در پروژه‌های بلندمدت، فعالیت خود را به حفظ وضع موجود و تولیدات مونتازی محدود ساخته‌اند. امروزه محدودیت‌های منابع بانکهای دولتی و عدم امکان تأمین نیازهای مالی برخی از شرکتها در سطح وسیع بر مشکلات تأمین مالی شرکتها افزوده و نیاز به استفاده از اوراق قرضه توسط شرکتها در تأمین منابع لازم برای نوسازی و بخصوص همگام شدن در جهت بازسازی کشور يك امر ضروری بنظر می‌رسد.

با استفاده از اوراق قرضه در تأمین مالی این شرکتها و بصورت اهرم مالی و سرمایه‌گذاری این منابع در نوسازی و توسعه داراییهای سرمایه‌ای و ماشین‌آلات و بهره‌گیری از آن بصورت اهرم عملیاتی در مجموع بازدهی اقتصادی شرکتها بشدت افزایش خواهد یافت و بدین ترتیب مدیریت اینگونه شرکتها قادر خواهند شد محصولات خود را با کیفیت بهتر و قیمت نازلتر به بازارهای داخلی و خارجی عرضه کرده با اطمینان بیشتری برای بقا و رشد شرکت برنامه‌ریزی نمایند. با رواج انتشار

سالهاست که از اوراق قرضه در کتب و نشریات مختلف سخن به میان آمده، در دروس مختلف رشته‌های مالی و اقتصادی در دانشگاهها تدریس گردیده، اهمیت آن بعنوان يك ابزار در تأمین مالی آنها بصورت يك اهرم تاکید شده ولی تاکنون با وجودی که شرکتها سهامی عام تحت شرایط مندرج در مواد ۵۱ تا ۷۱ قانون تجارت می‌توانند مبادرت به انتشار و فروش اوراق قرضه نمایند از این ابزار اهرمی در تأمین مالی خود استفاده نکرده‌اند. عدم استفاده از اوراق قرضه در تأمین مالی شرکتها برای عام بدون علت نبوده و در گذشته بدلیل آنکه تقریباً "هیچیک از شرکتها نتوانسته‌اند جایگاه اعتباری خود را برای دریافت وام مستقیم از مردم کسب نمایند و از طرف دیگر مردم هم آشنایی با این گونه وام دهی و تجربه ای در آن نداشته‌اند و لذا هیچ شرکتی اقدام به انتشار و فروش اوراق قرضه ننموده است. شرکتها بزرگ تا قبل از انقلاب نیازهای مالی بلندمدت خود را از طریق بانکهای که خود ایجاد کرده یا کنترل سهام آنها در دست داشته‌اند تأمین می‌کرده‌اند و دیگر شرکتها ناچار به بانکهای خصوصی و دولتی روی آورده و با هزینه سنگین تری نیازهای مالی خود را تأمین می‌کرده‌اند. طبیعتاً تمایل به سرمایه‌گذاری در داراییهای

اوراق قرضه در شرکت‌های سهامی عام، شرکت‌های بزرگ سهامی خاص راهم بفرکر تبدیل به نوع عام واستفاده از این بازار وسیع تامین مالی کرده وبمرور زمان باین ترتیب گسترش مالکیت صنعتی هم بنوبسه خود بمرحله عمل درخواهد آمد. انتشار اوراق قرضه و این‌گونه وام‌گیری مستقیم از مردم وموسسات می‌تواند بانکها را از صورت عوامل واسطه‌ای موجود بیسین شرکتها ومردم خارج ساخته با حذف هزینه عملیات وسوداین عوامل، هزینه‌تأمین مالی را بحد اقل ممکن برساند و شرکتها به سرمایه‌گذاریهای دراز مدت در صنعت وتکنولوژی تشویق شوند.

حال برای رسیدن به این مقصود دو مساله درپیش است اول اینکه چگونه باید اعتماد خریداران اوراق قرضه را برای سرمایه‌گذاری در این‌گونه اوراق جلب و ثانیاً " چگونه از نظر شرعی با مساله بهره این‌گونه اوراق برخورد نمود.

پیشنهادها :

۱- در ارتباط با جلب اعتماد خریداران اوراق قرضه پیشنهاد می‌شود علاوه بر اینکه شرکتها در پذیره نویسی اوراق قرضه تعهد به ایجاد حساب پس انداز وجوه استهلاکی اوراق قرضه در نزد یکی از بانکها بنمایند، بانکها هم بنوبه خود بادریافت کارمزد منصفانه وباتوجه به اینکه : (الف) حساب پس انداز وجوه استهلاکی را در کنترل خود دارند، (ب) شرکت منتشر کننده اوراق از اعتبار خوبی در گذشته برخوردار بوده است، و (ج) کلیه دارائیهای خود را در وثیقه بانک خواهد گذاشت، بازپرداخت اوراق قرضه را در سر رسید از جانب شرکت به دارندگان آن تضمین کرده و کارگزاری فروش آنرا بعهده بگیرند تا بدین وسیله اعتماد اشخاص حقیقی وحقوقی را در سرمایه گذاری در این‌گونه اوراق جلب نمایند.

در اینجا بد نیست که سخن از نیازهای مالی شرکت‌های تحت پوشش نهادها وسازمانهای دولتی برای امر سرمایه‌گذاری های توسعه‌ای وجایگزینی در اموال، ماشین آلات وتجهیزات تولیدی بمیسان آوریم. سرمایه‌گذاری‌ها بی‌کی حتی برای جایگزینی

تجهیزاتی که فرسوده شده و بعلت عدم دسترسی به منابع مالی، تامین آن مقدور نمی‌باشد. در صورتی که این شرکتها بتوانند از طریق انتشار و فروش اوراق قرضه نیازهای مالی خود را برای این‌گونه سرمایه‌گذاری‌های ضروری تامین نمایند قسمت اعظم منابع کشور که تحت پوشش نهادها وسازمانهای دولتی قرار دارند بحرکت درآمده پول‌های سرگردان از سرمایه‌گذاری‌های کاذب نظیر طلا، احتکار کالا، ارز وغیره خارج شده در خدمت توسعه اقتصادی قرار می‌گیرد در این راستا پیشنهاد می‌گردد که دولت به نهادها وسازمانهای دولتی اجازه تضمین بازپرداخت اوراق قرضه شرکت‌های تحت پوشش خود را با ضوابط خاصی مثلاً " اگر نسبت بدهی شرکتها پس از انتشار اوراق قرضه از ۵۰ درصد بیشتر نشود اعطاء نماید. بدین طریق شرکت‌های تحت پوشش خواهند توانست بسودن مساعدت بانکها هم راساً و یا توسط نهاد یا سازمان متبوعه خود اقدام به انتشار و فروش اوراق قرضه نموده ضمن جلب اعتماد خریداران این اوراق نیازهای مالی بلند مدت خود را با حداقل هزینه و از بازار پولی وسیع‌تری تامین نمایند.

۲- در رابطه با مساله بهره پیشنهاد می‌شود کسه همان‌گونه که اشخاص حقیقی وحقوقی در عقود اسلامی کسب حداقل سودی را در عقد قرارداد از بانک تضمین وتعهد می‌نمایند، شرکتها هم برای اوراق قرضه حداقل نرخ‌ی را که شورای عالی بانکها بسرای سیرده‌های بلند مدت سپرده‌گذاران نزد بانکها تصویب می‌نماید که معمولاً " هشت درصد است بعنوان حداقل سود ثابت برای وام‌دهندگان یعنی خریداران اوراق قرضه در نظر گرفته مبلغ کوبین‌های سالانه با اعمال این نرخ بر قیمت اسمی اوراق محاسبه وهمراه اوراق قرضه در اختیار خریداران آن قرار گیرد. منتهی برای جوابگویی به انتظارات خریداران این‌گونه اوراق در رابطه با درآمد بیشتر حاصل از سرمایه‌گذاریشان ومتقابلاً " درگیر کردن آنان در ریسک مشارکت این درآمد بیشتر پیشنهاد می‌گردد که در پایان هر سال مالی سود خالص عملیاتی

برمجموع مبلغ اسمی اوراق قرضه منتشره و مبلغ دفتری سهام سرمایه تسهیم شود و بدین ترتیب اگر نسبت مذکور از درصد سود کوپن ها بیشتر باشد درصدی از مسازاد آن و بطور مثال ۳۰ درصد مازاد آن را علاوه بر مبلغ کوپن ها به دارندگان اوراق قرضه آن سال بعنوان سود مشارکت تقسیم نمایند. برای نمونه اگر این نسبت سودآوری در سال بخصوصی معادل ۲۰ درصد گردد، معادل ۳۰ درصد از ۱۲ درصد (مازاد ۲۰ درصد بر ۸ درصد نرخ کوپن یعنی ۳/۶ درصد) مبلغ اسمی اوراق قرضه علاوه بر سود کوپن ها به دارندگان آن پرداخت خواهد گردید و باین ترتیب دارندگان اوراق قرضه در آن سال بخصوص در سودی معادل ۱۱/۶ درصد سرمایه گذاریشان مشارکت خواهند نمود.

باتوجه به ماهیت سرمایه گذاری در اوراق قرضه به طریقی که ذکر گردید همانند مشارکت در سرمایه گذاری می باشد، پیشنهاد می شود بجای اصطلاح اوراق قرضه از اصطلاح "اوراق مشارکت در سرمایه گذاری" (یا اصطلاح مناسب دیگری) استفاده شود. امید است پیشنهادهای فوق مورد توجه دولت قرار گرفته و مجوزی که همراه با دستورالعمل اجرایی آن برای نهادها و سازمانهای دولتی در ارتباط با تضمین باز پرداخت مبلغ اسمی در سر رسید اوراق قرضه شرکتهای تابعه آنها صادر می نماید موجباتی در جهت گشایش در امرنوسازی، بازسازی

و گسترش صنایع گردیده به سلامت اقتصاد در کشور بسهم خود کمک نماید. همچنین دولت پس از بررسی های لازم می تواند در صورت صلاحدید طی دستور - العملی به بانکها، خدمات کارگزاری پذیره نویسی فروش اوراق قرضه و تضمین بازپرداخت آنها را در سر رسید به دارندگان آن مشابه آنچه که قبلاً ذکر گردید برای شرکتهای بخش خصوصی بعهده بانکها واگذار نماید.

ضمناً جا دارد با اشاره به استفاده از اوراق قرضه دولتی در موارد معدودی از جمله در زمان دکترو محمد مصدق بعنوان قرضه ملی، در زمان اجرای قانون اصلاحات ارضی، در زمان اجرای قانون گسترش مالکیت صنعتی، در زمان اجرای برنامه نوسازی و عمران آباد و با لایحه پس از سال ۱۳۴۸ باتصویب قانون انتشار اوراق قرضه و اسناد خزانه توسط بانک مرکزی یادآور گردد که انتشار اوراق قرضه دولتی برای تامین مالی پروژه های سرمایه گذاری دولتی با سود مورد انتظار و تضمین این سود بعنوان حداقل جایزه اوراق قرضه می تواند راهشگایی باشد در اجرای هرچه بیشتر سیاستهای مالی و پولی دولت و بنوبه خود محرکی برای رونق بخشیدن به بورس اوراق بهادار و از همه مهمتر اجرای هرچه سریعتر برنامه های بازسازی و عمرانی کشور بکمک و مشارکت مردم.



