



## راهکارهایی برای افزایش جذابیت خرید اوراق مشارکت دولتی

وهاب قلیچ \*

### چکیده

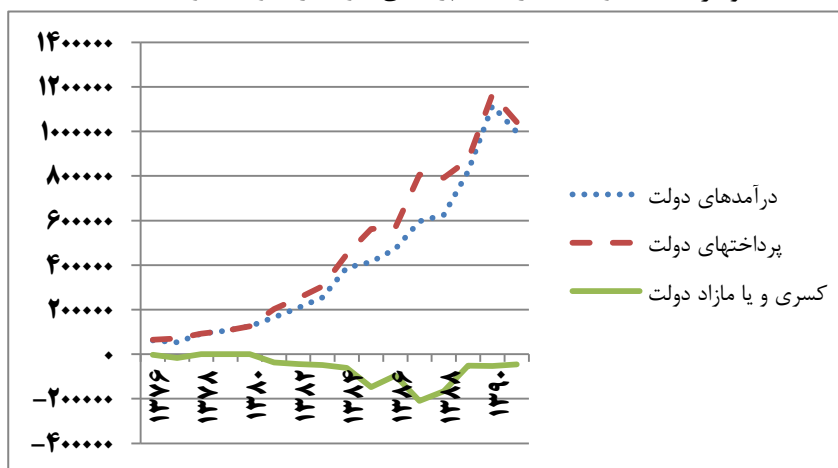
کسری بودجه یکی از معضلات قدیمی اقتصاد ایران است که برای تأمین آن بیش تر از طریق ایجاد پایه پولی و در نتیجه ایجاد تورم پولی اقدام می‌شود. یکی از ابزارهایی که دولت می‌تواند برای تأمین مالی کسری بودجه خود بدان متوسل شود، اوراق مشارکت دولتی است. حجم پایین عرضه این اوراق طی سالیان گذشته، حکایت از نبود تقاضای کافی در بازار برای این دسته از اوراق دارد. به نظر می‌رسد جذابیت نداشتن اوراق مشارکت دولتی، نقش مهمی در پایین بودن سطح تقاضا و به دنبال آن پایین بودن سطح عرضه این اوراق داشته است. از این رو برای افزایش میزان خرید این اوراق می‌بایست به افزایش جذابیت اوراق برای خریداران اقدام کرد. در این یادداشت با استفاده از روش تحقیق کتابخانه‌ای چند راهکار برای دستیابی به این هدف ارائه می‌شود. فعال‌سازی بازار ثانویه اوراق و گسترش سطح دسترسی به آن، هماهنگ‌سازی سود علی‌الحساب با سود بازارهای رقیب، استفاده از اوراق مشارکت با نرخ سود علی‌الحساب شناور (مصون از تورم)، استفاده از اوراق مشارکت تبدیلی، اطلاع‌رسانی و آگاهی‌بخشی به صاحبان سرمایه، تنوع‌بخشی به اوراق برحسب سلیقه‌های مشتریان و اجرای تسهیلات ویژه از جمله راهکارهای پیشنهادی برای افزایش تقاضای خرید این نوع اوراق است.

**واژگان کلیدی:** اوراق مشارکت، دولت، نرخ سود، کسری بودجه

## مقدمه

کسری بودجه دولت مفهومی آشنا، قدیمی و نه‌چندان خوشایند در ادبیات اقتصادی کشور است. این عارضه که سابقه طولانی در تاریخچه اقتصادی کشور دارد، به طور کلی دارای دو منشأ غیرساختاری و ساختاری است. در حالت غیرساختاری، وقوع یک شوک خارجی همچون وقوع خشکسالی (به ویژه برای کشورهای که تولیدات کشاورزی سهم زیادی از بودجه دولت را تأمین می‌کنند)، تحریم‌های نفتی و کاهش قیمت نفت (به ویژه برای کشورهای که صادرات نفتی سهم زیادی از بودجه دولت را تأمین می‌کنند) می‌تواند سمت درآمدهای بودجه‌ای را کاهش دهد و کسری بودجه را ایجاد کند. لیکن در حالت ساختاری، کسری بودجه دولت در نتیجه ناهماهنگی بین دخل و خرج عمومی دولت در بلندمدت به وجود می‌آید. این ناهماهنگی گاهی در نتیجه اولویت‌بندی سیاست‌های کلان اقتصادی همچون، افزایش مخارج عمرانی با هدف تقویت زیربنای اقتصادی و اجتماعی در بلندمدت بروز می‌کند. نمودار شماره ۱ نشان می‌دهد که دولت از سال ۱۳۸۰ تاکنون همواره با مسئله کسری بودجه روبه‌رو بوده است.

نمودار شماره ۱: وضعیت درآمدها، پرداختی‌ها و کسری بودجه دولت (میلیارد ریال)



مأخذ: [۱]

جدول شماره ۱: تراز عملیاتی و خالص واگذاری دارایی‌های سرمایه‌ای ۹ ماهه سال ۱۳۹۳ (میلیارد تومان)

تراز عملیاتی	هزینه جاری	درآمد	تراز عملیاتی
۳۸۴۴۲- (کسری)	۱۰۱۱۶۴	۶۳۷۸۱	تراز عملیاتی
خالص واگذاری دارایی‌های سرمایه‌ای	تملك دارایی‌های سرمایه‌ای (هزینه عمرانی)	درآمد (عمدتاً نفتی)	دارایی‌های سرمایه‌ای
۲۷۶۸۹+ (مازاد)	۲۳۵۴۲	۵۱۲۳۱	دارایی‌های سرمایه‌ای
۱۰۷۵۳- (کسری بودجه)	مجموع تراز عملیاتی و خالص واگذاری دارایی‌های سرمایه‌ای		

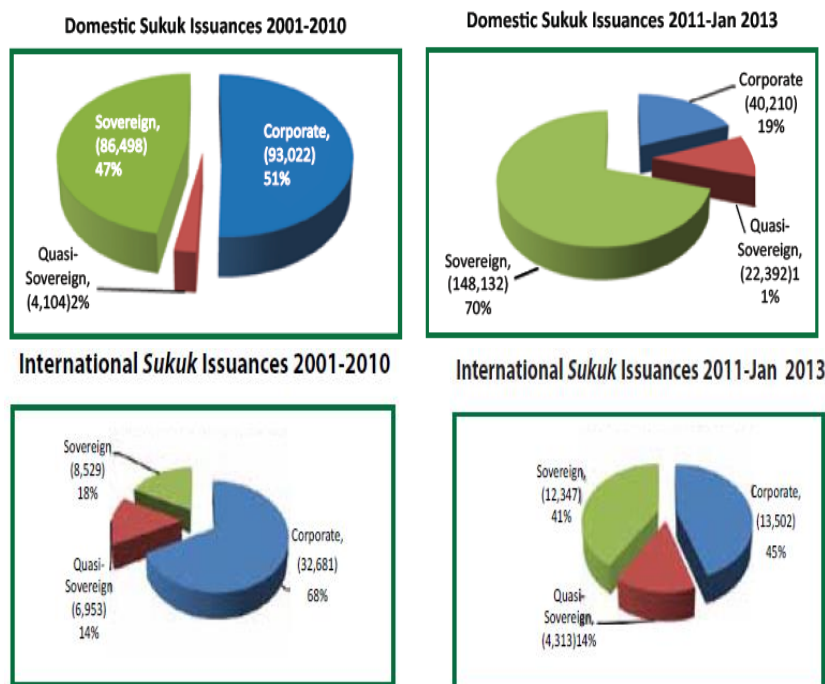
مأخذ: [۲]

تأمین کسری بودجه در کشورهای هم‌چون ما که بنا بر نبود زیرساخت‌های لازم و نشست اقتصاد در قوس رکودی، کم‌تر توان اخذ درآمدهای مالیاتی را دارند، تنها به یک راه‌حل آسان و البته پرهزینه ختم می‌شود: استقراض دولت از نظام بانکی.

نتایج تحقیقات چنین نشان می‌دهد که استقراض دولت از نظام بانکی، موجب افزایش پایه پولی و به تبع آن افزایش حجم نقدینگی شده و این عامل سرانجام منجر به بروز و پایداری تورم در اقتصاد ایران می‌شود [۳]. برای جلوگیری از رجوع مکرر دولت به این راه‌حل پرهزینه و تورم‌زا می‌بایست به طراحی ابزارهای مالی مشروع، آسان و کاربردی برای تأمین مالی کسری بودجه دولت روی آورد. با توجه به الزام ابزارهای مالی قابل کاربرد در کشور به پیروی از اصول حقه شریعت اسلامی، نمی‌توان در این مسیر از ابزارهای اقتصاد متعارف، هم‌چون اوراق قرضه دولتی استفاده کرد.

با نگاهی به ادبیات مالی اسلامی درمی‌یابیم که اوراق خزانة اسلامی و سایر انواع صکوک هم‌چون صکوک اجاره، استصناع، مرابحه از جمله ابزارهای مالی اسلامی هستند که می‌توان کاربردپذیری آنان را در تأمین مالی کسری بودجه دولت، مورد مطالعه و پژوهش قرار داد. نمودار شماره ۲ نشان می‌دهد که در چند سال اخیر نسبت حجم استفاده از صکوک دولتی به کل صکوک منتشر شده در مقایسه با دوره‌های قبل رشد چشمگیری داشته است.

نمودار شماره ۲: سهم ناشرین مختلف در انتشار صکوک داخلی و بین‌المللی



مأخذ: [۴]

در این میان یکی از ابزارهایی که دولت می‌تواند برای تأمین مالی خود بدان توسل جدید، اوراق مشارکت دولتی است. مسلم است که کاربرد این اوراق برای تأمین مالی کسری بودجه از جنبه‌های پرشمار اقتصادی، مالی و فقهی قابل بررسی است؛ لیکن این یادداشت تنها در پی بررسی راه‌های جذاب‌سازی اوراق مشارکت دولتی نزد متقاضیان است و ورود به سایر جنبه‌ها را به تحقیقات آتی موکول می‌کند.

درباره پیشینه تحقیق بایست گفت که مطالعات زیادی از جمله موسویان [۵]، هادوی تهرانی [۶]، مؤمن [۷]، رحیمی [۸] و... درخصوص ابعاد گوناگون اوراق مشارکت انجام شده است، لیکن مطالعه تخصصی چندانی درباره روش‌های جذاب‌سازی اوراق مشارکت

دولتی برای افزایش تقاضای خرید آن انجام نشده است. این تحقیق قصد دارد با پرداخت به این موضوع این خلاء مهم را پر سازد.

### ۱- اوراق مشارکت

اوراق مشارکت، اسناد و گواهی‌های دارای ارزش یکسان است که برای تجمیع وجوه لازم برای راه‌اندازی طرح‌های جدید، توسعه طرح‌های موجود یا تأمین مالی کسب و کارهای مبتنی بر مشارکت استفاده می‌شود. برای نخستین بار در بند «ب» تبصره ۸۵ قانون برنامه پنج ساله دوم توسعه کشور در سال ۱۳۷۳، اوراق مشارکت به این شرح تعریف شد: «اوراق مشارکت، اوراق بهاداری است که به قیمت اسمی مشخصی منتشر می‌شود و به سرمایه‌گذارانی که قصد مشارکت در اجرای طرح‌های زیربنایی، تولیدی و ساختمانی را دارند به فروش می‌رسد. خریداران این اوراق به نسبت قیمت اسمی در سود حاصل از اجرای طرح مزبور شریک خواهند شد.»

همچنین براساس قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت مصوب شهریور ۱۳۷۶، اوراق مشارکت اوراق بهاداری است که با مجوز قانونی خاص یا مجوز بانک مرکزی، برای تأمین بخشی از منابع مالی مورد نیاز به‌منظور ایجاد، تکمیل و توسعه طرح‌های عمرانی-انتفاعی دولت مندرج در قوانین بودجه سالانه کشور یا برای تأمین منابع مالی به‌منظور ایجاد، تکمیل و توسعه طرح‌های سودآور تولیدی، ساختمانی و خدماتی شامل منابع مالی لازم برای تهیه مواد اولیه مورد نیاز واحد تولیدی توسط دولت، شرکت‌های دولتی، شهرداری‌ها و مؤسسات و نهادهای عمومی غیردولتی و مؤسسات عام‌المنفعه و شرکت‌های وابسته به دستگاه‌های مذکور، شرکت‌های سهامی عام و خاص و شرکت‌های تعاونی تولید منتشر می‌شود و به سرمایه‌گذارانی که قصد مشارکت در اجرای طرح‌های یاد شده را دارند از طریق عرضه عمومی واگذار می‌گردد و مبتنی بر عقد مشارکت مدنی است. بنا به این تعریف، این اوراق بهادار به قیمت اسمی مشخص و برای مدت معین منتشر می‌شود.<sup>۱</sup> دارندگان این اوراق

<sup>۱</sup> این اوراق به سرمایه‌گذارانی که قصد مشارکت در اجرای طرح‌های موضوع ماده یک قانون را دارند واگذار می‌شود.

که می‌تواند بانام یا بی‌نامی باشد به میزان سهم خود از مشارکت، مالک طرح یا دارایی‌های آن می‌شوند و بالتبع به نسبت قیمت اسمی و مدت زمان مشارکت در سود حاصل از اجرای طرح مربوطه شریک می‌شوند.

هر ورق از اوراق مشارکت، بیانگر میزان سهم‌الشرکه صاحب برگه است. رابطه بین ناشر و خریدار اوراق رابطه وکیل و موکل است. بدین‌نحو که ناشر به وکالت از خریداران اوراق، نسبت به مصرف وجوه در اجرای طرح‌ها و یا خرید و فروش کالا، خدمات و دارایی مربوط به طرح اقدام می‌کند. بر این اساس، ناشر خود بایستی در طرحی که برایش اوراق منتشر کرده است در قالب آورده‌های نقدی یا غیرنقدی سرمایه‌گذاری کند. به بیان دیگر ناشر افزون بر نقش وکیل، نقش شریک را هم در رابطه با صاحبان اوراق ایفا خواهد کرد. از آنجاکه انتقال اوراق در بازار ثانویه، خللی به رابطه وکالت بین صاحبان اوراق و ناشر وارد نمی‌کند، این اوراق می‌تواند در بازار ثانویه مورد مبادله و معامله قرار گیرد.

برای پوشش برخی از ریسک‌های این اوراق، لازم است ضامنی وجود داشته باشد که پرداخت اصل و سود اوراق را در سررسیدهای معین تضمین کند. براساس قوانین و مقررات، وجود ضامن به اختیار ناشر است، لیکن در صورت نبود ضامن، وظایف آن به امین منتقل می‌شود. چون اوراق از نوع مشارکت است و در قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت ذکر شده که ناشر باید تضامین کافی را برای ضمانت‌های سود دارندگان اوراق قرار دهد. بنابراین در این نوع خاص از اوراق مشارکت نیز باید ناشر وثیقه‌های لازم را در اختیار امین به‌عنوان حافظ منافع سرمایه‌گذاران قرار دهد.

در این اوراق، عامل به‌عنوان شخصیت حقوقی امور مربوط به عرضه اولیه اوراق در بازار اولیه، پرداخت سود علی‌الحساب و قطعی، بازپرداخت اصل مبلغ اوراق در سررسید، کسر و پرداخت مالیات‌های مربوطه و سایر امور اجرایی را تحت نظارت مؤسسه امین و با دریافت وثیقه‌های لازم از ضامن، انجام می‌دهد. در همان حال، چنانچه عامل نخواهد نقش ضامن را داشته باشد و اصل سرمایه را تضمین کند و یا از طریق تعهد به خرید سهم‌الشرکه به نحوی که حاوی سود علی‌الحساب باشد، اقدام کند، می‌تواند با ناشر دارای یک شخصیت حقوقی باشد؛ ولی در غیر این صورت، دارا بودن یک شخصیت حقوقی مستقل از ناشر برای عامل لازم است.

در اینجا، ذکر یک ملاحظه ضروری است. مبادله اوراق مشارکت در بازار اولیه از جنس «بیع» نیست؛ زیرا ناشر با آوردن سهمی با صاحبان اوراق «شریک» می‌شود و خرید و فروشی در کار نخواهد بود. از این‌رو عنوان خرید و فروش اوراق مشارکت، مسامحه در تعبیر است. لیکن در بازار ثانویه واقعاً بیع محقق می‌شود، چرا که دارنده اوراق، سهم‌الشرکه خود را به شخص ثالث می‌فروشد و شخص ثالث جایگزین وی در امر مشارکت می‌شود. شایان ذکر است که پرداخت سود علی‌الحساب در این نوع اوراق، به معنای تعهد به پرداخت نرخ حداقلی سود است. این تعهد، خیال سرمایه‌گذاران را از دریافت حداقل سود آسوده می‌کند و چه بسا در سررسید اوراق و پس از پایان طرح مورد مشارکت، امکان بیش‌تر شدن سود قطعی نسبت به سود علی‌الحساب و دریافت مابه‌التفاوت این دو نرخ برای دارندگان اوراق وجود خواهد داشت.

اوراق مشارکت دارای چند مزیت است:

**اول-** این اوراق شامل تمام بخش‌های اقتصادی اعم از کشاورزی، خدمات، بازرگانی و صنعت می‌شود و می‌تواند برای طرح‌های کوتاه‌مدت تا بلندمدت منتشر شود.

**دوم-** در کاربرد این اوراق به‌عنوان ابزار سیاست‌گذاری دولتی، دولت خود شریک سرمایه‌گذاران می‌شود و از این نظر با امکان تضمین اصل سرمایه دارندگان اوراق، به‌عنوان شریک آنان موجب اعتماد سرمایه‌گذاران در خرید اوراق می‌شود. علت این امر هم آن است که در عقد شرکت یکی از شرکاء (مثل دولت) می‌تواند چنین تعهد کند که اگر طرح مورد مشارکت با زیان روبه‌رو شد، کل زیان را به‌تنهایی بر عهده گرفته و بازپرداخت اصل سرمایه شرکاء (دارندگان اوراق) را ضمانت کند.

**سوم-** این اوراق همانند سهام، قابل تبادل و انتقال به دیگری و خرید و فروش در بازار ثانویه است.

**چهارم-** این اوراق قابلیت تجدید چاپ را دارد. به این معنا که دولت می‌تواند برای تجدید طرح‌های کوتاه‌مدت و یا تمدید طرح‌های میان‌مدت تا بلندمدت، اوراق را دوباره منتشر کند و با وجوه به‌دست آمده، مطالبات اوراق قبلی را تسویه کرده و به نوعی شرکای جدید را جایگزین شرکای قدیم کند.



پنجم - با انتشار اوراق مشارکت مدنی با موضوعیت مشارکت در پروژه‌های عمرانی، امکان جمع‌آوری بخشی از نقدینگی سرگردان و سرمایه‌های خرد و کلان جامعه و هدایت آن به سمت تولید ساختاریافته و توسعه اقتصادی فراهم می‌شود. بدیهی است که این امر اگر با مدیریت و تدبیر صحیح در اقتصاد همراه شود، به تقویت بخش عرضه کل کمک می‌کند و مانع تلاطم شدید بازارهای موازی مثل ارز، طلا و مسکن می‌شود.

## ۲- چالش عدم تقاضای مناسب اوراق

با نگاهی به سابقه فروش این اوراق درمی‌یابیم که یکی از چالش‌های موجود، اندک بودن حجم فروش رفته اوراق مشارکت<sup>۱</sup> در مقایسه با حجم نقدینگی موجود در کشور است. براساس جدول شماره ۲ به‌طور متوسط، تنها معادل ۱/۵۸ درصد از نقدینگی اقتصاد کشور، اوراق مشارکت به فروش رفته است.

---

<sup>۱</sup> منظور اوراق مشارکت دولت، شرکت‌های دولتی و شهرداری‌ها است.

جدول شماره ۲: نسبت فروش اوراق مشارکت به نقدینگی

سال انتشار	میزان فروش (میلیارد ریال)	نقدینگی (میلیارد ریال)	نسبت میزان فروش به حجم نقدینگی (درصد)
۱۳۷۳	۷۵	۶۱۸۴۴	۱/۱۲
۱۳۷۴	۲۲۵	۸۵۰۷۲/۲	۰/۲۶
۱۳۷۵	۴۰۱	۱۱۶۵۵۲/۲	۰/۳۴
۱۳۷۶	۲۴۷۲	۱۳۴۲۸۶/۳	۱/۸۴
۱۳۷۷	۳۱۳۰	۱۶۰۴۰۱/۵	۱/۹۵
۱۳۷۸	۲۳۷۷	۱۹۲۶۸۹/۲	۱/۲۳
۱۳۷۹	۲۳۸۰	۲۴۹۱۱۰/۷	۰/۹۶
۱۳۸۰	۶۰۹۹	۳۲۰۹۵۷/۲	۱/۹۰
۱۳۸۱	۵۳۷۷	۴۱۷۵۲۴	۱/۲۹
۱۳۸۲	۱۱۷۹۶	۵۲۶۵۹۶/۴	۲/۲۴
۱۳۸۳	۱۸۵۹۰	۶۸۵۸۶۷/۲	۲/۷۱
۱۳۸۴	۱۷۰۰۰	۹۲۱۰۱۹/۴	۱/۸۵
۱۳۸۵	۱۵۷۷۵	۱۲۸۴۱۹۹/۴	۱/۲۳
۱۳۸۶	۲۳۵۱۰	۱۶۴۰۲۹۳	۱/۴۳
۱۳۸۷	۱۱۲۹۹	۱۹۰۱۳۶۶	۰/۵۹
۱۳۸۸	۱۷۶۹۷	۲۳۵۵۸۸۹/۱	۰/۷۵
۱۳۸۹	۱۵۹۱۳۷	۲۹۴۸۸۷۴/۲	۵/۴۰
۱۳۹۰	۴۴۸۶۱	۳۵۴۲۵۵۱/۹	۱/۲۶
۱۳۹۱	۱۲۳۲۱۸	۴۶۰۶۹۳۵/۹	۲/۶۷
۱/۵۸	میانگین		

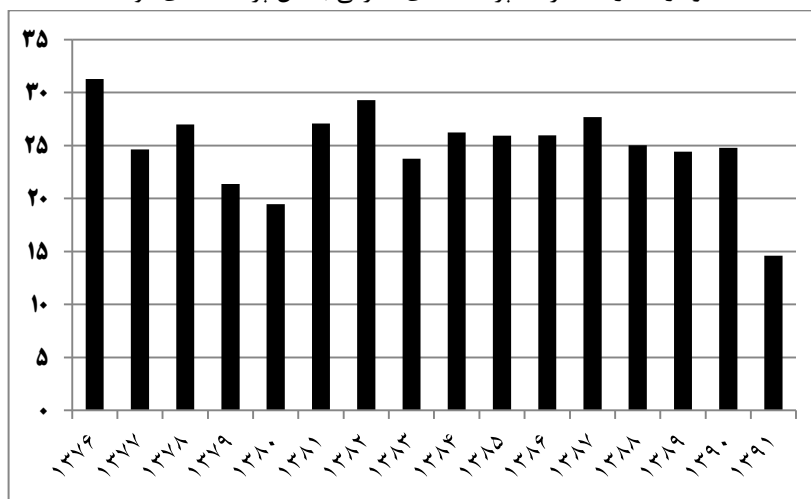
مأخذ: [۹]

پایین بودن حجم به فروش رفته اوراق مشارکت در مقایسه با حجم نقدینگی موجود در کشور از چند ناحیه قابل بررسی است:

### اول - ظرفیت

اوراق مشارکت بیش‌تر از آنکه بتواند هزینه‌های جاری را تحت پوشش قرار دهد<sup>۱</sup>. برای تأمین هزینه‌های عمرانی به‌کار می‌آید. در بازه زمانی ۱۳۷۶ تا ۱۳۹۱ سهم پرداخت‌های عمرانی دولت به کل پرداخت‌ها به‌طور میانگین در حدود ۲۵ درصد بوده است (نمودار شماره ۳). این حجم از پرداخت‌های عمرانی نشان می‌دهد که ظرفیت خوبی وجود دارد تا با استفاده از اوراق مشارکت مدنی بخش مهمی از درآمدهای دولت را از هزینه شدن برای پروژه‌های عمرانی معاف کرد و با استفاده از وجوه سرمایه‌گذاران این پرداخت‌ها را به انجام رسانید<sup>۲</sup>.

نمودار شماره ۳: درصد پرداخت‌های عمرانی به کل پرداخت‌های دولت



مأخذ: [۱]

<sup>۱</sup> فروش سهام شرکت‌های دولتی در بازار اولیه ذیل عقد مشارکت حقوقی می‌تواند نقش تکمیلی داشته باشد و بخشی از پرداخت‌های جاری دولت را تحت پوشش قرار دهد.  
<sup>۲</sup> پرداخت‌های عمرانی دولت در سال ۱۳۹۳ بالغ بر ۳۲ هزار میلیارد تومان بوده که حدود ۵ هزار میلیارد تومان آن از طریق تهاتر و اوراق مشارکت بوده است (طیبنیا (وزیر اقتصاد)، خبرگزاری مهر، ۱۳۹۴/۰۱/۱۹، شناسه خبر ۲۵۲۸۹۹۴).

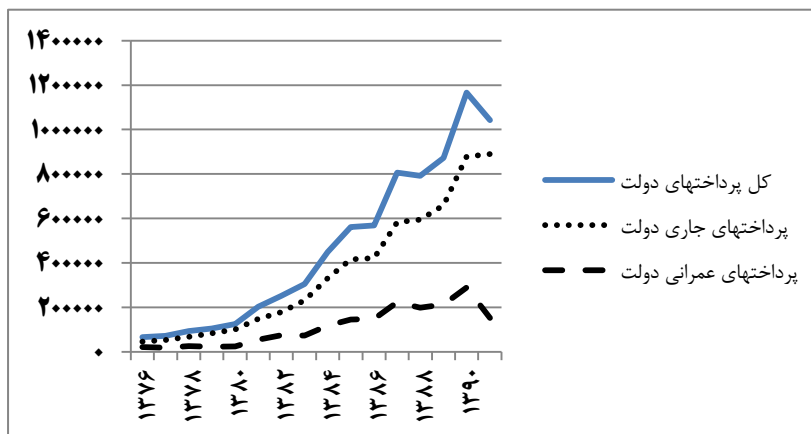
### دوم - جواز قانونی

قوانین کلان کشور همچون قوانین بودجه کل کشور امکان عرضه اوراق مشارکت را برای دولت، شرکت‌های وابسته و تابعه وزارتخانه‌ها و شهرداری‌ها و سازمان‌های وابسته به آن‌ها فراهم ساخته است.<sup>۱</sup> همچنین با تصویب مجلس شورای اسلامی (۱۰ دی ۱۳۹۳)، معاملات، دریافت‌ها و پرداخت‌های موضوع انتشار اوراق بهادار دستگاه‌های اجرایی با تأیید خزانه داری کل کشور از رعایت تشریفات قانون مناقصات و مزایده‌ها مستثنی شده‌اند. از این نظر منع قانونی برای عرضه این اوراق وجود ندارد و تنها سقف میزان عرضه از سوی قوانین بودجه تعیین می‌شود.

### سوم - چشم‌انداز

نمودار شماره ۴ نشان می‌دهد که گرچه همواره سهم هزینه‌های عمرانی از هزینه‌های جاری دولت کم‌تر بوده است، لیکن عموماً این دسته از هزینه‌های عمرانی روندی رو به رشد داشته است که این می‌تواند چشم‌اندازی روشن برای استفاده از اوراق مشارکت دولتی در زمان‌های آتی باشد.

نمودار شماره ۴: وضعیت پرداخت‌های جاری و عمرانی دولت



مأخذ: [۱]

<sup>۱</sup> تبصره شش قانون بودجه ۱۳۹۴ کل کشور به این موضوع پرداخته است.

آن طور که مشخص است از جنبه ظرفیت، جواز قانونی و چشم‌انداز در انتشار اوراق مشارکت دولتی، محدودیت خاصی ملاحظه نمی‌شود؛ لیکن با توجه به محاسبات انجام شده مشخص می‌شود که نسبت میزان انتشار و عرضه این اوراق به نقدینگی تنها در حدود ۱/۸۷ درصد بوده است. نکته جالب توجه آن است که همین تخمین نه چندان زیاد از تقاضای بازار نیز به طور کامل به واقعیت منجر نمی‌شود؛ آن گونه که در جدول شماره ۳ ملاحظه می‌شود حجم اوراق مشارکت فروش رفته از کل اوراق مشارکت منتشر شده به طور میانگین در حدود ۹۰ درصد است.

جدول شماره ۳: نسبت فروش اوراق مشارکت به میزان انتشار آن

سال انتشار	میزان انتشار (میلیارد ریال)	میزان فروش (میلیارد ریال)	میزان فروش به انتشار (درصد)
۱۳۷۳	۷۵	۷۵	۱۰۰
۱۳۷۴	۲۲۵	۲۲۵	۱۰۰
۱۳۷۵	۴۰۱	۴۰۱	۱۰۰
۱۳۷۶	۲۵۴۸	۲۴۷۲	۹۷
۱۳۷۷	۳۱۳۰	۳۱۳۰	۱۰۰
۱۳۷۸	۲۴۵۰	۲۳۷۷	۹۷
۱۳۷۹	۲۳۸۰	۲۳۸۰	۱۰۰
۱۳۸۰	۶۱۰۰	۶۰۹۹	۹۹
۱۳۸۱	۶۱۰۰	۵۳۷۷	۸۸
۱۳۸۲	۱۱۸۸۵	۱۱۷۹۶	۹۹
۱۳۸۳	۱۹۷۰۰	۱۸۵۹۰	۹۴
۱۳۸۴	۱۷۰۰۰	۱۷۰۰۰	۱۰۰
۱۳۸۵	۱۹۲۰۰	۱۵۷۷۵	۸۲
۱۳۸۶	۳۳۰۵۰	۲۳۵۱۰	۷۱
۱۳۸۷	۱۱۸۰۰	۱۱۲۹۹	۹۵
۱۳۸۸	۱۷۷۰۰	۱۷۶۹۷	۹۹
۱۳۸۹	۱۷۹۴۱۹	۱۵۹۱۳۷	۸۸
۱۳۹۰	۹۲۱۶۷	۴۴۸۶۱	۴۸
۱۳۹۱	۲۲۲۴۴۹	۱۲۳۲۱۸	۵۵
میانگین			۹۰

مأخذ: [۹]

اگر چه مقدار فروش ۹۰ درصدی برای اوراق منتشر شده میزان اندکی نیست، لیکن عدم فروش کامل اوراق، حکایت از نبود اضافه تقاضا در بازار برای این دسته از اوراق دارد. به نظر می‌رسد جذابیت نداشتن اوراق مشارکت دولتی نقش مهمی در پایین بودن سطح تقاضا و به تبع آن سطح عرضه این اوراق داشته است. از این رو برای افزایش میزان خرید این اوراق، می‌بایست به افزایش جذابیت اوراق برای خریداران اقدام کرد. در ادامه چند راهکار برای دستیابی به این هدف توصیه می‌شود:

### ۱-۲- فعال‌سازی بازار ثانویه اوراق و گسترش سطح دسترسی به آن

اوراق مشارکت و سپرده‌های بلندمدت بانکی در جذب منابع مالی خرد، رقیب یکدیگر به‌شمار می‌آیند. چراکه هر دو از ضریب ریسک بسیار پایینی برخوردارند، به نحوی که سرمایه‌گذار در هر دو مورد از یک سود حداقلی مطمئن برخوردار خواهد بود. لیکن آنچه هر یک از این دو نوع ابزار را نسبت به دیگری جذاب‌تر می‌کند، قدرت نقدشوندگی آن‌هاست که این قابلیت‌ها در اوراق مشارکت به روشنی پیش‌بینی شده است. تاکنون به علت نقصان در سازوکار بازخرید اوراق پیش از سررسید، دارندگان اوراق برای فروش اوراق خود به بانک‌های عامل مراجعه کرده و این بانک‌ها را با ریسک‌های مختلف روبه‌رو می‌کرده‌اند. از این رو ممنوعیت بازخرید اوراق توسط بانک‌های عامل گرچه نفعی به نظام بانکی می‌رساند، لیکن با کاهش قدرت نقدینگی اوراق از جذابیت آن می‌کاهد. ایجاد بازار ثانویه فعال و گسترده این زمینه را فراهم می‌کند که دارندگان اوراق در مواقع نیاز به نقدینگی، آن را از طریق بازار ثانویه تأمین کرده و نقش شراکت خود را به فرد ثالثی واگذار کنند. بدین منظور نمایندگان مجلس شورای اسلامی در ادامه رسیدگی به لایحه رفع موانع تولید رقابت‌پذیر و ارتقای نظام مالی کشور در تاریخ ۱۰ دی ۱۳۹۳ تصویب کردند تمامی معاملات ثانویه اوراق مشارکت و سایر اوراق بهادار اسلامی (صکوک) تنها از طریق بورس یا بازار خارج از بورس انجام شود.

اطلاع‌رسانی به مشتریان درباره چارچوب و سازوکار بازار ثانویه، تسهیل فرآیندهای نرم‌افزاری و سخت‌افزاری، حمایت قانونی از حقوق مشتریان در بازار ثانویه، کنترل بازار از بروز شوک‌ها و نوسان‌های شدید قیمتی از نظر سقف و کف بازه قیمتی در دوره‌های زمانی

مشخص، نظارت بر معاملات بازار ثانویه و جلوگیری از بروز فساد و تخلف‌های اداری و مالی می‌تواند بستر مناسبی برای به نتیجه رسیدن این بازار باشد. البته با توجه به مدت زمان محدودی که از تصویب این لایحه می‌گذرد به نظر می‌رسد نیاز است تا گذر زمان، محاسن و ضعف‌های این بازار را قابل آزمون کند. به هر تقدیر این فرصت نقدشوندگی برای اوراق مشارکت در حالی است که بازدریافت سپرده‌های بلندمدت بانکی تا پیش از سررسید، نیازمند قبول سودآوری پایین‌تر در قالب جریمه است و می‌تواند اوراق مشارکت را نسبت به سپرده‌های سرمایه‌گذاری بلندمدت بانکی دارای مزیت و جذابیت بیش‌تر سازد.

نکته دیگر آنکه برای فعال‌سازی بازار ثانویه اوراق و گسترش دسترسی به آن برای آحاد افراد جامعه، می‌توان پیشنهاد کرد که در مناطقی از کشور که هم‌اکنون دفاتر کارگزاری‌های بازار سرمایه به نحو فعال حضور ندارد اولاً زمینه‌های ایجاد و فعال‌سازی این‌گونه دفاتر برنامه‌ریزی شود (برنامه میان‌مدت) و ثانیاً تا زمان تأسیس و فعال شدن این دفاتر در سراسر کشور، از شبکه گسترده شعبه‌های بانکی برای خرید و فروش اوراق استفاده شود (برنامه کوتاه‌مدت). انتظار می‌رود با این برنامه‌ریزی، دسترسی عموم مردم به بازار ثانویه اوراق مشارکت تسهیل شده و اسباب رونق این بازار فراهم شود.

## ۲-۲- هماهنگ‌سازی سود علی‌الحساب با سود بازارهای رقیب

بالا بودن نسبی نرخ سود بازارهای رقیب همچون نرخ سود سپرده‌های شبکه بانکی و یا موسسات پولی و اعتباری غیرمجاز، سایر اوراق منتشره، بازارهای سفته‌بازانه همچون سکه، طلا و ارز می‌تواند انگیزه افراد را برای تقاضای اوراق مشارکت دولتی کاهش دهد. جای تردید نیست که هرچند اوراق منتشره دارای سود منطقی و مناسب با شرایط اقتصادی داشته باشد، لیکن بازارهای سفته‌بازانه و ریسکی پیشنهاد ارایه نرخ سود بیش‌تر را ارائه کرده باشند، تعدادی از متقاضیان سرمایه‌گذاری به سمت این‌گونه بازارهایی که اتفاقاً ارزش افزوده اقتصادی چندانی هم ندارند متمایل می‌شوند. برای مرتفع کردن این مشکل می‌توان دو نوع پیشنهاد مطرح کرد.

اول آنکه با توجه به مشخص بودن نرخ سود بانکی و سایر اوراق منتشره می‌توان سود علی‌الحساب اوراق مشارکت را متناسب با این نرخ‌ها تعیین کرد. بی‌تردید با ایجاد امکان خرید و فروش این اوراق در بازار ثانویه، این دسته از اوراق نسبت به سپرده‌های بلندمدت بانکی با نرخ سود مشابه دارای مزیت نسبی خواهند شد.

دوم آنکه برای کنترل بازارهای موازی و بیش‌تر سفته‌بازانه همچون طلا، سکه و ارز و یا فعالیت مؤسسات غیرمجاز پولی و اعتباری که نرخ‌های سود بیش‌تر از نرخ‌های مصوب نظام بانکی را پیشنهاد می‌کنند، باید از افزایش و تقویت روش‌های نظارتی (همچون نظارت بر عرضه ارز دولتی که ممکن است تنها برای فروش در بازار آزاد تقاضا شده باشد)، آگاهی‌بخشی و اعلام هشدار به سرمایه‌گذاران نسبت به مخاطرات پذیرش ریسک‌های غیرمتعارف در این نوع بازارهای موازی استفاده کرد. شایان ذکر است مدیریت و تدبیر دولت یازدهم در کنترل بازارهای موازی و سفته‌بازانه نسبت به دوره‌های قبل که شاهد نوسان‌های شدید در این گونه بازارها بوده‌ایم، حرکتی رو به جلو و مثبت ارزیابی می‌شود.

### ۳-۲- استفاده از اوراق مشارکت با نرخ سود علی‌الحساب شناور (مصون از تورم)

تورم بالا و پرنوسان از دو ناحیه می‌تواند بر سرمایه‌گذاری افراد در اوراق مشارکت اثر سوء داشته باشد. اول آنکه نرخ سود علی‌الحساب این اوراق در مقابل نرخ بالای تورم چندان مزیت ندارد و موجب کاهش انگیزه سرمایه‌گذاران جهت خرید اوراق می‌شود.<sup>۱</sup> دوم آنکه نوسانی بودن نرخ تورم موجب بی‌ثباتی بازارهای مالی شده و امکان برنامه‌ریزی بلندمدت را از سرمایه‌گذاران سلب می‌کند.

<sup>۱</sup> از سال ۱۳۸۴ تاکنون ۲۲ مورد اوراق مشارکت با حجم ۳۷/۳ هزار میلیارد ریال تحت نظارت سازمان بورس و اوراق بهادار انتشار یافته است که در اکثر موارد، نرخ سود علی‌الحساب همه اوراق مشارکت ۲۰ درصد بوده است. این در حالی است که براساس آمار بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران نرخ تورم طی سال‌های ۱۳۹۱، ۱۳۹۲ و اوایل ۱۳۹۳ بیش از ۲۰ درصد اعلام شده است. رویه اجرایی انتشار این اوراق هم نشان داده است که در بیش‌تر موارد علاوه بر ثابت بودن نرخ سود، این اوراق با نرخ سود علی‌الحساب و ارزش اسمی اوراق تسویه شده‌اند.



استفاده از اوراق مشارکت مصون از تورم (تورم پیوند)<sup>۱</sup> راهکاری به‌منظور حفظ قدرت سرمایه دارندگان اوراق مشارکت در مقابل تورم است و موجب جذابیت این اوراق نزد صاحبان سرمایه می‌شود. در بین کشورهای صنعتی اوراق مصون از تورم اولین بار در سال ۱۹۸۱ در انگلستان منتشر شد. پس از آن استرالیا (۱۹۸۵)، کانادا (۱۹۹۱)، سوئد (۱۹۹۴)، آمریکا (۱۹۹۷)، فرانسه (۱۹۹۸)، ایتالیا (۲۰۰۳)، ژاپن (۲۰۰۴) و آلمان (۲۰۰۶) از جمله مهم‌ترین کشورهایی بودند که اقدام به انتشار اوراق قرضه تورم‌پیوند کردند. در سال‌های اخیر، اوراق تورم‌پیوند در بازارهای نوظهور (به ویژه برزیل، مکزیک، ترکیه و افریقای جنوبی) نیز در حال گسترش است. بیش‌ترین سهم انتشار اوراق تورم‌پیوند مربوط به دولت‌هاست [۱۰].

در اوراق مشارکت مصون از تورم، نرخ سود علی‌الحساب به‌طور شناور و برحسب نرخ تورم هر دوره به علاوه درصد مشخص (براساس شاخص‌های کلان اقتصادی و مهندسی مالی اوراق) تعدیل شده و از طرف ناشر به دارندگان اوراق به‌عنوان قرض پرداخت می‌شود. در انتهای کار، پروژه ارزش‌یابی شده و مابه‌التفاوت ارزش اقتصادی روز پروژه از سودهای علی‌الحساب پرداخت شده طی دوره، به‌عنوان بازدهی واقعی پروژه و اصل سرمایه اولیه به سرمایه‌گذاران پرداخت می‌شود.<sup>۲</sup> در صورتی که نرخ قطعی اوراق مشارکت پایین‌تر از نرخ پرداختی باشد، مابه‌التفاوت موجود صلح می‌شود.

ملاحظه اقتصادی که در این روش باید مدنظر قرار بگیرد آن است که در شرایط افزایش شدید نرخ تورم، ناشر ممکن است دچار ریسک شود. اختصاص این روش به اوراقی که دارای ناشر دولتی است، پیش‌بینی نرخ تورم آتی و اتخاذ این سیاست در دوره‌هایی که تورم بالا پیش‌بینی نمی‌شود، استفاده از ضمانت‌های شرکت‌های بیمه، مقیدسازی دولت به انضباط مالی و استفاده نکردن از سیاست‌های شدید و ناگهانی انبساط پولی می‌تواند از جمله راهکارهای پیشنهادی برای کاهش این دسته از ریسک‌ها به حساب آید.

<sup>۱</sup> Inflation Linked

<sup>۲</sup> این اوراق در جلسه شماره ۱۰۰ و ۱۰۱ کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار (دی ۱۳۹۳) به تصویب رسیده است.

البته تمامی جوانب اقتصادی و کاربردپذیری این ابزار در جایگاه خود محل بحث و بررسی دارد.

#### ۴-۲- استفاده از اوراق مشارکت تبدیلی<sup>۱</sup>

استفاده از این اوراق می‌تواند از جمله موارد ایجاد انگیزه برای خریداران اوراق باشد. این نوع اوراق این حق را به دارندگان خود می‌دهد که اوراق را براساس فرمول از پیش تعیین شده‌ای در سررسید و یا مقاطع زمانی پرداخت سود به سهام تبدیل کنند. به بیان دیگر زمانی که احداث پروژه به اتمام رسید، پروژه قیمت‌گذاری شده و ارزش روز آن تعیین می‌شود. سپس از دارندگان اوراق مشارکت درخواست می‌شود در صورت تمایل به ادامه مشارکت به ارزش اوراق خود<sup>۲</sup> سهام دریافت کنند<sup>۳</sup> و در صورت نیاز به نقدینگی، آن را در بازار ثانویه مبادله کنند<sup>۴</sup> و یا در غیراین صورت قیمت اوراق مشارکت خود را دریافت و از شرکت خارج شوند.

اختیار تبدیل اوراق به سهام و سهم شدن در رشد حقوق صاحبان سهام برای دارنده این اوراق ارزش افزوده و جذابیت بیش‌تر ایجاد می‌کند [۱]. همچنین این اوراق تبدیلی نسبت به سهام عادی ریسک پایین‌تری را دارند، زیرا ارزش این اوراق زمانی به پایین‌تر از ارزش اسمی خود کاهش می‌یابد که ارزش سایر اوراق همگروه آن نیز کاهش یابد در حالی که سهام این‌گونه نیست. همچنین برحسب تجربه این اوراق از نوسان‌های کم‌تری در مقایسه با سهام برخوردار هستند. همچنین تجربه تاریخی نشان داده که سهام پایه

<sup>۱</sup> Convertible

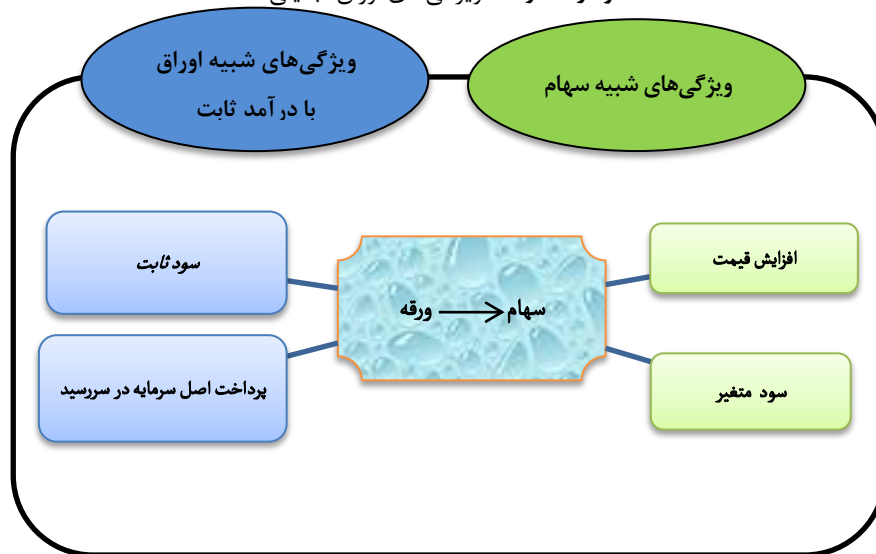
<sup>۲</sup> بنا بر تبصره ماده ۳۰ قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت (مصوب ۱۳۷۶) مابه‌التفاوت سود قطعی و سود علی‌الحساب هم می‌تواند قابل تعویض یا تبدیل به سهام باشد.

<sup>۳</sup> جهت جلوگیری از آثار سوءعرضه یکباره سهام ارایه شده به بازار و افت قیمت آن می‌توان از سبد سهام استفاده کرد.

<sup>۴</sup> از نظر فقهی فروش اوراق تبدیلی پیش از سررسید، دربردارنده فروش «حق سهام‌دار شدن» توسط فروشنده اوراق به خریدار اوراق است و مانعی از این جهت ندارد.

اوراق تبدیلی به دلیل داشتن ویژگی مشابه اوراق با درآمد ثابت، از بازدهی بیش‌تری نسبت به اوراق غیرتبدیلی دارند. [۱۲].

نمودار شماره ۵: ویژگی‌های اوراق تبدیلی



به‌منظور افزایش جذابیت اوراق تبدیلی می‌توان سهام پایه را از نوع «سهام ممتاز» انتخاب کرد. سهام ممتاز نوعی از اوراق بهادار است که دارنده آن نسبت به درآمد‌ها و دارایی‌های ناشر، حق یا ادعای معین بیش‌تری دارد. این سهام از سود ثابتی مثل برخی از اوراق بهادار برخوردار است، زیرا پرداخت سود این سهام، نسبت به سود سهام عادی، اولویت و حق تقدم داشته و باید به‌طور کامل پرداخت شود، حتی اگر ناشر به هر دلیل ورشکسته شود. شایان ذکر است که سهام ممتاز را اوراق بهادار ترکیبی<sup>۱</sup> نیز می‌نامند، چون ویژگی‌های سهام عادی و اوراق قرضه را با هم دارا هستند. سهام ممتاز مثل سهام عادی زمان سررسید ندارند و می‌تواند دچار افزایش قیمت شود؛ لیکن از سوی دیگر با توجه به دریافت سود ثابت در گروه اوراق بهادار با درآمد ثابت قرار می‌گیرد. افزون بر این

<sup>۱</sup> Hybrid

استفاده از اوراق تعویضی و یا سایر انواع اوراق تبدیلی می‌تواند به جذابیت بیش‌تر این اوراق منجر شود. جدول شماره ۴ به معرفی مهم‌ترین انواع این اوراق می‌پردازد.

جدول شماره ۴: انواع اوراق تبدیلی

توضیحات	انواع اوراق تبدیلی
سهام ممتاز سهمی است که از ویژگی‌های اوراق بدهی و سهام عادی هر دو برخوردار است.	اوراق تبدیلی به سهام ممتاز Convertible preferred stock
اوراق تعویضی این قابلیت را دارند که با سهامی غیر از سهام ناشر که هم‌اکنون در مالکیت ناشر است جایگزین شوند.	اوراق تعویضی Exchangeable
اغلب دارای سررسید کوتاه‌مدت هستند و معمولاً بازده بیش‌تری را نسبت به سهام پایه آن نصیب دارنده می‌کنند. به‌طور خودکار در زمان سررسید به تعداد معینی از سهام پایه تبدیل می‌شوند. در صورتی که در زمان سررسید ورقه، ارزش سهام پایه آن در حداقل ممکن باشد، تعداد سهام قابل تخصیص به سرمایه‌گذار باید به‌گونه‌ای باشد که از زیان وی جلوگیری به عمل آید.	اوراق تبدیلی الزام آور Mandatory Convertibles
حق اختیار همراه با اوراق تبدیلی ابزاری مناسب برای اشخاصی است که به دنبال تفکیک اوراق تبدیلی از جزء ریسک اعتباری آن هستند.	اوراق تبدیلی همراه با قرارداد اختیار Convertible Bond Option
از انواع اوراق است که تاریخ سررسید خاصی ندارند و تنها سود آن‌ها به‌طور منظم پرداخت می‌شود.	اوراق تبدیلی مادام‌العمر Perpetual Convertible Bond

#### ۵-۲- اطلاع‌رسانی و آگاهی بخشی به صاحبان سرمایه

برای افزایش جذابیت و گسترش سطح تقاضای خرید اوراق مشارکت، نباید دریچه نگاه را به پایتخت و چند شهر بزرگ کشور محدود کرد. بدون شک جذب سرمایه افراد در شهرهای کوچک و حتی روستاهای کشور می‌تواند به افزایش فروش اوراق مشارکت کمک برساند. لیکن از آنجاکه بخشی از این سرمایه‌گذاران نسبت به قوانین و فرآیندهای اوراق مشارکت اطلاع و آگاهی کافی ندارند، بنا بر تفکرات سنتی و یا ریسک‌گریزانه، خرید هر نوع اوراق (ولو در شرایط تضمین اصل پول و ارزش اسمی اوراق) را فعالیتی به

شدت ریسکی می‌پندارند. از این رو نیاز است نسبت به آموزش و فرهنگ‌سازی (چه در سطح رسانه‌های عمومی و چه در سطح نظام آموزشی) برای این ابزار اقدام‌های درخور توجهی صورت گیرد. استفاده از جراید، صداوسیما، دفاتر مشاوره محلی، کتب درسی از جمله ابزارهای مؤثر برای این منظور هستند.

#### ۶-۲- تنوع‌بخشی به اوراق برحسب سلیقه مشتریان

اوراق مشارکت موجود، موضع ضعیفی نسبت به تنوع سلیق مخاطبان از سه منظر ریسک، سررسید و بازده دارد و این امر بی‌شک دایره متقاضیان این اوراق را محدود کرده است. تنوع‌بخشی به این سه منظر از طریق مواردی چون ورود موضوع مشارکت به پروژه‌های ریسکی‌تر و سودآورتر و یا تنوع‌بخشی به سررسید اوراق در دوره‌های میان مدت و بلندمدت می‌تواند طیف بیش‌تری از افراد با سلیقه‌های گوناگون را متقاضی خرید این اوراق گرداند.

#### ۷-۲- اجرای تسهیلات ویژه

معافیت مالیاتی<sup>۱</sup>، پرداخت سود اوراق در توأترهای زمانی کوتاه‌تر و یا تسهیل در شرایط خرید و فروش اوراق همچون فراهم‌سازی امکان مبادلات الکترونیکی اوراق می‌تواند جذابیت این اوراق را افزایش دهد. بی‌گمان ممکن است با اجرای تمامی تدابیر بالا برای افزایش تقاضای اوراق مشارکت دولتی، همچنان بخشی از اوراق به مرحله فروش نرسد. دولت می‌تواند با استفاده از متعهد پذیره‌نویس اوراق به‌فروش نرفته را به شخص ثالث و یا پیمانکاران، مشاوران و تأمین‌کنندگان تجهیزات همان طرح‌های عمرانی تا سقف مطالبات<sup>۲</sup> واگذار کند.

<sup>۱</sup> بند ح و ط از تبصره ۶ قانون بودجه ۱۳۹۴ کل کشور به این موضوع اشاره کرده است.

<sup>۲</sup> بند ج از تبصره ۶ قانون بودجه ۱۳۹۴ کل کشور به این موضوع اشاره کرده است.

### جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

به منظور جلوگیری از رجوع دولت به راه‌حل پرهزینه و تورم‌زای استقراض از نظام بانکی به منظور تامین کسری بودجه می‌بایست به بررسی و طراحی ابزارهای تامین مالی مشروع، آسان و کاربردی روی آورد. یکی از ابزارهایی که دولت می‌تواند برای تامین مالی خود بدان متوسل شود، انتشار اوراق مشارکت دولتی است. مسلم است که کاربرد این اوراق برای تامین مالی کسری بودجه از جنبه‌های فراوان اقتصادی، مالی و فقهی قابل آسیب‌شناسی و بررسی است؛ لیکن این یادداشت تنها در پی بررسی راه‌های جذاب‌سازی اوراق مشارکت دولتی نزد متقاضیان بوده و از ورود به سایر جنبه‌ها خودداری کرده است. فعال‌سازی بازار ثانویه اوراق و گسترش سطح دسترسی به آن، هماهنگ‌سازی سود علی‌الحساب با سود بازارهای رقیب، استفاده از اوراق مشارکت با نرخ سود علی‌الحساب شناور (مصون از تورم)، استفاده از اوراق مشارکت تبدیلی، اطلاع‌رسانی و آگاهی‌بخشی به صاحبان سرمایه، تنوع‌بخشی به اوراق برحسب سلیقه مشتریان و اجرای تسهیلات ویژه از جمله راهکارهای پیشنهادی جهت افزایش تقاضای خرید این نوع اوراق است.

نمودار شماره ۶: راهکارهایی جهت افزایش جذابیت اوراق مشارکت



## کتابنامه

- [۱] بانک اطلاعات سری زمانی اقتصادی بانک مرکزی ج.ا.ا.
- [۲] گزارش وزارت امور اقتصادی و دارایی
- [۳] احمد شعبانی و وهاب قلیچ (۱۳۹۰): *قابلیت اوراق بهادار اسلامی در مهار تورم به عنوان ابزار سیاستی (مطالعه موردی: اوراق مشارکت، اجاره، مرابحه و استصناع)*، فصلنامه اقتصاد اسلامی، سال یازدهم، ش ۴۳.
- [4] IIFM (2013), *Sukuk Report: A Comprehensive Study of the Global Sukuk Market*, 3rd edition.
- [۵] سیدعباس موسویان (۱۳۹۱): *بازار سرمایه اسلامی (۱)*، تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.
- [۶] مهدی هادوی تهرانی (۱۳۷۸): *مبانی فقهی اوراق مشارکت*، مجموعه مقالات دهمین همایش بانکداری اسلامی، تهران: موسسه عالی بانکداری ایران.
- [۷] محمد مؤمن (۱۳۷۸): *جایگاه اوراق مشارکت در نظام اقتصادی اسلامی*، مجله معرفت، ش ۲۸.
- [۸] زهرا رحیمی (۱۳۸۱): *بررسی آثار اقتصادی انتشار اوراق مشارکت*، تهران: پژوهشکده پولی و بانکی.
- [۹] ترازنامه، گزارش اداره اعتبارات و بانک اطلاعات سری های زمانی اقتصادی بانک مرکزی.

[10] Krämer, Werner (2012): *an Introduction to Inflation-Linked Bonds*, Lizard Asset Management.

[11] Abdullah, hossam, Ismail, riza (2009), *Sukuk Under Development*, International Financial Law Review (IFLR).

[۱۲] مهدی ذوالفقاری (۱۳۹۲): *اوراق مشارکت قابل تبدیل به سهام*، ابزاری برای تأمین مالی اسلامی، ماهنامه بورس، شماره ۱۰۲.