

# بررسی آثار اقتصادی انتشار اوراق مشارکت و روش‌های گسترش کاربرد آن در تأمین منابع مالی

زهرا رحیمی\*

مقدمه

از آنجایی که یکی از مشخصه‌های بازارهای مالی، کاهش ریسک سرمایه‌گذاری است؛ از این رو، توسعه و گسترش این بازارها و تنوع ابزار مورد معامله در آن می‌تواند باعث رغبت و اشتیاق بیشتر سرمایه‌گذاران به امر سرمایه‌گذاری گردد و نتیجتاً امر سرمایه‌گذاری را که همانا زمینه ساز رشد اقتصادی است، تسهیل نماید.

بدیهی است؛ عملکرد این بازار و همچنین نحوه جذب و بکارگیری پس‌اندازها از طریق آن، بر فرآیند رشد و توسعه اقتصادی در کشور ما هم مانند سایر کشورهای در حال توسعه، مهم و مؤثر است.

لیکن متأسفانه باید اذعان نمود که بازار سرمایه ایران و در آستانه چهارمین دهه فعالیت خود، همچنان به بورس اوراق بهادار تهران که بر پایه قانون تأسیس بورس اوراق بهادار - مصوب سال ۱۳۴۵ - به وجود آمده، محدود و منحصر شده است.

کارکرد این بازار نیز بیشتر به داد و ستد دست دوم اوراق سهام عادی با نام، متمرکز می‌باشد؛ زیرا که ابزار سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه ایران محدود بوده و از تنوع لازم

\* - کارشناس بازنشسته بانک مرکزی ج.ا.ا.

برخوردار نیست. این عوامل موجب گردیده است تا در کشور ما عمدتاً بانک‌ها با جمع‌آوری سپرده‌های مردم و هدایت آنها به بخش‌های مختلف اقتصادی، علاوه بر تأمین نیازهای بازار پول، نیازمندی‌های بازار سرمایه را نیز تا حدی تأمین نمایند. بنابراین، بدون هیچ‌گونه تردیدی باید قبول نمود که توسعه بازار سرمایه و تنوع ابزارهای مالی در کشور ما نیز همانند سایر کشورهای جهان، لازمه افزایش امر سرمایه‌گذاری و ایجاد و توسعه واحدهای تولیدی می‌باشد. در این راستا، لازم است که در بازار سرمایه ایران، ضمن فراهم آوردن یک نظام قانونی فراگیر و یک نهاد نظارتی مبتنی بر آن و همچنین با ایجاد تنوع در ابزار مالی، سعی گردد تا منابع بلندمدت مورد نیاز سرمایه‌گذاران تأمین و امکانات لازم برای انتقال وجوه پس‌انداز مردم به فرصت‌های سرمایه‌گذاری مناسب فراهم شود.

یکی از ابزارهای جدیدی که در سال‌های اخیر در تأمین مالی بلندمدت پروژه‌ها و طرح‌های عمرانی انتفاعی دولت طراحی و مورد استفاده قرار گرفته، اوراق مشارکت است که با توجه به ماهیت، نحوه انتشار و چگونگی پرداخت سود به آن، این اوراق نه تنها ابزار نوینی در بازار مالی ایران محسوب می‌گردد؛ بلکه با فراهم آوردن گسترش کاربرد بین‌المللی آن می‌تواند در بازارهای مالی جهانی نیز به عنوان ابزار جدیدی مطرح و مورد استفاده قرار گیرد.<sup>۱</sup> که خوشبختانه زمینه این کار نیز فراهم آمده است و در قسمت پایانی این گزارش، مختصری به این مهم اختصاص می‌یابد.

در این بررسی، سعی گردیده تا با تشریح و بررسی زمینه و سابقه انتشار اوراق مشارکت در ایران، قوانین و مقررات ناظر بر انتشار آن و همچنین بررسی عملکرد انتشار آن در سال‌های اخیر، در کنار نقاط قوت و ضعف آن شناسایی و پیشنهاداتی به منظور گسترش کاربرد آن در تأمین مالی پروژه‌های تولیدی ارائه گردد.

## ۱- زمینه طراحی و انتشار اوراق مشارکت

پس از انقلاب اسلامی و تصویب قانون عملیات بانکی بدون ربا در شهریور ماه سال ۱۳۶۲ - که از اول سال ۱۳۶۳ به مرحله اجراء درآمد - به لحاظ غیرشرعی شناخته شدن خرید

<sup>۱</sup> - اخیراً در جراید کشور خبر از انتشار ۳۰۰ میلیون یورو اوراق مشارکت ارزی توسط ایران درج گردیده است. به نقل از روزنامه جهان اقتصاد مورخ ۱۳۸۰/۶/۱۰ و روزنامه IRAN NEWS مورخ ۱۳۸۰/۶/۱۰.

اوراق قرضه توسط بخش خصوصی به علت بهره‌ مشخص و از قبل تعیین شده این اوراق که به آن جنبه ربوی می‌داد، مطالعاتی در خصوص مکانیسم‌های جانشینی که بتواند مشکل پرداخت بهره مشخص و از قبل تعیین شده و در نتیجه عرضه و فروش آن به بخش خصوصی<sup>۱</sup> را حل نماید، انجام گرفت.

در این خصوص پیشنهادهای نظیر: طرح اوراق خرید<sup>۲</sup> دولتی، تبدیل اوراق قرضه به اوراق دین قابل فروش، ایجاد شرکت‌های خدماتی برای خرید اوراق قرضه و فروش مجدد آن به مردم مورد بررسی قرار گرفت و در نهایت، پیشنهاد دیگری نیز با توجه به ماهیت اوراق قرضه، به ترتیب زیر ارائه گردید:

نظر به اینکه منابع حاصل از اوراق قرضه می‌بایستی علی‌الاصول به مصرف اجرای طرح‌های عمرانی دولت برسد، در صورت بکارگیری این وجوه صرفاً در طرح‌های عمرانی انتفاعی که دارای بازده مطلوبی باشند، در این صورت این مکانیسم عمل می‌توانست مشابه بکارگیری و مصرف سپرده‌های سرمایه‌گذاری در چهارچوب قانون عملیات بانکی بدون ربا در نظر گرفته شود و مآلاً در مورد پرداخت سود این اوراق نیز، نحوه پرداخت سود به سپرده‌های سرمایه‌گذاری نزد بانک‌ها مورد نظر قرار گیرد. به این ترتیب که با توجه به نرخ بازده طرح، در ابتدا درصدی به صورت سود علی‌الحساب به دارندگان اوراق پرداخت گردد، تا بعد از اینکه سود نهایی طرح مشخص گردید، براساس آن بتوان در سررسید نهایی اوراق، سود علی‌الحساب مذکور را قطعی نمود.

ملاحظه می‌شود که همین موضوع کم و بیش مبنای مورد عمل در انتشار اولین اوراق مشارکت در ایران مربوط به طرح نواب و همچنین تهیه مقررات ناظر بر انتشار اوراق

۱- لازم به ذکر است؛ عرضه و فروش اوراق قرضه به لحاظ بهره ثابت و از قبل تعیین شده آن، فقط به بخش خصوصی، جنبه ربوی می‌یافت. لیکن معاملات آن بین بخش‌های دولت با دولت از این امر مستثنی می‌گردید. بطوری که، طی استفتایی که از محضر حضرت آیت‌ا... رضوانی در خصوص فروش اوراق قرضه به اشخاص حقیقی و بخش خصوصی به عمل آمد، اظهار نظر فرمودند که: «قانون انتشار اسناد خزانه و اوراق قرضه و آیین‌نامه اجرایی آن ملاحظه شد، اگر خرید و فروش این اوراق به بانک‌ها و شرکت‌ها و مؤسسات صددرصد دولتی انجام شود، بلاشکال است و گرنه بهره متعلق به آن ربا و حرام است.»

۲- (۱۳۶۳). وزارت امور اقتصادی و دارایی، گزارش جایگزینی اوراق خرید دولتی با اوراق قرضه دولتی به عنوان یکی از ابزار کنترل نقدینگی.

مشارکت - که در تاریخ ۱۳۷۳/۶/۴ به تصویب شورای پول و اعتبار رسید - بوده است. به این ترتیب، از آنجایی که در اقتصاد اسلامی ایران اصولاً اوراق قرضه به سبب ممنوعیت شرعی نمی‌توانست مورد معامله توسط<sup>۱</sup> مردم قرار گیرد، اوراق مشارکت طراحی گردید تا با تغییراتی بتواند جای اوراق قرضه را بگیرد.

از این رو، میان اوراق مشارکت و اوراق قرضه شباهت‌ها و تفاوت‌هایی وجود دارد که یکی از مهمترین وجه افتراق آنها در بهره و سود می‌باشد. بطوری که، اوراق قرضه دارای نرخ بهره ثابت و از پیش تعیین شده بود که با توجه به سررسید این اوراق تعیین می‌گردید. در صورتی که، ورقه مشارکت در قالب عقد مشارکت مدنی محقق می‌شود و سود قطعی آن پس از تعیین نهایی سود پروژه، و پس از کسر سودهای علی‌الحساب تعیین و پرداخت می‌گردد. شباهت هم از این نظر که هر دو این اوراق برای تجهیز منابع و هدایت مازاد منابع پس‌اندازکنندگان و دارندگان وجوه به متقاضیان این منابع مورد استفاده قرار می‌گیرد. نظر به اینکه اوراق مشارکت در ایران جایگزین اوراق قرضه رایج در بازارهای کنونی مالی دنیا و همچنین بازار سرمایه کشور قبل از اجرای قانون عملیات بانکی بدون ربا می‌باشد؛ از این رو، لازم است که بدواً تجربه و سابقه انتشار اوراق قرضه در ایران و نتایج حاصله از آن مورد بررسی قرار گیرد.

### ۱-۱- سابقه انتشار اوراق قرضه در ایران

علی‌رغم سابقه نسبتاً طولانی کشورهای جهان در انتشار و عرضه اوراق قرضه، قدمت انتشار این اوراق در ایران به سال ۱۳۲۰ باز می‌گردد که در این سال، دولت وقت برای اولین بار دست به انتشار اسناد خزانه<sup>۲</sup> زد. متعاقب آن و با فواصل زمانی متفاوتی اوراق قرضه مختلفی به اسامی اوراق قرضه: ملی، دفاعی، کشاورزی، عباس‌آباد، اصلاحات ارضی و گسترش مالکیت واحدهای تولیدی منتشر و عرضه گردید که اوراق اخیر به دلیل مسائلی که

<sup>۱</sup> - براساس توضیحات ارائه شده قبلی.

<sup>۲</sup> - اسناد خزانه، اسناد بی‌نامی است که خزانه‌داری کل برای تأمین احتیاجات خزانه و در سررسیدهای کوتاه‌مدت که حداکثر از یک سال تجاوز نمی‌کند، منتشر می‌نماید. در حالی که، اوراق قرضه، اوراق با نام یا بی‌نامی است که برای تأمین قسمتی از اعتبار مورد نیاز برنامه‌های عمرانی یا دفاعی و با سررسیدهای طولانی انتشار می‌یابد.

در پرداخت اصل و سود (بهره) آن به وجود آمد، و نتیجتاً بازار ثانویه اوراق بهادار آن را تحت تأثیر خود قرار داد، موردی قابل تأمل می‌باشد که در این بررسی به آن پرداخته خواهد شد. مستندات قانونی انتشار این اوراق نیز در ابتدا به صورت موادی از قوانین بودجه سنواتی کل کشور و پس از آن قانون سال ۱۳۴۳ در این مورد و قانون انتشار اسناد خزانه و اوراق قرضه مصوب سال ۱۳۴۸ و اصلاحیه مورخ خردادماه ۱۳۵۰ آن بود که براساس آن وزارت امور اقتصادی و دارایی، اوراق قرضه را منتشر و بانک مرکزی ایران نیز به عنوان عامل، اوراق قرضه منتشره را به عموم عرضه و اصل و سود (بهره) آن را پرداخت و در صورت لزوم این اوراق را قبل از سررسید آنها باز خرید می‌نمود.

متعاقب تصویب قانون عملیات بانکی بدون ربا و اجرای آن از اول سال ۱۳۶۳ و طرح موضوع ممنوعیت شرعی فروش اوراق قرضه به بخش خصوصی، کل اوراق قرضه متعلق به افراد و بخش خصوصی در سررسید آنها توسط بانک مرکزی بازپرداخت گردید و نتیجتاً اوراق قرضه منتشره در جریان، فقط در اختیار سیستم بانکی و تعدادی از مؤسسات دولتی قرار گرفت.

از این سال به بعد، به منظور فراهم آوردن امکان فروش این اوراق به بخش خصوصی مطالعاتی انجام گرفت و نهایتاً در سال ۱۳۷۳ اوراق مشارکت طراحی گردید تا جایگزینی بر انتشار و عرضه اوراق قرضه به عموم و بخصوص بخش غیردولتی گردد. از این رو، در این بررسی مشخصات اوراق قرضه مختلفی که از سال ۱۳۲۰ به بعد در ایران منتشر و عرضه گردیده است، همراه با برخی نکات قابل توجه در هر مورد که بتواند به عنوان تجربه، در زمینه انتشار اوراق مشارکت مورد استفاده قرار گیرد، به ترتیب زیر خلاصه می‌گردد:

#### ۱-۱-۱- اسناد خزانه سال ۱۳۲۰

در این سال به موجب ماده (۲) اصلاحیه قانون بودجه سال ۱۳۲۰ کل کشور، دولت وقت مجوز انتشار اسناد خزانه را گرفت و به موجب این ماده از قانون، وزارت دارایی اجازه یافت تا مبلغ ۴۰۰ میلیون ریال اسناد خزانه با سرسیدهایی حداکثر چهارماهه، منتشر نماید. بهره این اسناد ۶ درصد در سال بود و از کل مبلغ انتشار، ۲۰۰ میلیون ریال به فروش رسید.

### ۱-۱-۲- اوراق قرضه ملی سال ۱۳۳۰

دومین تجربه ایران در زمینه انتشار اوراق قرضه مربوط به سال ۱۳۳۰ می‌شود که به خاطر جریان ملی شدن صنعت نفت ایران، اجازه انتشار آن به دولت وقت داده شد و به همین لحاظ نیز به نام اوراق قرضه ملی منتشر گردید.

در شهریور ماه سال ۱۳۳۰ قانون انتشار این اوراق طی یک ماده واحده و هفت تبصره به تصویب مجلسین وقت رسید و به موجب این قانون، دولت وقت اجازه یافت برای کلیه امور مربوط به اجرای قانون ملی شدن صنعت نفت، تا حد ۲ میلیارد ریال اوراق قرضه دوساله برای مدت چهار سال و با بهره ۶ درصد در سال منتشر نماید.

### ۱-۱-۳- اسناد خزانه سال ۱۳۴۱

سومین مجوز انتشار اوراق بهادار از نوع اسناد خزانه و اوراق قرضه مربوط به اواخر سال ۱۳۴۱ می‌گردد. در این سال، به موجب تصویب نامه هیئت وزیران اجازه انتشار ۳ میلیارد ریال اسناد خزانه به وزارت دارایی داده شد و بعداً قانون آن در بهمن ماه سال ۱۳۴۳ به تصویب مجلسین رسید. به موجب این قانون، اجازه انتشار این اسناد نیز تا مبلغ ۱۰ میلیارد ریال افزایش یافت.

برخی مشخصات این اسناد به ترتیب زیر بود:

- ◀ بهره، ۶ درصد در سال.
- ◀ معافیت بهره این اسناد از پرداخت هرگونه مالیات.
- ◀ تکلیف ادارات دولتی و صندوق‌های دولتی به خرید این اسناد؛ به طوری که، این تکلیف بعضاً تا ۵۰ درصد موجودی صندوق آنها را شامل می‌گردید.
- ◀ مورد مصرف وجوه حاصله هم برای امور عمرانی و تولیدی، افزایش سرمایه بانک‌ها و شرکت‌های دولتی و وام به شهرداری‌ها به تصویب رسیده بود.

### ۱-۱-۴- اوراق قرضه دفاعی سال ۱۳۴۶

به موجب تبصره (۳۳) قانون بودجه کل کشور در سال ۱۳۴۶، به وزارت دارایی اجازه داده شد؛ به منظور تأمین اعتبار لازم برای تقویت بنیه دفاعی کشور تا مبلغ ۱۰ میلیارد ریال اوراق قرضه منتشر نماید که به همین لحاظ اوراق قرضه دفاعی نام گرفت.

معادل ۳ میلیارد ریال از این اوراق در سال ۱۳۴۶ و با نرخ بهره ۶ درصد در سال انتشار یافت. در سال ۱۳۴۷ نیز معادل ۴/۵ میلیارد ریال دیگر از این اوراق منتشر گردید. در سال ۱۳۴۸ نیز معادل ۲/۸ میلیارد ریال دیگر اوراق قرضه دفاعی با نرخ بهره ۷/۵ درصد انتشار یافت.

### ۵-۱-۱- اوراق قرضه کشاورزی سال ۱۳۴۶

در حالی که انتشار اوراق قبلی همچنان ادامه داشت، در سال ۱۳۴۶ قانون انتشار اوراق کشاورزی طی ماده واحده‌ای به تصویب رسید که به موجب آن به بانک کشاورزی اجازه می‌داد، حداکثر معادل ۳ میلیارد ریال اوراق قرضه منتشر نماید. ماده واحده مذکور مقرر می‌داشت که:

«... بانک کشاورزی برای احتیاجات اعتباری جهت امور کشاورزی و عمرانی کشور، اوراق بهاداری به نام اوراق قرضه کشاورزی، به میزان حداکثر ۳ میلیارد ریال طبق برنامه و شرایط مصوب شورایی عالی بانک منتشر نماید.»

ویژگی عمده اوراق قرضه کشاورزی آن بود که به موجب قانون، برای اولین بار اجازه انتشار اوراق قرضه به غیر از روال معمول آن که از طریق وزارت دارایی بود، به بانک کشاورزی هم داده شد.

### ۶-۱-۱- اسناد خزانه و اوراق قرضه دولتی سال ۱۳۴۸

در مهر ماه سال ۱۳۴۸ قانون انتشار اوراق قرضه و اسناد خزانه شامل ۳۲ ماده از تصویب گذشت و با تصویب آن، قانون انتشار اسناد خزانه مصوب سال ۱۳۴۳ و همچنین قانون انتشار اوراق قرضه دفاعی سال ۱۳۴۶ ملغی گردید.

البته از آن تاریخ به بعد، مجوز انتشار اوراق دیگری، نظیر اوراق عباس‌آباد و گسترش مالکیت واحدهای تولیدی و ... (که بعداً اشاره قرار خواهد گرفت) به تصویب رسید، لیکن قانون انتشار اسناد خزانه و اوراق قرضه مصوب سال ۱۳۴۸ و اصلاحیه آن در سال ۱۳۵۰ کماکان به قوت خود باقی بوده و پس از آن قانون دیگری تدوین نگردید.

در این قانون سقفی برای میزان انتشار اوراق قرضه تعیین گردید؛ بطوری که، میزان اسناد خزانه در گردش هیچ وقت نباید از  $\frac{1}{10}$  هزینه‌های مصوب در بودجه کل کشور

(هزینه‌های از محل درآمد عمومی کشور) تجاوز کند. ضمن اینکه میزان اوراق قرضه در گردش نیز نایستی از جمع درآمدهای عمومی و برنامه که در سال مالی قبل وصول شده است، تجاوز نماید.

#### ۷-۱-۱- اوراق قرضه عباس‌آباد سال ۱۳۵۰

در سال ۱۳۵۰ به منظور نوسازی اراضی عباس‌آباد، دولت بهای اراضی این طرح را به صورت اوراق قرضه در اختیار شهرداری تهران قرار داد تا به ازاء قیمت زمین مالکین اراضی عباس‌آباد تحویل آنها گردد و به همین لحاظ این اوراق به اوراق قرضه عباس‌آباد موسوم گردید.

این اوراق هفت ساله و نرخ بهره آن ۹ درصد در سال بود و طی سال‌های ۱۳۵۰ تا ۱۳۵۷ حدود ۱۰/۵ میلیارد ریال از این اوراق تحویل مالکین اراضی عباس‌آباد گردید. معاملات اوراق قرضه عباس‌آباد از اواسط آذر ماه ۱۳۵۰ در بورس اوراق بهادار تهران شروع گردید و در مرداد ماه سال ۱۳۵۷ کلیه این اوراق بازپرداخت شد.

#### ۸-۱-۱- اوراق قرضه اصلاحات ارضی سال ۱۳۵۲

در این سال به منظور تبدیل قبوض اصلاحات ارضی به اوراق قرضه، اوراق قرضه منتشر و توسط بانک تعاون کشاورزی به مالکین زمین تحویل داده شد.

مستند قانونی این انتشار، مصوبه مورخ ۱۳۵۲/۱۱/۱۶ مجلسین وقت بود که به موجب آن خرده مالکان مشمول قانون تقسیم و فروش املاک به زارعین، می‌توانستند با مراجعه به بانک تعاون کشاورزی ایران، قبوض اقساط بدهی زارعین را به نام بانک مزبور ظهنویسی نموده و معادل بهای نقدی ملک خود، اوراق قرضه دریافت نمایند.

اوراق قرضه اصلاحات ارضی در چهارچوب قانون انتشار اسناد خزانه و اوراق قرضه مصوب سال ۱۳۴۸ با یک سری مشخص انتشار یافت و بهره این اوراق بر حسب مدت برای اوراق: دوساله، سه ساله، پنج ساله و هفت ساله، به ترتیب: ۹، ۹/۵، ۱۰ و ۱۰/۵ درصد بود این اوراق کلاً در سررسیدهای مربوط به خود بازپرداخت گردید.

#### ۹-۱-۱- اوراق گسترش مالکیت واحدهای تولیدی سال ۱۳۵۴

متعاقب تصویب قانون گسترش مالکیت واحدهای تولیدی در خرداد ماه سال ۱۳۵۴،



سازمان گسترش مالکیت واحدهای تولیدی که ایجاد آن به موجب مفاد «بند ۴» این قانون و به منظور ایجاد تسهیلات و کمک‌های لازم به کارگران و کشاورزان در خرید سهام واحدهای تولیدی مشمول قانون، مورد پیش‌بینی قرار گرفته بود، به وجود آمد و با توجه به اینکه مقرر گردیده بود که در مقابل سهام انتقالی از واحدهای تولیدی به سازمان مالی گسترش مالکیت واحدهای تولیدی اوراق قرضه تحویل شود، این اوراق از سال ۱۳۵۴ الی ۱۳۵۶ در چهار سری جمعاً به مبلغ ۴۵ میلیارد ریال منتشر گردید که مبلغ ۴۴ میلیارد ریال آن به تدریج در اختیار صاحبان واحدهای تولیدی مشمول قانون قرار گرفت.

مدت این اوراق: دوساله، سه ساله و پنج ساله و میزان بهره آن مساوی نرخ‌های بهره اوراق قرضه دولتی برای مدت‌های مشابه بود.

اوراق قرضه گسترش مالکیت واحدهای تولیدی از سال ۱۳۵۵ در بورس اوراق بهادار تهران مورد معامله قرار گرفت و معاملات دست دوم آن نیز از رونق نسبی برخوردار بود. لیکن در بهمن ماه سال ۱۳۵۹ به دنبال تصویب اصلاحیه قانون بودجه کل کشور، سود تضمین شده (بهره) این اوراق لغو و پرداخت اصل اوراق مزبور نیز به مدت دو سال تمدید گردید. این امر موجب متوقف شدن معاملات بر روی اوراق مزبور در بورس اوراق بهادار تهران شد.

#### ۱-۱-۱۰- اوراق قرضه بانک توسعه کشاورزی ایران سال ۱۳۵۴

در شهریور ماه سال ۱۳۵۴ به منظور تأمین قسمتی از منابع مالی مورد نیاز بانک توسعه کشاورزی مقرر گردید تا مبلغ ۸ میلیارد ریال اوراق قرضه ۴ ساله منتشر گردد. در مرحله اول مبلغ ۵ میلیارد ریال و در مرحله دوم مبلغ ۳ میلیارد ریال دیگر از اوراق مذکور به انتشار رسید. متعاقباً در ادامه همین سیاست مبلغ ۷ میلیارد ریال دیگر اوراق قرضه توسط بانک توسعه کشاورزی منتشر شد که به این ترتیب جمع اوراق قرضه منتشره توسط بانک مزبور بالغ بر ۱۵ میلیارد ریال گردید.

#### ۱-۱-۱۱- اوراق قرضه بدون جایزه سال ۱۳۵۸

در این سال به موجب مصوبه مورخ ۱۳/۹/۱۳۵۸ شورای انقلاب، به دولت اجازه داده شد تا معادل ۳۵۰ میلیارد ریال اوراق قرضه بدون جایزه بابت مطالبات بانک مرکزی از دولت،

ناشی از آن دسته اعتبارات اعطایی بانک مرکزی که دارای تضمین و یا تعهد سازمان برنامه و بودجه بوده است، منتشر و برای تسویه مطالبات موصوف در اختیار بانک مرکزی قرار گیرد. اوراق قرضه مذکور در همان سال منتشر و با مطالبات بانک مرکزی به تدریج پا به پا گردید.

## ۲-۱- آخرین وضعیت اوراق قرضه دولتی منتشره

با تصویب قانون انتشار اوراق قرضه و اسناد خزانه در سال ۱۳۴۸، در همان سال مبلغ ۲۰/۱ میلیارد ریال اوراق قرضه منتشره در جریان قرار گرفت. در سال‌های بعد نیز به تدریج بر حجم انتشار افزوده گردید. در عین حال، تعدادی از اوراق قرضه منتشره نیز در این سال‌ها سررسید و بازپرداخت شد. نتیجتاً موجودی این اوراق نزد افراد و مؤسسات بخش خصوصی، بانک‌ها و مؤسسات دولتی که در پایان سال ۱۳۴۸ فقط حدود ۲۰/۱ میلیارد ریال می‌شده، در سال‌های بعد به شدت افزایش یافت و در سال ۱۳۷۸ به مبلغ ۲۷۰/۵ میلیارد ریال رسید. نحوه توزیع اوراق قرضه در جریان برحسب مالکیت آن طی سال‌های ۱۳۴۸ الی ۱۳۷۸، نشان می‌دهد که سهم افراد و مؤسسات بخش خصوصی که در سال اول انتشار (سال ۱۳۴۸) ۲۹/۳ درصد کل این اوراق بود، به تدریج کاسته شد؛ بطوری که، این نسبت در سال ۱۳۵۷ به ۴/۱ درصد، در سال ۱۳۶۰ به ۱/۱ درصد و نهایتاً در سال ۱۳۶۳ به صفر رسید. برعکس، به تدریج بر موجودی اوراق قرضه بانک‌ها و بانک مرکزی اضافه گردید. بطوری که، سهم بخش بانکی کشور که در سال ۱۳۴۸ حدود ۵۷/۸ درصد بود، در پایان سال ۱۳۷۸ بالغ بر ۹۷/۶ درصد گردید که ۳۰/۹ درصد آن متعلق به بانک مرکزی و ۶۶/۷ درصد متعلق به سایر بانک‌ها بود و در پایان سال ۱۳۷۸ در قبال تسویه بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی موجودی اوراق قرضه آنها به بانک مرکزی منتقل شد و در نتیجه اوراق قرضه بانک مرکزی بالغ بر ۲۶۳۵/۷ میلیارد ریال گردید که همه آنها را نیز اوراق قرضه سررسید گذشته تشکیل می‌داد. آنچه را که در این مدت در افزایش موجودی اوراق قرضه بانک‌ها نقش داشت، بیشتر می‌توان ناشی از الزامات آنها به خرید اوراق قرضه دانست. این الزامات و نوع و درصد آنها در جدول شماره (۱) آمده است. افزایش موجودی اوراق قرضه نزد بانک مرکزی در سال‌های گذشته نیز بیشتر به علت انتشار اوراق قرضه جایگزینی بود که در عوض پرداخت جایزه

(سود یا بهره) متعلقه به اوراق قرضه در جریان توسط بانک مرکزی، در اختیار این بانک قرار می‌گرفت.

دولت قبلاً تعهدات خود بابت اوراق قرضه سررسید شده و همچنین پرداخت جوایز این اوراق را همه ساله در بودجه کل کشور منظور می‌نمود. لیکن بعداً و به خصوص در شرایط جنگ تحمیلی علیه ایران، دیگر اعتباری به منظور تعهدات ناشی از انتشار اوراق قرضه توسط دولت در بودجه سنواتی کل کشور منظور نگردید. از این رو، اوراق قرضه سررسیده از محل اوراق قرضه جدید جایگزین می‌شد و جوایز آن نیز توسط بانک مرکزی پرداخت می‌گردید و در عوض آن، دولت اوراق قرضه جدید در اختیار بانک مرکزی می‌گذاشت. بدین ترتیب، آنچه که همه ساله به جمع اوراق قرضه در جریان و موجودی آن نزد بانک مرکزی اضافه گردید، معادل جوایز متعلقه به اوراق قرضه در جریان بود. در سال ۱۳۷۸ نیز در قبال تسویه بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی کل موجودی اوراق قرضه آنها به این بانک منتقل شد.

جدول شماره ۱- خلاصه توزیع موجودی اوراق قرضه دولتی بر حسب مالکیت بخش‌ها در مقاطع پنج ساله از سال ۱۳۴۸ لغایت ۱۳۷۸

(ارقام به میلیارد ریال)

بخش‌های مختلف	۱۳۴۸		۱۳۵۰		۱۳۵۵		۱۳۶۰		۱۳۶۵		۱۳۷۰		۱۳۷۵		۱۳۷۸	
	درصد	مبلغ	درصد	مبلغ	درصد	مبلغ	درصد	مبلغ	درصد	مبلغ	درصد	مبلغ	درصد	مبلغ	درصد	مبلغ
بخش غیر بانکی	۸/۵	۴۲/۳	۱۶/۴	۶۱/۴	۱۵/۰	۱۶۶/۷	۱۳/۰	۱۶۶/۷	۹/۴	۱۹۳/۴	۳/۵	۹۹/۲	۲/۴	۶۵/۸	۲/۴	۶۵/۸
افراد	۳/۹	۱۴/۴	۸/۶	۳۴/۲	۵/۹	۹/۳	۰/۷	۹/۳	-	۰	-	۰	-	۰	-	۰
مؤسسات خصوصی	۳/۰	۱۴/۹	۳/۵	۱۵/۸	۳/۹	۵/۴	۰/۴	۵/۴	-	۰	-	۰	-	۰	-	۰
مؤسسات دولتی	۲/۶	۱۲/۹	۱۰/۵	۲۱/۴	۵/۲	۱۵/۲۰	۰/۹	۱۵/۲۰	۹/۴	۱۹۳/۴	۳/۵	۹۹/۲	۲/۴	۶۵/۸	۲/۴	۶۵/۸
بخش بانکی	۱۱/۶	۵۷/۸	۳۴/۱	۳۳۸/۳	۸۵/۰	۱۳۳۸	۸۸/۰	۱۳۳۸	۹/۶	۱۸۷/۵	۹۶/۵	۳۷۸۲/۳	۹۷/۶	۲۶۳۵/۷	۹۷/۶	۳۶۳۵/۷
بانک مرکزی	۷/۰	۳۴/۸	۱۸/۵	۷۹/۸	۱۹/۵	۶۴۹/۲	۶۶/۵	۶۴۹/۲	۳۲/۶	۶۷۳/۵	۵۰/۷	۱۴۲۶/۳	۳/۹	۸۳۶/۰	۳/۹	۸۳۶/۰
سایر بانک‌ها	۴/۶	۲۳/۰	۱۵/۶	۲۶۸/۵	۶۵/۵	۵۷۸/۸	۴/۵	۵۷۸/۸	۵۸/۰	۱۱۹۷/۰	۴۵۸/۰	۱۳۸۸/۰	۶۶/۷	۱۷۹۹/۷	۶۶/۷	۱۷۹۹/۷
جمع	۲۰/۱	۱۰۰	۵۰/۵	۴۰۹/۷	۱۰۰	۱۳۴۹/۷	۱۰۰	۱۳۴۹/۷	۱۰۰	۲۰۶۳/۹	۱۰۰	۲۸۱۳/۵	۱۰۰	۳۷۰۱/۵	۱۰۰	۳۷۰۱/۵

مأخذ: بانک مرکزی ج.ا.ا. - اداره امور اعتبارات.

## خلاصه تجارب حاصل از انتشار اوراق قرضه در ایران

سابقه انتشار اوراق قرضه در کشور ما چندان طولانی نبوده و با توجه به مجموعه شرایط، نقش این اوراق در اعمال سیاست‌های مالی، پولی و تنظیم نقدینگی به دلایلی چند محدود بوده است که اهم آن را می‌توان به ترتیب زیر خلاصه نمود:

◀ عدم استقبال مردم برای خرید اوراق قرضه ناشی از عواملی نظیر: ناآگاهی آنها، سودآور بودن سایر فرصت‌های سرمایه‌گذاری در بعضی از سال‌های قبل از ۱۳۵۷ و فقدان زمینه جذابیت برای سرمایه‌گذاری در اوراق قرضه در سال‌های بعد بود. در نتیجه طی سنوات گذشته، فروش اوراق قرضه منتشره در کشور ما اکثراً از طریق الزامات قانونی صورت گرفته است.

◀ افزایش شدید درآمدهای فروش نفت طی بعضی از سال‌ها هم موجب عدم احساس نیاز دولت‌های وقت به تجهیز منابع از طریق انتشار و فروش اوراق قرضه و مآلاً عدم اهتمام آنها در بسط فرهنگ و گسترش کاربرد این اوراق و تشویق مردم به خرید آن بوده است.

◀ بانک‌ها نیز در شرایط مختلف اقتصادی، عکس‌العمل متفاوتی در قبال خرید اوراق قرضه از خود نشان دادند. در مواقعی که اقتصاد ایران دچار رکود بود و بانک‌ها با مسازاد منابع مواجه بودند، از خرید اوراق قرضه که در هر حال متضمن حصول درآمدی برای آنها بود، استقبال نموده و در شرایط رونق اقتصادی، به دلیل بالا بودن هزینه فرصتی سایر سرمایه‌گذاری‌ها، تمایلی به خرید این اوراق نداشتند. یعنی در واقع در شرایط رکود که لزوم مسدود شدن بخشی از منابع بانکی کمتر احساس می‌شد، بانک‌ها به منظور کسب درآمد از خرید اوراق قرضه استقبال نموده و برعکس در شرایط رونق اقتصادی مایل به فروش اوراق قرضه بودند.

◀ تا قبل از سال ۱۳۵۷، تعهدات دولت بابت اوراق قرضه سررسیده و همچنین پرداخت سود (بهره) آن همه ساله در بودجه کل کشور منظور می‌گردید. لیکن در سنوات بعد که بر اثر شرایط ناشی از جنگ تحمیلی به بار مالی دولت افزوده شد، دیگر اعتباری از این بابت در بودجه سنواتی کل کشور منظور نشد و اوراق قرضه سررسیده اکثراً با

اوراق قرضه جدید جایگزین شد و بابت جوایز<sup>۱</sup> (بهره) آن نیز که توسط بانک مرکزی به دارندگان این اوراق پرداخت می‌گردید، اوراق قرضه منتشره جدید در اختیار این بانک قرار می‌گرفت. این نحوه عمل، ماهیتاً به مثابه نوعی اعطای اعتبار به دولت جهت تأمین بخشی از کسر بودجه بود؛ با این تفاوت که این رقم در محاسبات مربوط به عنوان بخشی از کسر بودجه سنواتی مطرح نمی‌گردید و لذا دولت‌های وقت نیز اشتیاقی برای منظور نمودن این گونه تعهدات خود در بودجه‌های سنواتی کل کشور نداشتند.

نحوه عمل مذکور در فوق سبب تراکم اوراق قرضه نزد بانک مرکزی گردیده بود که با طرح ایرادی توسط دیوان محاسبات به نحوه عمل مذکور، انتشار هرگونه اوراق قرضه جدید متوقف گردید و نتیجتاً انتشار و عرضه اوراق قرضه از صحنه اقتصاد کشور حذف گردید.

## ۲- سابقه انتشار اوراق مشارکت در ایران

اولین تجربه انتشار اوراق مشارکت به مهر ماه سال ۱۳۷۳ برمی‌گردد که در این تاریخ، اوراق مشارکت طرح نواب از سوی شهرداری تهران انتشار یافت. طرح نواب شامل احداث اتوبانی به طول ۵/۵ کیلومتر بود که شمال شهر تهران را به جنوب آن وصل می‌نمود و احداث ۶۵۹۶ واحد مسکونی و ۴۴۷۹ واحد تجاری و اداری را نیز شامل می‌گردید.

کل مبلغ اوراق مشارکت منتشره برای اجرای طرح نواب ۲۵۰ میلیارد ریال بود که در ۴ مرحله عرضه گردید و در مهر ماه سال ۱۳۷۷ سررسید گردید.

از آن تاریخ به بعد به منظور تأمین مالی طرح‌های متعلق به سازمان‌های دولتی، عمومی و خصوصی تقاضاهای متعددی برای انتشار اوراق مشارکت مطرح گردید که برای تعدادی از آنها نیز مجوز انتشار صادر گردید. بطوری که از سال ۱۳۷۳ به بعد، علاوه بر طرح نواب، طرح‌های دیگر شامل طرح‌های عمرانی انتفاعی دولت نیز مجوز انتشار اوراق مشارکت را

<sup>۱</sup> - بعد از سال ۱۳۶۳ و اعمال بانکداری بدون ربا در ایران، عنوان سود (بهره) اوراق قرضه به جایزه تغییر یافت.

دریافت نمودند که در قسمت عملکرد اوراق مشارکت به آنها اشاره خواهد شد. لیکن در این قسمت اشاره به این نکته ضروری است که جهت انتشار اولین سری اوراق مشارکت در ایران که شهرداری تهران متقاضی انتشار آن برای طرح نواب بود و مورد موافقت مقامات پولی کشور نیز قرار گرفته بود، به لحاظ اینکه قانون و دستورالعملی در این خصوص وجود نداشت و از طرفی انتشار این اوراق می‌توانست بر متغیرهای پولی کشور تأثیر گذار باشد، به ناچار بانک مرکزی در این زمینه پیشقدم شد و کمیسیونی در این بانک مأمور تهیه مقرراتی جهت انتشار اوراق مشارکت شد. مقررات تدوین شده، تحت عنوان مقررات ناظر بر انتشار اوراق مشارکت در تیر ماه سال ۱۳۷۳ به تصویب شورای پول و اعتبار رسید و این مقررات و دستورالعمل اجرایی آن مبنای انتشار اوراق مشارکت طرح نواب و طرح‌های بعدی قرار گرفت.

این مقررات که با تعجیل فراوان جهت انتشار اوراق مشارکت طرح نواب تهیه و به تصویب شورای پول و اعتبار رسیده بود در عمل مواجه با ابهام و مشکلاتی گردید. از جمله آنکه، به موجب مقررات ناظر بر انتشار اوراق مشارکت و دستورالعمل اجرایی آن، وظیفه تأیید طرح انتشار اوراق مشارکت و صدور مجوز انتشار به بانک مرکزی تفویض گردیده بود. و اگرچه این تفویض اختیار طبق مصوبه شورای پول و اعتبار انجام گرفته بود، لیکن در قانون پولی و بانکی کشور اشاره‌ای به چنین وظیفه و اختیاری دیده نمی‌شد.

بنابراین، مشکل جایگاه قانونی انتشار اوراق مشارکت و ابهام مسئولیت بانک مرکزی در خصوص انتشار این اوراق کماکان وجود داشت تا آنکه با تصویب تبصره «۶۸» در قانون بودجه سال ۱۳۷۴ کل کشور به وزارت مسکن و شهرسازی اجازه داده شد، به منظور تکمیل ده بیمارستان نیمه تمام اقدام به انتشار اوراق مشارکت نماید.

متعاقباً به موجب تبصره (۳۹) قانون بودجه سال ۱۳۷۵ کل کشور نیز به وزارت مسکن و شهرسازی اجازه انتشار اوراق مشارکت برای تکمیل عملیات اجرایی تعدادی از بیمارستان‌ها و دانشگاه‌ها داده شد و به این ترتیب، طبق مصوبات مجلس شورای اسلامی نیز اوراق مشارکت اجازه انتشار یافت و نتیجتاً دغدغه جایگاه قانونی انتشار این اوراق نیز تا اندازه زیادی رفع گردید.

شایان ذکر است که در «تبصره ۸۵» قانون برنامه دوم توسعه اقتصادی، اجتماعی، و فرهنگی کشور هم به وزارت مسکن و شهرسازی (سازمان ملی زمین و مسکن) اجازه داده

شد تا برای تجهیز سرمایه در بخش مسکن، نسبت به انتشار اوراق مشارکت از طریق بانک مسکن اقدام نماید. ضمن اینکه به موجب این تبصره از قانون ملاحظه می‌گردد که برای اولین بار تعریفی قانونی از اوراق مشارکت نیز ارائه گردیده و در بند (ب) این تبصره چنین آمده است:

«اوراق مشارکت اوراق بهاداری است که به قیمت اسمی مشخص منتشر می‌گردد 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 شریک خواهند شد. خرید و فروش این اوراق مستقیماً و یا از طریق بورس اوراق بهادار مجاز می‌باشد.»

با توجه به مواد قانونی فوق‌الاشاره، اگرچه انتشار اوراق مشارکت محمل قانونی تصویب مجلس شورای اسلامی را یافت، لیکن کماکان مقررات ناظر بر انتشار اوراق مشارکت مصوب شورای پول و اعتبار و دستورالعمل اجرایی آن از سال ۱۳۷۳ مبنای عمل بود.

نظر به اینکه از یک سو، در مقررات مزبور ابهاماتی به نظر می‌رسید و از سویی دیگر، لزوم یک قانون جامع برای انتشار اوراق مشارکت ضروری می‌نمود، لذا مطالعات و بررسی‌های مفصلی در این زمینه انجام گرفت که نهایتاً منتج به تهیه و تصویب قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت گردید.

## ۱-۲- قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت

ابهامات و اشکالات مذکور در مقررات ناظر بر انتشار اوراق مشارکت و وسعت و اهمیت طرح‌های متقاضیان موجب گردید طرح «قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت»، به منظور رفع ابهامات و اشکالات و نیز قانونی نمودن آن تقدیم مجلس شورای اسلامی شود. مجلس نیز آن را در تاریخ ۱۳۷۶/۶/۳۰ به تصویب رساند.

متعاقب آن آئین‌نامه اجرایی قانون نیز در جلسه مورخ ۱۳۷۷/۵/۱۸ در هیئت محترم وزیران به تصویب رسید.

### ۱-۱-۲- تعاریف، اهداف و گستره اوراق مشارکت

در قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت هدف از انتشار اوراق مشارکت، مشارکت عموم در



اجرای طرح‌های انتفاعی مندرج در قوانین بودجه سالانه کل کشور، طرح‌های سودآور تولیدی و ساختمانی و خدماتی عنوان شده است که از طریق تجهیز منابع مورد نیاز برای طرح‌های مذکور منجمله منابع لازم برای تهیه مواد اولیه واحدهای تولیدی صورت می‌گیرد. طبق مفاد این قانون 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 تولیدی می‌توانند براساس قانون بودجه و یا کسب مجوز از بانک مرکزی به انتشار و عرضه اوراق مشارکت مبادرت ورزند.

براساس مفاد این قانون، اوراق مشارکت اوراقی است بهادار، با نام یا بی‌نام، قابل تعویض یا تبدیل با سهام که به قیمت مشخص برای مدت معین و به موجب قانون یا مجوز بانک مرکزی منتشر و از طریق عرضه عمومی واگذار می‌شود و دارندگان آن به نسبت قیمت اسمی و مدت زمان مشارکت در نتیجه مالی (سود یا زیان) حاصل از اجرای طرح‌های مربوط سهم خواهند بود و هر ورقه مشارکت نشاندهنده میزان قدرالسهم دارنده آن در مشارکت است. خرید و فروش این اوراق مستقیماً و یا از طریق سازمان بورس اوراق بهادار مجاز می‌باشد و مالیاتی که به سود اوراق تعلق می‌گیرد به میزان ۵ درصد تعیین گردیده است.

این اوراق می‌تواند مورد وثیقه بانک‌ها و دستگاه‌های اجرایی دولتی نیز قرار بگیرد. نکته مهمی که در این قانون به چشم می‌خورد این است که: اوراقی که توسط شرکت‌های سهامی عام منتشر می‌شود می‌تواند در سررسید نهایی با سهام سایر شرکت‌های پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تعویض شود و یا در سررسید نهایی و یا زمان تحقق افزایش سرمایه به سهام شرکت‌های موضوع طرح اوراق مشارکت تبدیل گردد. تشخیص انتفاعی بودن طرح‌های عمرانی دولت نیز به عهده هیئتی مرکب از نمایندگان وزارت امور اقتصادی و دارایی، سازمان برنامه و بودجه و بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران می‌باشد.

## ۲-۱-۲- جریان انتشار اوراق مشارکت و نهادها و ارگان‌های ذیربط در آن

قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت و آئین‌نامه اجرایی آن وظایف و اختیارات تمامی نهادها و ارگان‌های ذیربط انتشار اوراق مشارکت را به ترتیب زیر مشخص نموده است:

« قانونگذار که مجوز انتشار اوراق مشارکت طرح‌های عمرانی دولت را از طریق درج قانون بودجه سالانه کل کشور می‌دهد.

- ◀ بانک مرکزی که مجوز انتشار سایر اوراق را صادر می‌نماید.
- ◀ ناشر اوراق، دستگاهی که اجازه انتشار اوراق را دریافت داشته است.
- ◀ عامل، بانکی که از طرف ناشر نسبت به عرضه اوراق برای فروش، پرداخت سود علی‌الحساب و قطعی، بازپرداخت اصل مبلغ اوراق مشارکت در سررسید مربوط یا بازخرید آن قبل از سررسید، کسر و پرداخت مالیات متعلق به سود اوراق و انجام سایر امور مرتبط، طبق قرارداد عاملیت مبادرت می‌ورزد.
- ◀ امین اوراق، شخص حقیقی یا حقوقی که از طرف بانک مرکزی انتخاب می‌شود و به منظور حفظ منافع دارندگان اوراق مشارکت و حصول اطمینان از صحت عملیات ناشر در طرح، باید نسبت به مصرف وجوه، نحوه نگهداری حساب‌ها و صورت‌های مالی و عملکرد اجرایی ناشر به موجب قرارداد منعقد شده، مستمراً رسیدگی و اظهار نظر نماید و وظایف امین در مورد طرح‌های عمرانی - انتفاعی دولت به مسئولیت سازمان مدیریت و برنامه‌ریزی کشور خواهد بود.
- ◀ هیئت تشخیص انتفاعی بودن و طرح‌های عمرانی انتفاعی دولت.
- به این ترتیب، ملاحظه می‌شود که قانون مصوب اخیر اشکالات و ابهامات مقررات قبلی ناظر بر انتشار اوراق مشارکت را تا حدود زیادی مرتفع کرده است.
- عمده وظایف بانک مرکزی علاوه بر صدور مجوز، طبق این قانون، عبارت است از: اعلام حداکثر (سقف) اوراق مشارکت قابل انتشار. تعیین حداقل سهم‌الشرکه ناشر در طرح، تأیید تاریخ، شرایط و مراحل انتشار و عرضه اوراق، دریافت قرارداد عاملیت، اعطاء مجوز به ناشر جهت برداشت از وجوه جمع‌آوری شده در صورتی که اوراق منتشر شده در مدت مقرر به فروش رسیده باشد، صدور دستور استرداد وجوه جمع‌آوری شده در صورت عدم تأمین کسری مبالغ توسط ناشر طی مهلت مقرر، ملزم نمودن ناشر به تأمین تضمین‌های لازم نزد عامل، تعیین امین طرح، عقد قرارداد با امین، تأیید سود نهایی، موافقت یا عدم موافقت با اختیار تعویض یا تبدیل اوراق مشارکت با سهام و نیز تخفیفات فروش، اخذ اطلاعات از ناشر، دادن آن به عامل و امین، تهیه گزارش عملکرد اوراق مشارکت منتشره به اتفاق وزارت امور اقتصادی و دارایی جهت تقدیم به مجلس شورای اسلامی.
- عمده وظیفه وزارت امور اقتصادی و دارایی نیز تضمین بازپرداخت اصل و سود تخصیص یافته اوراق مشارکت طرح‌های عمرانی - انتفاعی دولت است که از محل اعتبارات خاصی که

توسط سازمان برنامه و بودجه در قوانین بودجه کل کشور پیش‌بینی می‌شود صورت می‌پذیرد.

## ۲-۲- مقایسه تطبیقی قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت و مقررات ناظر بر انتشار اوراق مشارکت

بطور کلی، قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت و آئین‌نامه اجرایی آن بسیاری از ابهامات و نواقص مقررات قبلی ناظر بر انتشار اوراق مشارکت را رفع نموده که عمده‌ترین آنها را می‌توان به شرح زیر بیان کرد:

◀ رفع محدودیت انتشار اوراق مشارکت از شرکت‌های تعاونی تولیدی و شرکت‌های سهامی خاص.

◀ اجازه انتشار اوراق مشارکت به واحدهای تولیدی جهت تأمین مواد اولیه.

◀ اجازه انتشار اوراق مشارکت جهت طرح‌های انتفاعی عمرانی دولت.

◀ رفع ابهامات قانونی مربوط به حدود اختیارات و وظایف بانک مرکزی در ارتباط با اوراق مشارکت.

◀ فراهم آوردن امکانات بازار ثانویه اوراق مشارکت از طریق پذیرش در بورس اوراق بهادار.

◀ کاهش وظایف اجرایی و اختیارات بانک مرکزی و تفویض آنها به بانک‌های عامل و افزایش نقش سیاست‌گذاری بانک مرکزی در این مورد.

◀ تعیین دقیق حدود وظایف و اختیارات ناشر و عامل به خصوص در مورد بازپرداخت اصل و سود متعلق به آنها و اینکه بازپرداخت اصل و سود متعلق را ناشر تضمین می‌نماید و عامل تنها در صورت عدم ایفای تعهدات توسط ناشر مکلف است از محل تضمین‌های دریافتی اقدام نماید و بدین ترتیب نقش تضمینی بانک عامل بسیار کاهش یافته و مسئولیت اصلی بر عهده ناشر قرار گرفته است.

## ۲-۳- ابهامات و اشکالات موجود در قانون انتشار اوراق مشارکت

علی‌رغم نکات مثبتی که قانون فعلی نسبت به مقررات قبلی دارد، این قانون نیز مورد ایراد اغلب کارشناسان می‌باشد که بعضاً به آنها اشاره می‌شود:

در ماده (۱) قانون به طرح‌های سودآور ساختمانی علاوه بر تولیدی اشاره دارد که زائد به نظر می‌رسد، زیرا طرح‌های تولیدی شامل طرح‌های ساختمانی نیز می‌شود. به خصوص که در قسمت پایانی این ماده بطور مشخص تهیه مواد اولیه مورد نیاز واحدهای تولیدی را درج کرده است.

- تبصره ذیل ماده (۱) تشخیص انتفاعی بودن طرح‌های عمرانی دولت را به عهده هیئتی واگذار نموده است. در حالی که، اینگونه طرح‌ها در پیوست لوایح بودجه سالانه کشور، طبق مندرجات قانون بودجه، با علامت خاص مشخص می‌گردد. همانطوری که ملاحظه می‌گردد؛ این دو قسمت با هم مغایرت دارند.

- در سطر سوم ماده (۲) قانون مزبور کلمات «واگذار می‌گردد» آمده است. هرچند معنی فروش از آن مستفاد می‌گردد، ولی برای هماهنگی با بخش پایانی این ماده که به خرید و فروش اشاره دارد، اصلاح است عبارت «واگذار می‌گردد» به عبارت «به فروش می‌رسد» تبدیل گردد.

- ایضاً در ماده (۲) قانون آمده است: «دارندگان این اوراق به نسبت قیمت اسمی و مدت زمان مشارکت در سود حاصل از اجرای طرح مربوط شریک خواهند بود.» در حالی که در عمل آخرین دارنده اوراق در تاریخ سررسید در سود واقعی طرح شریک خواهد بود و دارندگان قبلی آن ممکن است مدت‌های مختلفی آن اوراق را مالک بوده‌اند؛ ولی اوراق خود را به قیمت‌های توافقی به دارندگان بعدی فروخته باشند و در نتیجه هیچ حقی نسبت به مابه‌التفاوت سود نهایی و سودهای علی‌الحساب برای آنها متصور نیست. بنابراین، بهتر است عبارت «مدت زمان مشارکت» در این عبارت حذف و جمله به شکل زیر اصلاح شود:

دارندگان این اوراق به نسبت مبلغ اسمی اوراقی که در تاریخ سررسید در اختیار دارند، در سود حاصل از اجرای طرح مربوط شریک خواهند بود.

- در سطر آخر ماده (۲) که ناظر بر خرید و فروش دست دوم این اوراق است، بهتر است تصریح بیشتر صورت گیرد و به صورت زیر درآید:

«خرید و فروش دست دوم این اوراق بین دارندگان و متقاضیان آنها بطور مستقیم و با قبض و اقباض صورت می‌گیرد و دارنده اوراق مالک آن شناخته می‌شود. همچنین در مورد

اوراقی که معامله آنها در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده است، خرید و فروش آنها از طریق بورس نیز امکان پذیر خواهد بود.»  
 علاوه بر موارد فوق، در ماده (۳) و پاراگراف دوم آن، ماده (۴) و تبصره (۳) آن، ماده (۵) و ماده (۱۰) این قانون نیز اصلاحاتی می‌بایستی انجام پذیرد، آئین‌نامه اجرایی این قانون نیز مستلزم برخی اصلاحات می‌باشد.

### ۳- عملکرد انتشار اوراق مشارکت

با توجه به بُعد زمانی ایجاد شده مابین مقررات ناظر بر انتشار اوراق مشارکت (مصوب شورای پول و اعتبار در سال ۱۳۷۳) و قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت (مصوب مجلس شورای اسلامی در سال ۱۳۷۶) ارائه عملکرد انتشار اوراق مشارکت منتشره نیز در دو مقطع زمانی یاد شده، صورت خواهد پذیرفت.

#### ۳-۱- اوراق مشارکت منتشره از سال ۱۳۷۳ تا نیمه اول سال ۱۳۷۶ (قبل از تصویب قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت)

در مقطع زمانی یاد شده، چهارچوب و الگوی اجرایی درخصوص بررسی و صدور مجوز انتشار اوراق مشارکت، مصوبه شورای پول و اعتبار بوده است. در این مقطع مجوز شش فقره انتشار اوراق مشارکت - جمعاً به میزان ۹۴۸/۱ میلیارد ریال - از سوی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران صادر شده است که مشخصات کلی اوراق مشارکت منتشره به شرح ذیل می‌باشد:

- ◀ طرح نواب به میزان ۲۵۰ میلیارد ریال.
- ◀ طرح شهر سالم به میزان ۷۰ میلیارد ریال.
- ◀ تکمیل طرح‌های بیمارستانی (تبصره ۶۸ قانون بودجه سال ۱۳۷۴) به میزان ۳۰ میلیارد ریال.

- ۱ < طرح مسکن سازان خراسان (ثامن) به میزان ۵۰ میلیارد ریال (مرحله اول و دوم).
- ۲ < طرح پیکان جدید (خودرو ملی) به میزان ۵۱۳/۱ میلیارد ریال.
- ۳ < طرح ایجاد واحدهای مسکونی در شهرک‌های هشتگرد و اندیشه [تبصره (۸۵) قانون برنامه دوم توسعه] به میزان ۳۵ میلیارد ریال.

## ۲-۳- اوراق مشارکت منتشره از نیمه دوم سال ۱۳۷۶ تا پایان سال ۱۳۷۸

(بعد از تصویب قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت)

از مقطع زمانی یاد شده، چهارچوب و الگوی اجرایی در خصوص بررسی و انتشار اوراق مشارکت، قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت (مصوب ۱۳۷۶/۶/۳۰) و آئین‌نامه اجرایی مربوط به آن (مصوب ۱۳۷۷/۵/۱۸ هیئت وزیران) بوده است.

در این مقطع، جمعاً ۱۲ فقره مجوز انتشار اوراق مشارکت و به میزان ۸۰۳۰ میلیارد ریال صادر شده است. لازم به ذکر است که از مبلغ مصوب فوق‌الذکر معادل ۷۸۵۰ میلیارد ریال اوراق مشارکت منتشر و عرضه گردیده است.

در این بخش، اوراق مشارکت منتشره در دو بخش: دولتی و غیردولتی، به صورت جداگانه به شرح ذیل مورد بررسی قرار می‌گیرد.

### ۱-۲-۳- اوراق مشارکت بخش دولتی

< اوراق مشارکت طرح‌های انتفاعی عمرانی دولت [بند (ه) تبصره ۱۶ قانون بودجه سال ۱۳۷۶].

مجاز انتشار: مبلغ ۲۲۵۰ میلیارد ریال.  
اوراق به فروش رسیده: ۲۱۷۴ میلیارد ریال.

۱- مرحله سوم انتشار اوراق مشارکت این طرح به بعد از تصویب قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت، به میزان ۳۰ میلیارد ریال، مربوط می‌شود.

۲- مجوز انتشار مبلغ ۵۸۵/۸ میلیارد ریال بوده است که از رقم موافقت شده، جمعاً ۵۱۳/۱ میلیارد ریال اوراق مشارکت منتشر گردیده است.

۳- مجوز انتشار، ۱۱۰ میلیارد ریال بوده است.

- ◀ اوراق مشارکت طرح‌های توسعه شبکه آبیاری و فاضلاب [وزارت نیرو تبصره (۴۸) قانون بودجه سال ۱۳۷۷].  
مجوز انتشار: مبلغ ۳۰۰ میلیارد ریال.  
اوراق به فروش رسیده: ۳۰۰ میلیارد ریال.
- ◀ اوراق مشارکت طرح‌های عمرانی انتفاعی دولت سال ۱۳۷۷.  
مجوز انتشار: مبلغ ۲۵۰۰ میلیارد ریال.  
اوراق به فروش رسیده: ۲۵۰۰ میلیارد ریال.
- ◀ اوراق مشارکت طرح‌های عمرانی انتفاعی دولت [بند (الف) تبصره (۴۸) قانون بودجه سال ۱۳۷۸].  
مجوز انتشار: مبلغ ۲۰۰۰ میلیارد ریال.  
اوراق به فروش رسیده: ۱۹۲۷ میلیارد ریال.
- ◀ اوراق مشارکت طرح تکمیل ساختمان و سد نیروگاه کرخه [بند (ب) تبصره (۴۸) قانون بودجه سال ۱۳۷۸]<sup>۱</sup>.  
مجوز انتشار: مبلغ ۱۵۰ میلیارد ریال.  
اوراق به فروش رسیده: ۱۵۰ میلیارد ریال.
- ◀ اوراق مشارکت طرح‌های توسعه شبکه آبیاری و آبرسانی [بخشی از بند (ب) تبصره (۴۸) قانون بودجه سال ۱۳۷۸].  
مجوز انتشار: مبلغ ۱۵۰ میلیارد ریال.  
اوراق به فروش رسیده: ۱۵۰ میلیارد ریال.
- ◀ اوراق مشارکت طرح‌های ایجاد و توسعه بنادر صیادی و سایت‌های تکثیر و پرورش ماهی و میگو [بند (د) تبصره (۴۸) قانون بودجه سال ۱۳۷۸].  
مجوز انتشار: مبلغ ۱۰۰ میلیارد ریال.  
اوراق به فروش رسیده: ۱۰۰ میلیارد ریال.

۱- به استناد بند (ب) تبصره (۴۸) قانون بودجه سال ۱۳۷۸ کل کشور، به وزارت نیرو و شرکت‌ها و سازمان‌های تابعه اجازه داده شد، برای تکمیل عملیات اجرایی طرح‌های تأمین آب و شبکه‌های آبیاری و زهکشی، تا مبلغ ۵۰۰ میلیارد ریال و برای تکمیل عملیات اجرایی طرح‌های آبرسانی به شهرها و صنایع، تا مبلغ ۱۰۰ میلیارد ریال از سرمایه‌های مردم - به طریق مشارکت - استفاده نمایند.

## ۲-۲-۳- اوراق مشارکت بخش غیردولتی

- ◀ اوراق مشارکت طرح توسعه غرب بازار تبریز، به میزان ۵۰ میلیارد ریال (مجوز ۱۰۰ میلیارد ریال).
- ◀ اوراق مشارکت طرح تکمیل پتروشیمی متانول خارک، به میزان ۲۰۰ میلیارد ریال (مجوز ۲۰۰ میلیارد ریال).
- ◀ اوراق مشارکت طرح ایجاد داروسازی زکریای تبریز، به میزان ۳۰ میلیارد ریال، برای مرحله اول (مجوز ۵۰ میلیارد ریال).
- ◀ اوراق مشارکت طرح تأسیس کارخانه فولاد میبد یزد، به میزان ۷۰ میلیارد ریال، برای مرحله اول (مجوز ۱۰۰ میلیارد ریال).
- ◀ اوراق مشارکت طرح توسعه و ایجاد کارخانه ۳۸ هزار تنی تولید آکریلیک، به میزان ۵۰ میلیارد ریال، برای مرحله اول (مجوز مرحله اول و دوم ۱۳۰ میلیارد ریال).

## ۳-۳- مروری بر تجارب حاصل از انتشار اوراق مشارکت، از بدو انتشار تا پایان سال ۱۳۷۸ و برخی نکات قابل تأمل در این زمینه

### ۱-۳-۳- خلاصه عملکرد

در طول ۶ ساله گذشته (۱۳۷۳-۱۳۷۸)، کلاً بالغ بر ۹۱۵۶ میلیارد ریال مجوز اوراق مشارکت صادر گردیده که از این مبلغ حدود ۸۶۸۰ میلیارد ریال اوراق مشارکت منتشر و عرضه شده است. از مبلغ اخیر، معادل ۷۳۶۷ میلیارد ریال (حدود ۸۵ درصد) به منظور اجرای طرح‌های عمرانی انتفاعی دولت و همچنین شرکت‌های دولتی که در پیوست طرح‌های عمرانی لوایح بودجه سالانه کل کشور و یا برنامه دوم توسعه مشخص گردیده‌اند، مصرف گردیده و مابقی به میزان ۱۳۱۳ میلیارد ریال (حدود ۱۵ درصد) در ارتباط با اجرای طرح‌های عمومی و غیردولتی مورد استفاده قرار گرفته است. میزان اوراق فروش رفته در طول سال‌های مورد نظر و به تفکیک بخش‌ها، به شرح ذیل می‌باشد:



اوراق مشارکت فروش رفته طی سال‌های ۱۳۷۳ لغایت ۱۳۷۸

(ارقام به میلیارد ریال)

سال	۱۳۷۳	۱۳۷۴	۱۳۷۵	۱۳۷۶	۱۳۷۷	۱۳۷۸	جمع
بخش دولتی	-	۳۰/۰	-	۲۲۰۹/۰	۲۸۰۰/۰	۲۳۲۸/۰	۷۳۶۷/۰
بخش عمومی و غیردولتی	۷۵/۰	۱۹۵/۰	۴۰۰/۵	۲۶۲/۵	۳۳۰/۰	۵۰/۰	۱۳۱۳/۰
جمع	۷۵/۰	۲۲۵/۰	۴۰۰/۵	۲۴۷۱/۵	۳۱۳۰/۰	۲۳۷۸/۰	۸۶۸۰/۰

مأخذ: اداره اعتبارات بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.

با توجه به ارقام مندرج در جدول فوق مشخص می‌گردد که بیشترین حجم فروش اوراق مشارکت در سال ۱۳۷۷ به میزان ۳۱۳۰ میلیارد ریال صورت پذیرفته است. ضمن اینکه در این سال بیشترین حجم فروش اوراق مشارکت در بخش دولتی بوده است. کمترین حجم انتشار و فروش اوراق مشارکت در بخش عمومی و غیردولتی مربوط به سال ۱۳۷۸ و به میزان ۵۰ میلیارد ریال می‌باشد که آن هم صرفاً توسط شرکت پلنی اکريل صورت پذیرفته است.

۳-۳-۲- برخی نکات قابل تأمل در رابطه با اوراق مشارکت منتشره

به موجب قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت، خرید و فروش اوراق مشارکت مستقیماً و یا از طریق بورس اوراق بهادار مجاز می‌باشد. این در حالی است که، معامله اوراق مشارکت در بورس با دو اشکال مواجه می‌باشد:

« نخست آنکه، در شرایطی که خریداران اوراق مشارکت در انتقال اوراق به دیگران محدودیتی نداشته و حتی پیش از سررسید و با مراجعه به عامل (بانک) می‌توانند اصل پول و سود علی‌الحساب روزشمار اوراق را یک جا دریافت نمایند و از طرفی نرخ معامله اوراق در شعب بانک عامل ثابت می‌باشد؛ بنابراین، کسی حاضر نیست که اوراق مشارکت را به قیمتی بیشتر از قیمت بانک خریداری و یا به قیمتی کمتر از آن در بورس معامله نماید.

« دوم آنکه، برای انجام معامله اوراق مشارکت در بورس باید حق کمیسیون معاملات پرداخت شود که بدین ترتیب معامله در بورس گران‌تر تمام می‌شود.

پیش‌بینی زمان اجرای طرح‌ها اعم از طرح‌های عمرانی دولت و سایر طرح‌ها و همچنین برآورد سودآوری آنان که در قالب گزارشات توجیهی (اقتصادی، مالی و فنی) ارائه می‌گردد، ممکن است در عمل و اجرا و براساس متغیرها و مشکلاتی که پیش‌بینی و کنترل آنان در طول اجرای طرح عملاً امکان‌پذیر نباشد، با تغییرات وسیعی مواجه گردد. این تغییرات ممکن است به گونه‌ای باشد که حتی اجرا و تداوم عملیات طرح را با مشکل مواجه نموده و یا متوقف نماید و یا سود پیش‌بینی شده را به میزانی کمتر تقلیل دهد.

بطور مثال، اوراق مشارکت طرح نواب و طرح شرکت مسکن‌سازان خراسان که در سال‌های ۱۳۷۳ و ۱۳۷۴ منتشر گردیدند، به دلیل پاره‌ای از مشکلات در سال‌های ۱۳۷۶ لغایت ۱۳۷۸ از جمله: بحران صنعت ساختمان کشور، مسائل سیاسی روز، رکود حاکم بر اقتصاد کشور، وجود معارض در اجرای طرح‌های مربوطه و ... اجرای طرح‌های مذکور عملاً بعد از مدت زمانی متوقف گردیدند که این موضوع موجب گردید تا سود مورد انتظار آنان با توجه به زمان پیش‌بینی شده برای خاتمه طرح تحقق نیابد.

نکته حائز اهمیت دیگر درخصوص انتشار اوراق مشارکت توسط کلیه مؤسسات بخش دولتی و غیردولتی، ارزیابی توان واحد اقتصادی انتشار دهنده اوراق می‌باشد. در فرآیند انتشار اوراق مشارکت در ایران، مسئله ارزیابی طرح و سوددهی آن مورد توجه قرار گرفته است، ولی مسئله مهم دیگری که کمتر مورد توجه قرار می‌گیرد، موقعیت مالی و اقتصادی و اجتماعی سازمان و واحد انتشاردهنده اوراق می‌باشد. بطوری که، مثلاً ممکن است طرح خاصی دارای سوددهی باشد ولی سازمان انتشار دهنده از نظر کارایی بطور نسبی در مرتبه پایینی قرار داشته باشد.

بطور معمول در سایر کشورها درجه‌بندی اوراق بدهی نظیر اوراق مشارکت، با توجه به ریسک و مخاطره کشور و یا واحد اقتصادی ناشر اوراق، مورد محاسبه قرار می‌گیرد و سازمان‌های مستقلی عهده‌دار طبقه‌بندی و درجه‌بندی آنها می‌باشند. از این رو، به نظر می‌رسد که لازم است در کشور ما نیز سازمان‌هایی عهده‌دار این مهم گردند.

## ۴- سیاست پولی و اوراق مشارکت

### ۴-۱- تعریف سیاست پولی

وقتی صحبت از سیاست پولی می‌گردد، این سیاست عمدتاً در ارتباط با: عرضه پول،

تقاضای پول، نرخ بهره (در کشورهایی که اقتصاد آنها مبتنی بر بهره است) و نرخ ارز می‌باشد.

#### ۱-۴-۱- ابزار مورد استفاده در اجرای سیاست‌های پولی

برای رسیدن به اهداف سیاست‌های پولی ابزار خاصی مورد استفاده می‌باشد که این ابزار عمدتاً عبارت هستند از: عملیات بازار باز، تغییرات نرخ ذخایر قانونی بانک‌ها و تغییرات نرخ بهره (در اقتصادهای مبتنی بر نرخ بهره). علاوه بر ابزار فوق، در بسیاری از کشورها کنترل مستقیم اعتبارات و میزان عرضه پول نیز در راستای اجرای سیاست‌های پولی مورد استفاده قرار می‌گیرد.

##### ۱-۴-۱-۱- عملیات بازار باز<sup>۱</sup>

عملیات بازار باز عمدتاً شامل خرید و فروش اوراق بهادار و در بعضی موارد سهام و ارز توسط بانک مرکزی می‌باشد. عملیات بازار باز یکی از طرق (غیرمستقیم) اعمال سیاست‌های انقباضی و یا انبساطی پولی می‌باشد که در عین حال برای تأثیرگذاری بر روی قیمت‌ها و نرخ بهره نیز بکار گرفته می‌شود.

یکی از اهداف عمده در عملیات بازار باز، کنترل نقدینگی می‌باشد. زمانی که میزان تولیدات به دلیل کمبود منابع مالی افت می‌نماید؛ در این صورت، بانک مرکزی ممکن است اقدام به خرید اوراق بهادار نموده و لذا پول بیشتری را وارد بازار نماید. برعکس، زمانی که میزان سرمایه‌گذاری‌های انجام گرفته زیاد بوده و شرایط اقتصادی کشور در وضعیتی است که تقاضای کل بر عرضه کل فزونی دارد؛ در این صورت، بانک مرکزی اقدام به فروش نموده تا از این طریق میزان پول در جریان و همچنین تقاضا برای سرمایه‌گذاری‌های جدید را کاهش دهد.

##### ۲-۱-۴- نقش اوراق مشارکت در جذب و کنترل نقدینگی

میزان نقدینگی در دست مردم و بکارگیری آن در اقتصاد هر کشور از مباحث مهم تعادل کلی اقتصاد آن کشور است و هدایت و تخصیص بهینه نقدینگی بخش خصوصی نیز مستلزم بکارگیری ابزار کارآی پولی می‌باشد.

<sup>۱</sup> - Open Market Operations.

میزان افزایش اسکناس در جریان که در واقع پول پر قدرت محسوب می‌گردد، منشأ اصلی افزایش نقدینگی است و براساس آن بانک‌ها قادر به ایجاد سپرده‌های جدید و تسهیلات اعطایی بیشتر می‌گردند که خود باعث افزایش مجدد نقدینگی جامعه می‌شود. میزان و ترکیب نقدینگی بخش خصوصی، همواره نقش عمده‌ای در ایجاد تورم و افزایش آن در اقتصاد ایران داشته است.

انتشار اسکناس در سال‌های پس از انقلاب و جنگ تحمیلی که ناشی از استقراض دولت از بانک مرکزی و سیستم بانکی به منظور تأمین کسری‌های بودجه سنواتی کل کشور بوده، سبب گردیده است که نرخ تورم در جامعه افزایش یابد.

از آنجایی که افزایش قیمت‌ها در جامعه و بروز فشارهای تورمی اثرات نامطلوبی در برداشته و ناهنجاری‌هایی را در کشور ایجاد می‌نماید که با اهداف اقتصاد کلان کشور که تثبیت نسبی قیمت‌ها و حفظ ارزش پول است منافات دارد و عامل مؤثر تورم نیز افزایش نقدینگی است؛ لذا، هر ابزاری که قادر به جذب نقدینگی باشد، علی‌الاصول ابزار مناسبی خواهد بود و از میان ابزار مختلف، انتشار و عرضه اوراق مشارکت ابزار مناسب‌تری می‌باشد که ضمن تجهیز منابع برای تأمین مالی پروژه‌ها و طرح‌های تولیدی، باعث جذب نقدینگی و هدایت پس‌اندازهای مردم - هر چند کوچک - از فعالیت‌های غیرمولد به زمینه‌های سودمند تولیدی می‌گردد.

## ۲-۴- سیاست مالی و اوراق مشارکت

### ۱-۲-۴- تعریف سیاست مالی

هر سیاستی که بر روی مسائل مالی کلان اقتصاد کشور اثرگذار باشد، در چهارچوب سیاست‌های مالی می‌گنجد و عمدتاً در ارتباط با سیاست‌های مالیاتی و بودجه‌ای دولت قرار می‌گیرد.

خط‌مشی کلی عملکرد مالی دولت نیز در قالب بودجه سالانه آن (اعم از: عمرانی و جاری) تجلی می‌نماید و مسئله کسر بودجه و نحوه تأمین مالی آن در مجموعه این سیاست‌ها از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. زیرا معمولاً کسری بخش دولتی، عمدتاً به

صورت کسری بودجه دولت ظاهر می‌شود و طرق تأمین این کسری یکی از عوامل بسیار مهمی است که می‌تواند در میزان عرضه پول در اقتصاد کشور اثر عمده‌ای داشته باشد.

#### ۲-۲-۴- طرق تأمین کسری بودجه دولت

زمانی که دولت‌ها با کسری منابع مواجه می‌گردند، به منظور تحصیل منابع مورد نیاز، به ناچار با بخش خصوصی وارد رقابت خواهند شد. مگر آنکه امکان دسترسی به منابع خارجی برای تأمین کسری خود را داشته باشند؛ به مقداری که هر دولت بتواند برای کسری خود متوسل به منابع خارجی گردد. در این صورت، فشار برای افزایش نرخ‌های داخلی و قیمت‌ها کمتر خواهد بود.

اما در مورد تأمین کسری منابع بخش دولتی و کسر بودجه‌های عمومی دولت از منابع داخلی در کشور ما باید گفت که برای این موضوع معمولاً از طرق زیر استفاده شده است:

« استقراض دولت از منابع بانک مرکزی و یا سیستم بانکی برای تأمین منابع مورد نیاز خود. در صورتی که این شیوه عمل به عنوان سهل‌ترین راه ممکن مورد استفاده قرار گیرد، به علت افزایشی که در نقدینگی به علت بسط پایه پولی به وجود می‌آورد، موجب افزایش قیمت‌ها می‌گردد. به خصوص وقتی که افزایش حجم نقدینگی با حجم کالاها و خدمات مورد نیاز جامعه توازن نداشته باشد، که این خود موجب تشدید فشارهای تورمی می‌گردد.

« اثرات استفاده از این شیوه در اقتصاد ایران در دو دهه گذشته کاملاً محسوس می‌باشد. حجم انبوه بدهی‌های دولت به بانک مرکزی و سیستم بانکی و روند رو به افزایش آن در گذشته که بیشتر معلول افزایش مداوم کسری بودجه دولت که خود ناشی از عواملی چون کاهش درآمدهای نفتی، تحریم‌های اقتصادی و بالاخره هزینه‌های مربوط به جنگ، تحمیلی بوده است و همچنین تأمین آن از طریق توسل به منابع تورم‌زای بانک مرکزی که به عنوان آسان‌ترین و سهل‌ترین وسیله تأمین کسری بودجه مورد استفاده قرار گرفته، یکی از علل اصلی بروز تورم و سیر فزاینده قیمت‌ها بوده است.

#### ۲-۲-۳- اوراق مشارکت و تأمین مالی پروژه‌ها

یکی از انتظاراتی که از انتشار و عرضه اوراق مشارکت توسط بخش دولتی می‌رود، این است که قادر باشد در مورد تعدادی از طرح‌های عمرانی دولت (که علی‌الاصول باید از بودجه

عمومی دولت بطور مستقیم تأمین مالی شود) و به سبب عدم تعادل بین درآمدها و هزینه‌های بودجه عمومی متکی بر استقراض از سیستم بانکی می‌گردد، جایگزین استقراض از سیستم بانکی و در غایت نیز سبب کنترل نقدینگی گردد.

این موضوع برای بخش غیردولتی و خصوصی نیز مصداق دارد. زیرا تعدادی از پروژه‌ها و طرح‌های بخش خصوصی نیز که با اتکاء به سیستم بانکی و با اخذ تسهیلات بانکی تأمین مالی می‌شوند، اگر موفق به انتشار اوراق مشارکت و عرضه آن گردند، این روش تأمین مالی از طریق انتشار اوراق مشارکت عمل شده و در نهایت بر حجم نقدینگی اثر خواهد گذاشت. به همین لحاظ، انتشار و عرضه اوراق مشارکت به دلیل جذب نقدینگی جامعه و نحوه مصرف وجوه آن که لزوماً در طرح‌های تولیدی و عمرانی مصرف می‌گردد، از میان روش‌های مختلف تأمین مالی طرح‌ها بهترین است. مشروط بر اینکه، شرایط این اوراق مشارکت به ترتیبی باشد که:

**اولاً -** بتواند سرمایه‌های کوچک و سرگردان در دست مردم را جذب نماید و آنها را از خرید کالاهای بادوام، طلا و جواهرات و یا فعالیت‌های واسطه‌گری به زمینه‌های تولید و عمرانی سوق دهد.

**ثانیاً -** منابعی که از طریق انتشار اوراق مشارکت تجهیز می‌گردد، در طرح‌های مشخص تولیدی و عمرانی اولویت‌دار و با بازدهی مطلوب مورد انتظار به مصرف برسد.

**ثالثاً -** انتشار اوراق مشارکت توسط دولت و مؤسسات دولتی، همچون اوراق قرضه در گذشته، به تدریج به ابزار سهل و ساده‌ای برای استقراض بی‌برنامه بخش دولت تبدیل نگردد.

#### ۴-۲-۴- اوراق مشارکت ابزاری جهت ایجاد تنوع در بازار سرمایه

بطور کلی در بازار سرمایه، بدون وجود معیار مقایسه سودآوری، امکان ایجاد بازار سرمایه کارآ وجود ندارد. در بازار سرمایه ایران، سود سهام، سود سپرده‌های سرمایه‌گذاری بلندمدت و بالاخره سود اوراق مشارکت مبنای مقایسه امکانات سرمایه‌گذاری هستند و هر سرمایه‌گذاری، معمولاً بازده سرمایه‌گذاری و طرح خود را با سودهای فوق‌الاشاره مقایسه و تصمیم می‌گیرد. هرچه بر تعداد و انواع ابزار موجود در این بازار افزوده گردد، هم پاسخگویی به سلاقی مختلف سرمایه‌گذاران امکان‌پذیر بوده و هم رغبت به امر سرمایه‌گذاری را بیشتر

می‌نماید و مآلاً بهره‌برداری از سرمایه مطلوب‌تر می‌گردد و از هدر رفتن منابع مالی در پروژه‌های کم بازده جلوگیری می‌شود.

با توجه به اینکه انتشار و عرضه اوراق مشارکت به عنوان ابزار جدیدی در بازار سرمایه کشور، می‌رود تا کاربرد گسترده‌ای پیدا نماید، از این رو لازم است که با تنوع بخشیدن به آن از طریق تنوع در نرخ‌های سود علی‌الحساب و قطعی این اوراق، تنوع در مزایا و امتیازات آن، تنوع در مدت و قابل تبدیل شدن آن به سهام، زمینه تنوع بخشیدن به ابزار موجود در بازار سرمایه ایران، در پاسخگویی به علایق و سلیق مختلف مردم فراهم گردد.

### ۵-۲-۴- اوراق مشارکت و بهینه سازی ساختار نرخ سود

نظر به اینکه تنوع سازی در اوراق بهادار و اوراق بدهی با نرخ‌های متفاوت سود و سررسیدهای متفاوت در پاسخ‌گویی به علایق مردم و حتی سازمان‌ها و مؤسسات ناشر این اوراق بیشتر سازگار می‌باشد، لذا این موضوع در مورد اوراق مشارکت نیز بایستی در نظر گرفته شود.

بنابراین، نرخ سود علی‌الحساب پروژه‌ها و طرح‌هایی که برای آنها اوراق مشارکت منتشر می‌گردد، علی‌الاصول باید متناسب با نرخ تورم در جامعه بوده تا در جمع‌آوری منابع توفیق لازم را داشته باشد.

با توجه به اینکه در حال حاضر سیاست کلی اقتصادی تبیین شده در سطح اقتصاد کلان و در قالب برنامه‌های توسعه، کنترل ساختار نرخ سود به طور اعم و نرخ سود تسهیلات بانکی را به طور اخص تا حدودی الزامی داشته است، به تبع آن نرخ سود علی‌الحساب و سود مورد انتظار و قطعی اوراق مشارکت هم باید تا اندازه‌ای کنترل شده باشد. بنابراین، لازم است تا یک دامنه نوسان نرخ سود برای اوراق مشارکت تعریف و مشخص شود تا نرخ‌های متنوع بتواند در این دامنه تعیین شده و مشخص نوسان نماید.

در این صورت، اوراق مشارکت با ریسک کمتر که اوراق مشارکت دولت و اوراق مشارکتی است که تضمین بازپرداخت برای اصل و سود آنها وجود دارد، بایستی با نرخ سود کمتر (کف) و اوراق مشارکت با ریسک بیشتر با نرخ سود بالاتر (سقف) عرضه گردد.

البته این کنترل نرخ و در راستای کنترل ساختار نرخ سود در کشور، برای کوتاه‌مدت پیشنهاد می‌شود. زیرا هرچند در کوتاه‌مدت کنترل نرخ سود اوراق مشارکت ممکن است به

مصلحت باشد ولی در درازمدت، توجه به عوامل اثرگذار بازار بر روی نرخ سود اوراق (عرضه و تقاضا) و حرکت به سوی بازار آزاد راه‌حل اصولی و منطقی است.

### ۶-۲-۴- اوراق مشارکت و افزایش مشارکت‌های مردمی

چندین مشخصه مهم در بازار سرمایه کشورهای در حال توسعه و از جمله ایران وجود دارد که باعث کمبود پس‌اندازهای مولد و عدم دسترسی به منابع مورد نیاز برای ایجاد سرمایه‌های جدید می‌گردد و آن این است که صاحبان ثروت و پس‌انداز - حتی پس‌اندازهای کوچک - در این کشورها غالباً ثروت و مازاد درآمد و پس‌انداز خود را به اشکال زیر مورد استفاده قرار می‌دهند:

- نگهداری کالاهای مصرفی بادوام و جواهرات.
- خرید زمین و خانه.
- نگهداری دارایی‌های مالی در خارج از سیستم مالی و بازارهای غیررسمی.

بازار سرمایه نیز در این کشورها با نارسائی‌های زیر روبرو است:

- ◀ بازده مالی پس‌انداز و سرمایه‌گذاری‌ها کافی نیستند؛ و
- ◀ دارایی‌های مالی غالباً ریسک‌های غیرقابل جبران را در بردارند.

بنابراین، با توجه به محدودیت‌ها و نارسائی‌های مذکور در فوق، تجهیز منابع - به خصوص از طریق پس‌اندازهای مردمی، هرچند کوچک - یکی از وظایف مهم سیاست‌گذاران پولی و مالی در کشورهای در حال توسعه - از جمله ایران - می‌باشد.

تجربه کوتاه انتشار اوراق مشارکت در کشور - به عنوان یک وسیله جدید - نشان داده است که این اوراق، ابزار مناسبی برای جلب و جذب پس‌اندازهای کوچک و بزرگ افراد جامعه می‌باشند.

### ۷-۲-۴- اوراق مشارکت و توزیع ریسک سرمایه‌گذاری

از آنجایی که تنوع بخشیدن در سرمایه‌گذاری‌ها اصولاً باعث توزیع ریسک و کاهش آن می‌گردد و با توجه به اینکه اوراق مشارکت برای طرح‌های تولیدی و عمرانی مختلف، هم از طریق دولت و مؤسسات دولتی و هم توسط سازمان‌ها و نهادهای غیردولتی و بخش خصوصی انتشار یافته و عرضه می‌گردد با متنوع نمودن شرایط این اوراق از نظر مدت، نرخ‌های سود، انواع مختلف ناشران، وجود تضمین و عدم تضمین بازپرداخت اصل و سود آنها



و بالاخره در نظر گرفتن انواع گوناگون امتیازات، می‌توان در عین فراهم آوردن امکان پاسخگویی به سلیق مختلف مردم، آن را در اختیار انواع مختلف سرمایه‌گذاران با درجات مختلف ریسک پذیری نیز قرار داد.

## ۵- تنوع سازی در عوامل مؤثر بر انتشار اوراق مشارکت

یک بازار کارآ در زمینه سرمایه‌گذاری، بازاری است که در آن خرید و فروش اوراق به صورت مداوم و مستمر انجام گیرد و نوسانات قیمت در طول زمان زیاد نباشد. به عبارت دیگر، از خصوصیتی نظیر: نقد شوندگی سریع، تداوم خرید و فروش، عمق کافی، گستردگی قابل ملاحظه و در کنار آن شفاف و سیال بودن اطلاعات برخوردار باشد. بازار سرمایه فعال و موفق بازاری است که سه اصل پذیرفته شده ذیل در آن رعایت شده باشد. این سه اصل بدین قرار هستند:

• اصل شفافیت اطلاعات.

• اصل عادلانه بودن معاملات.

• اصل کارایی.

در خصوص اوراق مشارکت - به منظور رعایت اصول سه گانه فوق - ارائه اطلاعات کافی و وظیفه عرضه کنندگان (ناشرین) اوراق مشارکت است. از میان مجموع اطلاعات - اطلاعاتی که ذیلاً اشاره شده‌اند - بعضی از آنها از اهمیت خاصی برخوردارند. لذا، ناشران اوراق باید در ارائه اطلاعات به مسائل زیر که مورد علاقه سرمایه‌گذاران جهت تجزیه و تحلیل و تصمیم‌گیری است، توجه بیشتری داشته و حتی الامکان اطلاعات مزبور را به زبان ساده در اختیار متقاضیان سرمایه‌گذاری و عاملین و مراجع تصمیم‌گیر جهت صدور مجوز انتشار قرار دهند. این اطلاعات بدین قرار می‌باشند:

۱- نرخ سود مورد انتظار (بازده نهایی مورد انتظار).

۲- نرخ سود علی‌الحساب.

۳- مدت اوراق.

۴- میزان ریسک اوراق.

۵- قابلیت و نحوه بازخرید آن (میزان نقدشوندگی آن).

## ۶- میزان مالیات آن.

## ۷- میزان استحکام و ضمانت‌های آن.

در انتشار اوراق مشارکت باید به چند عامل، در سطح خرد و کلان تأکید خاص داشت که عبارت هستند از: نرخ سود، حجم انتشار، زمینه انتشار، جایگاه مقرراتی و دوره پرداخت سود که ذیلاً هر یک از عوامل یاد شده مورد بررسی قرار می‌گیرد:

## ۱-۵- نرخ سود

اوراق مشارکت هم به لحاظ شکل و هم به لحاظ محتوی می‌تواند صور گوناگونی به خود گیرد. چنان که: بعضی از اوراق، توسط: دولت، مؤسسات دولتی و یا نهادهای عمومی منتشر شوند و بعضی دیگر، توسط: شرکت‌ها و مؤسسات خصوصی و تعاونی، بعضی از آنها ضمانت یکی از بانک‌های کشور و بعضی دیگر ضمانت ناشر را به همراه داشته باشند. سررسید بعضی اوراق کوتاه‌مدت و سررسید بعضی دیگر بلندمدت باشد، بعضی قابلیت بازخريد داشته باشند و بعضی دیگر از چنین قابلیت برخوردار نباشند، بعضی در بورس اوراق بهادار قابل معامله باشند و بعضی دیگر نه، بعضی از اوراق با نام باشند و بعضی دیگر بی‌نام، بعضی در سررسید از امتیازات ویژه برخوردار باشند و بعضی دیگر تنها مابه‌التفاوت سود نهایی و سودهای علی‌الحساب را دارا باشند، بعضی قابل تبدیل یا تعویض با سهام باشند و بعضی این قابلیت را نداشته باشند، بعضی اوراق سود علی‌الحساب خود را مرتبط با نرخ تورم اعلام نمایند و بعضی دیگر بطور ثابت اعلام سود نمایند. بعضی از اوراق سود علی‌الحساب خود را در مقاطع سه‌ماهه، بعضی دیگر در مقاطع شش‌ماهه و بعضی سالانه پرداخت نمایند. بعضی دیگر سود علی‌الحساب پرداخت ننمایند و سود نهایی را در پایان دوره مشارکت محاسبه و پرداخت نمایند، بعضی اوراق قابل تمدید باشند و بعضی دیگر غیرقابل تمدید، بعضی اوراق قابل فروش به انتشار دهنده باشند (به درخواست خریدار) و بعضی دیگر قابل بازخريد به درخواست ناشر اوراق باشند. بعضی از اوراق قابل تبدیل به سهام و همچنین بعضی از اوراق قابل تعویض با سهام باشند.

همان طوری که مشاهده می‌گردد؛ هر یک از انواع فوق‌الاشاره اوراق مشارکت دارای ریسک مخصوصی به خود است و از این رو است که سود علی‌الحساب اوراق مشارکت

می تواند نرخ های متفاوتی متناسب با این درجات ریسک به خود گرفته و طیف گسترده ای از سرمایه گذارانی که دارای ریسک پذیری متفاوت و سلیق گوناگونی هستند را پوشش دهد.

## ۵-۲- حجم انتشار اوراق

علی رغم آن که در بازار سرمایه ایران، اوراق مشارکت به عنوان یکی از ابزارهای مالی جایگاه خویش را مستحکم نموده و عموم مردم با خصوصیات آن آشنایی پیدا نموده اند؛ به نحوی که، فروش آنها دیگر نیازی به تبلیغ فراوان ندارد. با این حال، حجم انتشار اوراق مشارکت در مقایسه با حجم نقدینگی، بودجه عمرانی، تولید ناخالص داخلی و حجم معاملات انجام شده در بورس اوراق بهادار در سطح بسیار نازلی قرار دارد و انتشار آنها اکثراً منحصر به اوراق مشارکت طرح های انتفاعی عمرانی دولت گردیده است که همگی نشان از عدم توسعه بازار سرمایه ایران دارد.

در حال حاضر با اطمینان می توان گفت که بازار مالی ایران آمادگی پذیرش اوراق مشارکت در سطحی به مراتب وسیع تر از آنچه تاکنون منتشر گردیده است را دارد. حجم اینگونه اوراق در شرایط مطلوب می تواند بیش از حجم انتشار این اوراق در شرایط حاضر که رقمی حدود یک دهم<sup>۱</sup> پول در جریان است، افزایش یابد. اما از سوی دیگر، سقف انفرادی اوراق یا حجم اوراقی که هر ناشر منتشر می نماید، با عوامل محدودیت کننده ای مواجه است که عبارت است از:

- هزینه تجهیز منابع از طریق اوراق مشارکت.
- عدم همزمانی تجهیز منابع و مصارف منابع و ممنوعیت مصرف وجوه در غیر از موضوع طرح اوراق مشارکت.
- رسوب بخشی از منابع جمع آوری شده نزد عامل (بانک کارگزار).

## ۵-۳- جایگاه مقرراتی

هنر چقدر جایگاه قانونی اوراق مشارکت مشخص تر باشد؛ قوانین، آئین نامه ها و دستورالعمل مربوط به آن جامع و کامل و شفاف باشد، سازمانی مسئول، جهت نظارت بر

<sup>۱</sup> - براساس ارقام مربوط به سال ۱۳۷۹.

بازار اوراق و ساماندهی آن وجود داشته باشد. به نحوی که، قادر به تنبیه متخلفین بوده و دادگاه‌هایی برای دادخواهی خریداران اوراق مشارکت وجود داشته باشد، زمینه انتشار اوراق مستحکم‌تر خواهد بود.

بنابراین، وجود دستگاهی که تدوین مقررات بنماید، بازار را ساماندهی کند و بر آن نظارت نماید و قادر به تنبیه متخلفان باشد و تمهیدات لازم را برای دادخواهی و شکایت خریداران از ناشران و عاملان فراهم آورد، زمینه انتشار اوراق را بیشتر مهیا می‌سازد.

#### ۴-۵- دوره پرداخت سود علی‌الحساب

عامل دیگری که سبب تنوع در اوراق مشارکت می‌شود، دوره پرداخت سود علی‌الحساب می‌باشد. پرداخت سود علی‌الحساب در مقاطع کوتاه‌مدت، موجب جلب خریدارانی می‌گردد که گرچه دارای سرمایه اندکی می‌باشند، ولی مایل هستند به طور مستمر سود را در مقاطع معین دریافت دارند، تا زندگی روزمره خود را با آن بگذرانند و برعکس پرداخت سودهای علی‌الحساب در مقاطع طویل‌المدت موجب جلب خریدارانی می‌گردد که دارای قدرت سرمایه‌گذاری زیاد می‌باشند.

#### ۴-۶- بهینه‌سازی راه‌کارها و روش‌های اجرایی انتشار اوراق مشارکت

##### ۱-۶- بهینه‌سازی و مفاهیم آن

امروزه در ایران اوراق مشارکت به عنوان یک ابزار مالی به تدریج جای خود را در عرصه اقتصاد باز کرده است. به همان میزان که استفاده از این اوراق در اقتصاد کشور بیشتر می‌شود، لزوم بکارگیری تمهیداتی جهت استفاده بهتر از آن آشکارتر می‌گردد.

بطور کلی در بهینه‌سازی می‌توان از کم کردن هزینه انتشار، جلوگیری از خطرات مفقود شدن و سرقت رفتن، امکان معامله در بورس اوراق بهادار (بازار ثانویه) و انتخاب صحیح طرح‌ها و اجرای صحیح موارد قانونی از جمله نظارت بر اجرای طرح و بالاخره تسویه در مواعد قانونی را نام برد.

## ۲-۶- ارائه راه کارهای بهینه

با توجه به روش‌های اجرایی درخصوص هر یک از دو نوع اوراق مشارکت (اوراق مشارکت طرح‌های عمرانی انتفاعی دولتی و سایر انواع اوراق مشارکت) و عملکرد دستگاه‌های ذی‌نفع در این زمینه، به نظر می‌رسد که امکان اصلاح راه کارها در قالب راه کارهای غیرمشترک و مشترک وجود داشته باشد که ذیلاً بیان می‌گردد:

### ۱-۲-۶- راه کارهای غیرمشترک جهت بهبود وضعیت

#### الف - طرح‌های عمرانی - انتفاعی دولت

در رابطه با این طرح‌ها لازم است که طرح‌های مولد، اشتغال‌زا، انتفاعی و از همه مهم‌تر سریع‌الباذه، جهت استفاده از منابع ناشی از فروش اوراق مشارکت انتخاب و اعلام گردند. ضمناً لازم است که مشخصات کلی طرح‌های منتخب از قبیل: میزان پیشرفت فیزیکی، بازدهی مورد انتظار، میزان سرمایه‌گذاری انجام گرفته و مورد نیاز و ... از طریق رسانه‌های گروهی و جراید به اطلاع خریداران بالقوه رسانده شود. این موضوع، علاوه بر افزایش آگاهی و ایجاد اعتماد و اطمینان بیشتر، موجب بسط و گسترش فرهنگ آشنایی با اوراق مشارکت در جامعه می‌گردد.

لازم است؛ با توجه به درجه‌بندی اوراق از نظر ضمانت و تعهد بازگشت سرمایه خریداران اوراق، تفاوتی میان اوراق منتشره بخش دولتی و غیردولتی قائل گردید. در بازارهای مالی جهان نیز نرخ سود اوراق قرضه و اسناد خزانه دولتی به دلیل تعهد و تضمین دولت و بازگشت مطمئن سرمایه، همواره پایین‌تر از نرخ سود سایر اوراق قرضه منتشره می‌باشد.

در این راستا، سرمایه‌گذاران با تمایل بازدهی کمتر؛ لیکن بازگشت سرمایه مطمئن (بدون ریسک) به سمت اوراق مشارکت دولتی و سرمایه‌گذاران با تمایل بازدهی بیشتر و بازگشت سرمایه تا حدودی مطمئن (با ریسک) به سمت سایر اوراق مشارکت سوق داده می‌شوند.

از طرفی، بخش غیردولتی به منظور رقابت با بخش دولتی و جمع‌آوری نقدینگی و مشارکت مردم در طرح‌های مربوطه مجبور به افزایش نرخ سود پرداختی و یا اعطای امتیازاتی به دارندگان می‌گردد که در مجموع هزینه استفاده از وجوه ناشی از انتشار اوراق مشارکت در مقایسه با اخذ تسهیلات از سیستم بانکی و یا سایر منابع به مراتب بیشتر و یا به

اصطلاح گران‌تر خواهد شد. بدین لحاظ، لازم است که با توجه به ارتباط متغیرهای ذیل با یکدیگر و به منظور ایجاد رقابت سالم و منطقی در بازار مالی تغییراتی را ایجاد نمود:

رابطه (۱): میزان نرخ سود سپرده‌های بانکی  $\longleftrightarrow$  میزان نرخ سود اوراق بخش دولتی  
 رابطه (۲): هزینه تمام شده اوراق منتشره بخش غیردولتی  $\longleftrightarrow$  هزینه تمام شده اخذ تسهیلات بانکی برای بخش غیردولتی

با توجه به فاکتورهای بسیار قوی که در امر سرمایه‌گذاری در بخش اوراق مشارکت دولت از جمله: امنیت کامل، امکان نقد شدن سرمایه در هر زمان و ... وجود دارد، چنانچه تغییراتی در رابطه (۱) و در سمت چپ آن (میزان نرخ سود اوراق بخش دولتی) ایجاد گردد، تأثیر مستقیمی بر روی رابطه (۲) و امکان استفاده از این ابزار مالی توسط بخش غیردولتی و خصوصی نیز فراهم می‌گردد.

در این راستا، لازم است دامنه و سرعت تغییرات محدود و آهسته؛ لیکن به صورت مداوم انجام گیرد. تغییرات می‌تواند در حیطه موارد ذیل صورت پذیرد:

- ◀ کاهش نرخ سود به میزان ۱ تا ۲ درصد، با توجه به حساسیت و کشش تقاضا در بازار.
- ◀ افزایش مدت مشارکت و سررسید نهایی اوراق از ۳ تا ۴ سال، به ۶ تا ۷ سال.
- ◀ عدم بازخرید اوراق در طول دوران مشارکت و یا در صورت بازخرید اوراق قبل از سررسید، احتساب جریمه‌ای به میزان ۱ تا ۲ درصد.

### ب - طرح‌های بخش دولتی و غیردولتی (طرح‌های غیربودجه‌ای)

شاید مهم‌ترین موضوع در این بخش، برآورد و تعیین میزان قطعی هزینه‌های استفاده از انتشار اوراق مشارکت در مقایسه با استفاده از سایر منابع مالی باشد. به نظر می‌رسد که شاید یکی از مهم‌ترین موارد عدم تمایل و استقبال ناشرین بخش غیردولتی در استفاده از این ابزار مالی<sup>۱</sup>، موضوع مشکلات و موانع متعدد و به تبع آن تحمیل هزینه‌های سنگین انتشار اوراق مشارکت به آنان می‌باشد. ضمن اینکه باید به مشکل دیگر در این زمینه یعنی

<sup>۱</sup> - به موجب آمارهای اعلام شده از سوی بانک مرکزی ج.ا.ا، سهم بخش غیردولتی حدوداً ۱۵ درصد نسبت به کل رقم اوراق مشارکتی بوده که تا پایان سال ۱۳۷۸ منتشر و به فروش رسیده است.

عدم توانایی در زمینه رقابت با بخش دولتی نیز اشاره نمود. بنابراین، به منظور بهینه‌سازی و ایجاد تمایل در ناشرین به منظور انتشار چنین اوراق بایستی موارد زیر عملی گردد:

« طرح‌هایی که دارای بازدهی مناسب و منطقی بوده و حتی‌المقدور در کوتاه‌ترین زمان ممکن، بازگشت سرمایه‌گذاری به عمل آمده را محقق می‌سازند، مشمول انتشار اوراق قرار گیرند.

« تغییر در شرایط اوراق مشارکت طرح‌های عمرانی دولت به منظور مطلوب نمودن شرایط اوراق مورد بحث.

## ۲-۲-۶- راه‌کارهای مشترک به منظور بهبود وضعیت

در این قسمت، بحث اصلی مربوط به روش‌های اجرایی انواع اوراق مشارکت - صرف‌نظر از نوع و ماهیت آن - و همچنین مشکلات مترتب بر آن و ارائه راه‌کار مناسب به منظور بهینه نمودن فعالیت‌ها، وظایف و شیوه‌های اجرایی می‌باشد. بدین لحاظ، عناوین این قسمت که مورد نقد و بررسی قرار می‌گیرند، به شرح ذیل است:

الف - ورقه مشارکت.

ب - معاملات اوراق مشارکت.

پ - دستگاه‌های مسئول در امر انتشار و عرضه اوراق مشارکت.

### الف - ورقه مشارکت

در این رابطه، پیشنهادهاتی به شرح زیر ارائه می‌گردد:

« کاغذهای استفاده شده برای چاپ اوراق مشارکت - علی‌رغم واتر مارک بودن آن - از کیفیت خوبی برخوردار نمی‌باشد. این موضوع ممکن است با توجه به بی‌نام بودن اوراق مشارکت که امکان معاملات متعدد و دست به دست شدن آن را تسهیل می‌نماید، در آینده آثار نامساعدی از قبیل: جعل اوراق، آسیب‌پذیری اوراق و ... را به همراه داشته باشد. بدین لحاظ، لازم است که کاغذهای خاص دیگری (مشابه اوراق قرضه منتشره در سایر کشورها) در این زمینه مورد استفاده قرار گیرد. هر چند که به نظر می‌رسد؛ این موضوع به افزایش هزینه‌های چاپ اوراق منجر شود.

◀ رنگ برخی از اوراق مشارکت منتشره در تمامی مبالغ چاپ شده، یکسان یا شبیه به هم بوده و این موضوع در پرداخت کوپن‌های سود و بازپرداخت اصل اوراق مشارکت - خصوصاً در مقاطع پرداخت که شعب بانک‌ها با ازدحام مواجه می‌باشند - مشکلات متعددی را ایجاد می‌نماید. بدین لحاظ، لازم است که رنگ اوراق مشارکت منتشره در تمامی ارزش‌های تعیین شده، کاملاً با یکدیگر متفاوت و قابل تشخیص باشد.

◀ یکی از نواقص فعلی اوراق مشارکت، عدم وجود بارکد بر روی اصل ورقه و کوپن‌های مربوطه می‌باشد که لازم است به منظور کنترل اوراق و کوپن‌ها و جلوگیری از سوءاستفاده‌های احتمالی، نسبت به درج بارکد - علاوه بر شماره سریال منتشره - اقدام شایسته به عمل آید.

### ب - معاملات اوراق مشارکت

بر اساس مفاد قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت و آئین‌نامه اجرایی آن، عامل بانکی است که از طرف ناشر نسبت به عرضه اوراق برای فروش، پرداخت سود علی‌الحساب و قطعی، بازپرداخت اصل مبلغ اوراق مشارکت در سررسید مربوطه یا بازخريد آن قبل از سررسید، کسر و پرداخت مالیات و انجام سایر امور مرتبط، طبق قرارداد عاملیت مبادرت می‌ورزد.

ب - ۱ - تعدد عوامل فروش: هرچند که در قانون و آئین‌نامه اجرایی آن، عامل به عنوان بانک مطرح شده است؛ لذا به نظر می‌رسد که با توجه به گسترش روزافزون فرهنگ اوراق مشارکت و ایجاد و افزایش اعتماد و اطمینان مردم به این ابزار مالی، ضرورت استفاده از مؤسسات مالی و اعتباری در کنار بانک‌ها و سازمان بورس اوراق بهادار به عنوان عامل - بیش از پیش - احساس می‌گردد. علی‌الاحتمال، مواردی که در امر معاملات اوراق مشارکت می‌تواند مطمح نظر قرار گیرد، عبارت هستند از:

ب - ۲ - نگهداری اوراق در بانک عامل و تقاضای ارائه خدمات دریافت سود و واریز به حساب دارنده اوراق: موارد زیادی اتفاق می‌افتد که مثلاً فردی اوراق مشارکت را در شهرستانی خریداری می‌نماید که ساکن آن شهرستان نمی‌باشد و در هنگام دریافت سود و یا فروش اوراق، بایستی به آن شهر مراجعات مکرر داشته باشد. لذا به منظور حل این مشکل، دارندگان اوراق مشارکت می‌توانند اوراق خریداری شده را در مقابل دریافت رسید به صورت امانی به بانک تحویل نمایند و در مقابل واریز سودهای متعلقه به اوراق در سررسیدهای مقرر



و حتی واریز وجه ناشی از اصل اوراق در سررسید نهایی به حساب اعلام شده مربوط به خود را از بانک دریافت نمایند.

ب - ۳- زمان انتشار: تجربیات حاصله حاکی از آن است که انتشار و عرضه و فروش اوراق در اواخر و اوایل هر ماه با توجه به ازدحام مشتریان و مشغله کاری بانکها خصوصاً در زمینه دریافت و پرداخت وجوه، و به تبع آن تقارن پرداخت سودهای متعلقه نیز در زمانهای مشابه (دقیقاً سه یا شش ماه بعد) موجب اتلاف زمان زیادی از وقت دارندگان اوراق می‌گردد، ضمن اینکه ممکن است اشتباهات جبران ناپذیری از سوی عاملین صورت پذیرد. لذا، به نظر می‌رسد؛ بهترین زمان ممکن در هر ماه برای انتشار، عرضه و فروش اوراق، از دهم تا بیستم ماه باشد.

ب - ۴- ایجاد بازار ثانویه جهت حمایت از دارندگان اوراق با امتیازات خاص: برخی از اوراق مشارکت، دارای امتیازاتی می‌باشند که طبعاً بازدهی سرمایه‌گذاری در چنین اوراقی در مقایسه با سایر اوراق منتشره بیشتر خواهد بود. مضافاً اینکه به مرور زمان و نزدیک شدن چتین اوراقی به سررسید نهایی، ارزش واقعی آنها به مراتب بیش از ارزش اسمی یا مبلغ اسمی آنها می‌باشد. لیکن، در حال حاضر چنین اوراقی در بانکها - حتی یک ماه قبل از سررسید نهایی - و به دلیل نیاز دارنده آن به وجه نقد صرفاً به قیمت اسمی آن خریداری می‌گردد. بدین لحاظ، ضروری است که موجبات معامله چنین اوراقی در سازمان بورس اوراق بهادار و یا با ایجاد یک بازار ثانویه، به منظور تعیین قیمت واقعی براساس مکانیزم عرضه و تقاضا فراهم گردد.

### پ - دستگاه‌های مسئول

در امر انتشار هرگونه اوراق مشارکت، نقش و مسئولیت چهار شخصیت حقوقی: ناشر، عامل، امین و بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران از یک طرف و خریداران اوراق (اعم از حقیقی یا حقوقی) از طرف دیگر، و ارتباطات متقابل با آنان بسیار مهم و از جهاتی حساس می‌باشد. حساسیت و اهمیت این امر از آن جهت که در ابتدای این مسیر بوده و بسترسازی مناسب به منظور ارتقای فرهنگ استفاده از ابزار اوراق مشارکت و آگاهی و اعتماد و اطمینان مردم به آن بایستی ایجاد گردد.

در این راستا و به منظور تقویت هرچه بیشتر مکانیزم اجرایی، علاوه بر وظایف محوله، به نظر می‌رسد که توجه، تعیین و یا انجام موارد ذیل نیز مثمر ثمر باشد:

« حداقل سهم‌الشرکه ناشر در هر طرح (اعم از آورده نقدی و یا غیرنقدی) نبایستی کمتر از ۵۰ درصد باشد.

« وضعیت مالی و اعتباری، سوابق و میزان حسن شهرت ناشر در نظر گرفته شود.

« نگهداری امانی و سرویس دهی مطلوب و گسترده به دارندگان اوراق مشارکت توسط بانک‌های عامل از قبیل افتتاح حساب به منظور واریز سود در مقاطع پرداخت سود به حساب دارندگان و ... صورت پذیرد.

« لزوم احراز هویت دارندگان اوراق مشارکت به هنگام فروش، بازخرید و پرداخت سود و بازپرداخت اصل اوراق مشارکت، ضروری به نظر می‌رسد.

« آموزش کارکنان ذریبط اوراق مشارکت در بانک‌ها و تداوم آن.

« تهیه و تدوین چهارچوب و استانداردهای عملی به منظور نظارت و کنترل کامل و صحیح.

« به منظور ترویج اوراق مشارکت جهت ساختاری شدن فرهنگ آن، لازم است که از طریق رسانه‌های گروهی و همگانی، آگاهی و دانش عموم ارتقاء یابد.

### ۳-۶- پذیرش اوراق در بورس

در این قسمت، ابتدا به تجربه پذیرش اوراق مشارکت در بورس می‌پردازیم و آنگاه با تفصیل بیشتری به شرایط پذیرش اوراق مشارکت در بورس پرداخته می‌شود.

#### ۱-۳-۶- سابقه پذیرش اوراق مشارکت در بازار بورس تهران

از زمان انتشار و عرضه اوراق مشارکت در کشور تاکنون، صرفاً اوراق مشارکت طرح‌های بیمارستانی در بازار بورس اوراق بهادار تهران مورد پذیرش و معامله قرار گرفته است. اوراق مشارکت طرح‌های بیمارستانی به استناد تبصره (۶۸) قانون بودجه سال ۱۳۷۴ کل کشور منتشر شده است.

چنانچه لازم باشد؛ زمینه معاملات سایر اوراق مشارکت منتشره در بورس اوراق بهادار فراهم آید، این امر مستلزم در نظر گرفتن تمهیداتی می‌باشد:

### ۲-۳-۶- بورس اوراق بهادار و شرایط پذیرش اوراق مشارکت در آن

پس از موافقت با پذیرش اوراق مشارکت طرح‌های بیمارستانی در بورس اوراق بهادار، دستورالعملی با عنوان شرایط پذیرش اوراق مشارکت، از سوی سازمان بورس و به شرح ذیل تهیه گردید:

- ◀ داشتن مجوز از بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.
  - ◀ طرح‌های عمرانی یا تولیدی که از وجوه اوراق مشارکت استفاده می‌کنند، می‌بایستی دارای توجیه اقتصادی باشند، و به تأیید کارگزار رسیده باشند.
  - ◀ متقاضی می‌بایست نسبت به ارائه برنامه زمانی نیاز مالی خود و نحوه استفاده از منابع مالی، اطلاعات جامع و کامل تهیه و ارائه دهد.
  - ◀ وزارتخانه‌ها و مؤسسات دولتی که اوراق مشارکت منتشر می‌کنند، باید اجازه قانونی داشته و اجازه تضمین بازپرداخت اصل و سود متعلقه را قانوناً داشته باشند.
  - ◀ متقاضی انتشار اوراق مشارکت می‌بایستی نسبت به تعیین بانک کارگزار اقدام نماید و پاسخ لازم را از بانک مورد نظر کسب کرده باشد.
  - ◀ متقاضی انتشار اوراق مشارکت می‌بایستی نسبت به تأمین وثیقه لازم به منظور بازپرداخت اصل و سود تضمین شده اوراق مشارکت اقدام نموده باشد:
- تبصره: وثایق موضوع این بند، در طول مدت انتشار اوراق مشارکت و تا تسویه کامل وجوه مربوطه در رهن بانک کارگزار خواهد بود.
- ◀ بر مصرف منابع مالی حاصل از انتشار اوراق مشارکت در طرح مورد نظر توسط شخص منتخب بانک مرکزی نظارت لازم به عمل آید.
  - ◀ تناسب منابع مجری طرح با منابع حاصله از محل انتشار اوراق مشارکت، حداقل به نسبت ۳۵ و ۶۵ درصد باشد.

ملاحظه می‌گردد؛ به غیر از شرایط تعیین شده فوق، هیچ گونه شرایط و یا دستورالعمل مشخص و عام از سوی سازمان بورس اوراق بهادار تهران برای پذیرش اوراق مشارکت وضع نگردیده است. ضمن اینکه در شرایط تعیین شده فوق‌الذکر نیز به نظر می‌رسد که شرط تحقق بند یک (اخذ مجوز از بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران) انجام بندهای ۲، ۳، ۴، ۵، ۶ و ۸ می‌باشد. چرا که، صدور مجوز بانک مرکزی منوط به توجیه‌پذیر بودن طرح، تعیین و

تأیید بانک عامل، تأمین وثیقه لازم و تناسب منابع مجری طرح با منابع حاصل از فروش اوراق مشارکت می‌باشد.

ضمن اینکه صرف تعیین شرایط و دستورالعمل و دارا بودن شرایط مذکور توسط ناشر، پذیرش اوراق مشارکت در بورس امکان‌پذیر نمی‌باشد. در ماده (۵) قانون تأسیس بورس اوراق بهادار، از تشکیل هیئتی به نام هیئت پذیرش اوراق بهادار نام برده شده که هدف از تشکیل آن اخذ تصمیم در مورد رد یا قبول پذیرش اوراق بهادار در بورس یا حذف آنها می‌باشد. بنابراین، پذیرش هرگونه اوراقی جدا از سایر شرایط تعیین شده، منوط به موافقت هیئت پذیرش می‌باشد.

علاوه بر آن، سایر شرایط پذیرش و معاملات اوراق مشارکت در بازار بورس به شرح ذیل می‌باشند:

- ◀ تقاضای ناشر مبنی بر پذیرش و معامله اوراق در بازار بورس، از طریق کارگزار بورس و تسلیم آن به هیأت مدیره بورس.
- ◀ ارائه تقاضا به هیأت پذیرش و اتخاذ تصمیم در این مورد توسط مرجع نامبرده.
- ◀ پرداخت حق پذیرش سالانه، به منظور درج اوراق در فهرست نرخ‌ها.
- ◀ پرداخت کارمزد به کارگزار، در صورت معامله اوراق.

#### ۴-۶ نکات مهم در تهیه دستورالعمل جهت پذیرش اوراق مشارکت در بورس

با توجه به مشکلات مطروحه در قسمت قبلی، به نظر می‌رسد که ذکر نکات ذیل در تهیه دستورالعمل مورد نظر ضروری باشد:

- ◀ موارد مندرج در قوانین بودجه سنواتی کل کشور در خصوص انتشار اوراق مشارکت و همچنین مجوزهای صادره از سوی بانک مرکزی برای سایر اوراق، به منزله مجوز پذیرش اوراق در بازار بورس تلقی گردد.
- ◀ با توجه به مسئولیت بانک عامل در بازخرید اوراق، در صورتی که نرخ معاملاتی در حد قیمت اسمی رسید و متقاضی برای خرید وجود نداشت، دستور خرید توسط بانک عامل رأساً و یا توسط شرکت‌های سرمایه‌گذاری بانک عامل صادر و کارگزار مورد نظر ایشان اقدام به خرید اوراق نماید.

- یکی از راه‌کارهای پیشنهادی در این زمینه، می‌تواند به این شکل مطرح گردد که باز خرید اوراق در بانک عامل قبل از سررسید نهایی با ۰.۲ درصد جریمه (به صورت کاهش در نرخ سود) انجام گردد. لیکن، باز خرید در بازار بورس مشمول چنین جریمه‌ای نشود.
- ◀ در عرضه مجدد اوراق توسط بانک عامل به قیمت اسمی و یا توسط شرکت‌های خود، در صورت استقبال بازار به قیمت معاملاتی بیش از قیمت اسمی در تابلو بورس، اوراق فروخته خواهد شد.
- ◀ به منظور حفظ امنیت اوراق بی نام و دارنده آن، بورس می‌بایستی اقدام به تعبیه خزانه و نگهداری اوراق مستقلاً و یا با مشارکت هر یک از بانک‌ها نماید. البته به منظور فوق، بانک‌ها می‌توانند اوراق را برای دارنده آن نگهداری نموده و رسیدی صادر نمایند که بدین ترتیب رسید مزبور در بورس تمام یا قسمتی از آن مورد معامله قرار گیرد، بدون آنکه خود اوراق جابجا شوند.
- ◀ به منظور پوشش معاملات شهرستان‌ها، بانک‌های ملی استان‌ها که هم اکنون در امر معاملات مستقیم سهام فعال هستند، می‌توانند این کار را انجام دهند.
- ◀ در چاپ محتوای متن اوراق مشارکت، علاوه بر موارد قانونی، کد بورس - شامل: نماد ناشر و ارزش در حداکثر ۶ رقم - اخذ و روی برگه چاپ گردد. و درباره کوپن‌ها از لحاظ شفافیت اطلاعات تا حد ممکن، هر یک دارای مبلغ و سررسید باشند و علاوه بر کوپن امتیاز، کوپن تسویه سود قطعی نیز با لحاظ فاصله زمانی ۶ ماهه از سررسید نهایی در نظر گرفته شود و از ذکر درصد و کلیات قابل تغییر پرهیز گردد.
- ◀ از آنجایی که ارزش متوسط هر برگه اوراق مشارکت بیش از ده‌ها برابر بالاترین اسکناس‌های رایج است، بدین منظور لازم است اوراق به نحوی تهیه گردد که جعل آن به راحتی مقدور نباشد و در صورت امکان از سیستم چاپ امنیتی اوراق بهادار بهره‌گیری شود. ضمناً به جهت تسهیل امر معاملات در بورس، با توجه به کثرت اوراق منتشره لازم است که مشخصات آنها را بر روی هر برگ با تجهیزات تشخیص الکترونیکی ثبت نمود. معمول‌ترین روش چاپ بارکد شامل نام ناشر، مبلغ اسمی و بخش ثابت شماره سریال ورقه مشارکت می‌باشد. این عمل از بروز خطا در اثر وارد کردن اطلاعات پیشگیری می‌نماید و علاوه بر تأمین امنیت اوراق سرعت عملیات را افزایش می‌دهد.

## ۵-۶- ایجاد رقابت سالم بین انواع این اوراق و سایر ابزارهای مالی

در حال حاضر در کشور ما، ابزارهای مالی محدودی به صورت مستقیم و غیر مستقیم مورد استفاده قرار می‌گیرد که به طور خلاصه به شرح ذیل می‌باشند:

❖ سهام (پذیره نویسی).

❖ اوراق مشارکت.

❖ سپرده‌های بانکی.

ایجاد رقابت سالم بین ابزارهای مالی، ارتباط مستقیم با موضوع ریسک و بازده هر یک از این ابزارها دارد و به منظور ایجاد رقابتی سالم بین انواع اوراق و ابزارهای مالی لازم است که مکانیزم‌های ذیل اجرا گردد:

الف) نرخ سود علی‌الحساب پرداختی به اوراق مشارکت بخش دولتی پایین‌تر از نرخ سود انواع سپرده‌های سرمایه‌گذاری در نظر گرفته شود. بدیهی است؛ با فرض ثبات نرخ تورم، هرچه دوران مشارکت یا به عبارتی سررسید نهایی اوراق طولانی‌تر گردد، (بیش از ۵ سال) بایستی نرخ سود علی‌الحساب پرداختی نیز افزایش یابد.

ب) نرخ سود علی‌الحساب پرداختی به اوراق مشارکت بخش غیر دولتی، فعلاً همسان یا کمی بالاتر از نرخ سود انواع سپرده‌های سرمایه‌گذاری در نظر گرفته شود. قابل ذکر است که اوراق مشارکت به عنوان یک ابزار جدید مالی در بازار سرمایه ایران کاملاً شناخته شده و مزایای آن بر صاحبان سرمایه و پس‌اندازکنندگان آشکار گردیده است. بدین لحاظ، در صورتی که بانک‌ها ضمانت این گونه اوراق را نپذیرند، در بازار آن خللی به وجود نخواهد آمد.

پ) در صورت اعمال نرخ سود پرداختی به اوراق مشارکت بخش دولتی، همسان یا بالاتر از نرخ سود سپرده‌ها، پیشنهاد می‌گردد که امتیاز بازخریدی اوراق لغو گردد؛ چرا که بر اساس یک اصل کلی، هرچه درجه نقد شدن اوراق مشارکت بیشتر باشد، نرخ سود آنها بایستی کمتر گردد.

ت) حتی‌الامکان اوراق مشارکت بخش غیر دولتی از امتیاز قابلیت تبدیل بودن اوراق به سهام ناشر برخوردار باشد. این مکانیزم موجب می‌گردد که افراد با انگیزه و درجه ریسک‌پذیری متفاوت، جذب این گونه اوراق قابل تبدیل به سهام گردند.

ث) مدت زمان انتظار به منظور پرداخت سود: در مورد سهام، حداقل یک سال و در مورد سپرده‌ها، حداقل یک ماه می‌باشد. لذا در مورد اوراق - خصوصاً بخش دولتی - این زمان می‌تواند از حداقل ۳ ماه به حداقل ۴ ماه تا ۶ ماه افزایش یابد.

## ۶-۶- تنوع‌سازی انتشار اوراق مشارکت با تأملی خاص بر انتشار اوراق سهم‌الشرکه ملی

### ۱-۶-۶- انواع اوراق مشارکت قابل انتشار

همانگونه که در بخش‌های قبلی نیز ذکر گردید؛ کلیه اوراقی که تا کنون منتشر گردیده، صرفاً بی نام و در ارتباط با طرح‌های توسعه‌ای و یا به عبارتی سرمایه‌ای بوده است. لیکن بر اساس مفاد قانون، اجازه انتشار اوراق بی نام و همچنین تأمین سرمایه در گردش طرح‌ها یا به عبارتی تجاری نیز پیش‌بینی شده است.

### - اوراق مشارکت بی نام

این گونه اوراق می‌تواند برای آن دسته از افرادی که تمایل به ثبت نامشان در دفاتر ناشر وجود دارد، منتشر گردد. اوراق بی نام صرفاً با ارائه مدارک شناسایی معتبر قابل معامله می‌باشد. یکی از امتیازات این اوراق در قبال اوراق بی نام آن است که چنانچه مفقود و یا از حیز انتفاع خارج گردد، ناشر می‌تواند نسبت به صدور المثنی اوراق اقدام نماید. موضوعی که به کرات در مورد اوراق بی نام اتفاق افتاده و دارندگان و ناشرین با مشکلات عدیده‌ای از جمله: عدم دریافت سود و اصل وجه اوراق، عدم صدور المثنی و... مواجه می‌باشند. البته در این روش، هزینه‌های اداری عامل یا ناشر به جهت نقل و انتقال و ثبت معاملات و... تا اندازه‌ای افزایش خواهد یافت. لیکن، اطلاعات کافی در مورد تعداد دارندگان اوراق، میزان سرمایه‌گذاری هر یک، میزان معاملات و بازخریدی اوراق در هر لحظه از زمان و... برای ناشر وجود دارد.

### - اوراق مشارکت تجاری

این گونه اوراق می‌تواند به منظور سرمایه در گردش و یا به عبارتی نیاز کوتاه‌مدت

دستگاه‌ها و مؤسسات مورد استفاده قرار گیرد. بر خلاف سایر اوراق مشارکت منتشره، حداکثر مشارکت در این گونه اوراق یک یا یک و نیم ساله خواهد بود (به عبارتی سررسید اوراق ۱ یا ۱/۵ ساله می‌باشد). بدین لحاظ سودی کمتر از سایر اوراق خواهد داشت. در این مورد می‌توان بازخرید اوراق تجاری را کلاً ممنوع نمود و یا اینکه در صورت بازخرید اوراق، جریمه‌ای معادل ۲ درصد از سود قابل دریافت، کسر و اخذ گردد.

این نوع اوراق در بخش بعدی مورد تعریف قرار می‌گیرند.

### ۷-۱- تعریف و کاربرد اوراق سهم‌الشرکه ملی (به عنوان یک ابزار پولی)

اوراق سهم‌الشرکه ملی به اوراقی گفته می‌شود که می‌تواند از سوی بانک مرکزی در قبال بدهی‌های دولت به این بانک و به منظور اجرای سیاست‌های پولی منتشر و عرضه گردد. به این ترتیب که دولت در مقابل بدهی‌های سررسید شده خود به بانک مرکزی، بخشی از سهام و حقوق مالکیت خود در بانک‌ها و شرکت‌های دولتی را معین نموده و به عنوان وثیقه بخشی از بدهی خود، در اختیار بانک مرکزی قرار می‌دهد. بانک مرکزی معادل ارزش روز این اموال، بدهی‌های سررسید گذشته خود را تسویه نموده و در قبال مجموعه اموال فوق، معادل ارزش روز این اموال، اوراق سهم‌الشرکه (اوراق مشارکت بانک مرکزی) منتشر و عرضه می‌نماید.

انتشار و خرید و فروش این اوراق توسط بانک مرکزی در راستای اجرای عملیات بازار باز و به عنوان ابزاری در جهت کنترل عرضه پول و اثرگذاری فوری بر حجم نقدینگی می‌باشد.

### ۷-۲- مبانی نظری و قانونی انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی

انتشار اوراق مشارکت توسط بانک مرکزی عملاً ماهیتی متفاوت از دیگر انواع اوراق مشارکت دارد. زیرا ماهیت رفتاری و عملکردی بانک مرکزی با دیگر متقاضیان صدور اوراق مشارکت (مؤسسات و دولت) متفاوت بوده و بر این اساس تأثیر انتشار اوراق توسط بانک مرکزی با سایر بخش‌ها دارای تفاوت‌های زیادی می‌باشد. انتشار اوراق مشارکت توسط ناشرین بخش‌های دولتی و غیر دولتی که بر اساس طرح‌های خاص تولیدی و سودده انجام می‌شود، مورد مصرف نهایی داشته و منابع حاصله از آن جذب اقتصاد می‌گردد. ولی انتشار اوراق مشارکت توسط بانک مرکزی فرآیندی همانند ندارد و انتشار اوراق مشارکت توسط این



بانک به مفهوم اجرای سیاست‌های پولی از حیث مدیریت نقدینگی و تأثیر بر بازار پول و حجم نقدینگی می‌باشد.

مستند قانونی انتشار اوراق مشارکت توسط بانک مرکزی نیز، مفاد ماده (۹۱) قانون برنامه سوم توسعه می‌باشد که برحسب آن اجازه داده شده تا بانک مرکزی با تصویب شورای پول و اعتبار، از اوراق مشارکت به شرط عدم مغایرت با قانون عملیات بانکی بدون ربا استفاده نماید.

### ۳-۷- تحقق انتشار اوراق مشارکت توسط بانک مرکزی

پس از بررسی‌های کارشناسی متعدد و همچنین وجود مستند قانونی لازم، بالاخره در اسفندماه سال ۱۳۷۹، بانک مرکزی با توجه به مفاد ماده (۹۱) قانون برنامه سوم توسعه و به پشتوانه عملکرد دارایی‌های خود، نسبت به انتشار ۳۰۰۰ میلیارد ریال اوراق مشارکت بانک مرکزی اقدام نمود که شرایط این اوراق نیز به ترتیب زیر بود:

- ◀ مدت اوراق: شش ماه از سررسید.
- ◀ اوراق بدون نام و قابل انتقال به غیر.
- ◀ سود علی‌الحساب اوراق: سالانه ۱۹ درصد به صورت خالص.
- ◀ پرداخت سود علی‌الحساب: هر سه ماه یکبار.
- ◀ قابلیت فروش قبل از سررسید نزد بانک‌های عامل.
- ◀ پرداخت سود به صورت روزشمار.

### ۱-۸- تعریف و زمینه کاربرد اوراق مشارکت طرح‌های عمرانی

اوراق مشارکت طرح‌های عمرانی دولت به آن دسته از اوراق مشارکتی اطلاق می‌گردد که توسط دولت و به منظور اجراء، تکمیل و توسعه طرح‌های عمرانی انتفاعی منتشر و عرضه می‌گردد. منظور از انتفاعی نیز انتفاع مالی است؛ به نحوی که، فایده‌های ناشی از بهره‌برداری طرح، قابل فروش و قابل تقویم به پول باشد. سقف قابل انتشار این اوراق نیز همه ساله طی مفاد یکی از تبصره‌های بودجه کل کشور به تصویب می‌رسد.

اهمیت اوراق مشارکت طرح‌های عمرانی دولت از دید سیاست‌های مالی به عنوان تأمین‌کننده کمبود منابع مالی دولت و تأمین بخشی از کسری بودجه عمرانی مطرح می‌باشد و جایگزین برای تأمین منابع مورد نیاز از سایر طرق به خصوص استفاده از منابع سیستم بانکی است.

## ۲-۸- بررسی لزوم انتشار اوراق مشارکت طرح‌های عمرانی

اصولاً طرح‌های عمرانی دولت نه تنها در مرحله اجرا میزان قابل توجهی فرصت‌های شغلی ایجاد می‌نماید؛ بلکه در مرحله بهره‌برداری نیز در ایجاد اشتغال برای کشور مؤثر می‌باشد.

برای اجتناب از استفاده از منابع تورم زای سیستم بانکی برای اینگونه طرح‌ها و همچنین جلوگیری از وقفه در اجرای آنها (به علت کمبود منابع درآمدی دولت در بعضی از سال‌ها) بهترین روش تأمین مالی برای آنها انتشار اوراق مشارکت می‌باشد و در این رابطه لازم است که طرح‌های مولد، اشتغال‌زا، انتفاعی و از همه مهم‌تر طرح‌های سریع البازده انتخاب گردند. انتشار اوراق مشارکت طرح‌های عمرانی هم امکان اجرای پروژه‌های تولیدی در کشور و ایجاد فرصت‌های شغلی را فراهم می‌آورد و هم امکان مشارکت هرچه بیشتر مردم در تأمین مالی طرح‌ها و به خصوص استفاده از پس‌اندازهای کوچک مردمی را میسر می‌سازد.

## ۳-۸- ضوابط تعیین طرح‌های مشمول اوراق مشارکت عمرانی، با تأکیدی خاص بر نرخ بازده این طرح‌ها

ضوابطی را که می‌توان برای انتخاب طرح‌های عمرانی مشمول انتشار اوراق مشارکت، در نظر گرفت، عمدتاً عبارت هستند از:

### - پیشرفت فیزیکی طرح

بطوری که، حداقل ۵۰ الی ۷۰ درصد طرح موردنظر قبلاً انجام شده باشد. دلیل این امر نیز آن است که اکثر طرح‌های عمرانی دولت دارای مشخصات زیر است:

- به حجم عظیم سرمایه‌گذاری، به منظور اجرا، نیازمند است.

- بازدهی سرمایه‌گذاری انجام گرفته غالباً پس از یک دوره بلندمدت (حداقل ۵ سال) آغاز می‌گردد.
- دوره بازگشت سرمایه نیز با توجه به نوع طرح‌های عمرانی و همچنین مسائلی از قبیل: قیمت‌گذاری تولیدات، طولانی بودن دوره اجرا و ... معمولاً بسیار طولانی می‌باشد.

### – نرخ بازدهی طرح

به ترتیبی که انتخاب طرح‌هایی که سودآوری آنها از احتمال بسیار بالایی برخوردار است، می‌باید برای انتشار اوراق مشارکت مورد نظر قرار گیرد و به عبارت دیگر، سودآوری طرح از اولویت نخست نسبت به سایر پارامترها برخوردار باشد. در این زمینه، نرخ بازدهی طرح‌ها برای انتخاب، با توجه به وضعیت کلان اقتصادی کشور و در مقایسه با نرخ سود سپرده‌های بانکی و نرخ بازده سایر فرصت‌های سرمایه‌گذاری از اهمیت خاصی برخوردار است.

### ۴-۸- تعریف نرخ بازده و در نظر گرفتن متغیرهایی در این زمینه، به منظور تعیین اولویت و رد یا قبول طرح‌های متقاضیان

برای ارزیابی طرح‌ها اکثراً از شاخص نرخ بازدهی داخلی طرح‌ها<sup>۱</sup> استفاده می‌گردد. نرخ بازده داخلی یک طرح تولیدی به نحوی اطلاق می‌شود که ارزش فعلی عوایدی را که از سرمایه‌گذاری طی عمر مفید طرح حاصل می‌گردد، با بهای تمام شده سرمایه‌گذاری برابر سازد. نرخ بازده داخلی یکی از ملاک‌های عمده در تعیین اولویت یا رد و قبول طرح‌ها برای انتخاب به منظور انتشار اوراق مشارکت می‌باشد.

چنانچه تنها رد یا قبول یک طرح تولیدی مورد نظر باشد، قبول پروژه مذکور منوط به فزونی نرخ بازده داخلی آن بر هزینه (نرخ) تأمین مالی سرمایه‌گذاری پروژه دارد. لیکن چنانچه تعیین اولویت بین چند طرح متقاضی مطرح باشد، در این حالت نرخ بازده داخلی بالاتر، ملاک تعیین اولویت خواهد بود. ولی در هر حال، حداقل نرخ بازده مورد قبول برای انتشار اوراق مشارکت، نحی است که بتواند پوشش دهنده نرخ‌های سود به اضافه هزینه‌های انتشار اوراق (شامل هزینه‌های انتشار و پرداخت حق عاملیت بانک کارگزار) باشد.

<sup>۱</sup> - Internal Rate of Return (IRR).

سایر عواملی که در ارتباط با نرخ بازده برای انتخاب طرح‌ها جهت انتشار اوراق مشارکت می‌بایستی در نظر گرفته شود، علاوه بر قابلیت فروش و دوران مشارکت یا سررسید اوراق، عامل ریسک موجود می‌باشد. منظور از ریسک در اینجا، عدم قطعیتی است که ممکن است سرمایه‌گذار نسبت به دریافت سود و یا اصل مبلغ اوراق مشارکت احساس نماید. بنابراین، ریسک بیشتر مستلزم در نظر گرفتن نرخ بازده بالاتر می‌باشد.

## ۸-۵- وظایف سازمان‌های مسئول در انتشار اوراق مشارکت طرح‌های عمرانی

به استناد قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت و آئین‌نامه اجرایی آن، برخی از وظایف مربوط به انتشار اوراق مشارکت طرح‌های عمرانی به طور مشترک به چند سازمان مسئول (وزارت امور اقتصادی و دارایی، سازمان مدیریت و برنامه‌ریزی کشور و بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران) واگذار گردیده است و این در حالی است که هر یک از سازمان‌های مذکور نیز به طور جداگانه دارای وظایفی می‌باشند.

### ۸-۵-۱- وظایف مشترک

طبق مفاد تبصره ذیل ماده یک قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت، تشخیص انتفاعی بودن طرح‌های عمرانی دولت به عهده هیئتی مرکب از نمایندگان: وزارت امور اقتصادی و دارایی، سازمان مدیریت و برنامه‌ریزی کشور و بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران گذاشته شده است.

از دیگر وظایف مشترک سه دستگاه مذکور، تعیین شرایط انتشار و عرضه و فروش این اوراق است. شرایطی که توسط سه دستگاه مذکور در کمیته‌ای تحت عنوان: «کمیته سه نفره» اتخاذ تصمیم می‌گردد و شامل موارد ذیل است:

- تعیین سررسید اوراق • مشخص نمودن ترکیب، تعداد و ارزش اوراق قابل انتشار
- تعیین مدت زمان لازم برای فروش اوراق • اتخاذ تصمیم در صورت عدم فروش کامل اوراق در مدت تعیین شده • مشخص نمودن تعداد مراحل فروش اوراق و میزان عرضه در هر مرحله • تاریخ انتشار و عرضه اوراق • نحوه پرداخت سود علی‌الحساب و تعیین مقاطع

پرداخت آن • قابلیت معاملاتی اوراق • سایر شرایطی که ممکن است بر اساس سیاست‌های پولی و مالی کشور بنا به موقعیت اقتضاء نماید.

## ۲-۵-۸- وظایف غیر مشترک

### الف) وظایف وزارت امور اقتصادی و دارایی

• چاپ اوراق مشارکت • تضمین پرداخت سود متعلقه و بازپرداخت بهای اصل اوراق مشارکت به نمایندگی از سوی دولت • امضاء اوراق مشارکت طرح‌های عمرانی توسط وزیر امور اقتصادی و دارایی • اعمال نظارت مالی و عملیاتی در مورد طرح‌های مشمول استفاده از منابع اوراق مشارکت • تهیه دستورالعمل لازم به منظور امحاء اوراق مشارکت فروش نرفته • تعیین حسابداری توسط خزانه‌داری کل کشور برای واریز مبلغ مالیات متعلقه به سود این اوراق.

### ب) وظایف سازمان مدیریت و برنامه‌ریزی کشور

• منظور نمودن اعتبارات لازم به منظور پرداخت سود و بازپرداخت اصل اوراق در لوایح بودجه سالیانه کشور • امضاء ورقه مشارکت طرح‌های عمرانی توسط رئیس این سازمان • تخصیص مبالغ مربوط به هر یک از طرح‌های عمرانی مشمول استفاده از منابع حاصل از اوراق فروش نرفته • اعمال نظارت مالی و عملیاتی بر طرح‌های عمرانی مشمول انتشار اوراق، حسب مورد.

### پ) وظایف بانک مرکزی

• عاملیت توزیع، فروش، پرداخت سود و بازپرداخت بهای اصل اوراق مشارکت طرح‌های عمرانی • تفویض عاملیت خود به سایر بانک‌ها • انجام تبلیغات لازم قبل از عرضه اوراق • اعلام میزان اوراق مشارکت به فروش نرسیده به وزارت امور اقتصادی و دارایی برای امحاء.

## ۶-۸- نحوه بررسی بازار اوراق مشارکت طرح‌های عمرانی

در اینجا منظور از بررسی بازار، بررسی کشش‌پذیری میزان تقاضای خرید اوراق مشارکت طرح‌های عمرانی دولت می‌باشد و در این رابطه، میزان تقاضای بخش خصوصی و مردم عامل

بسیار مهمی است که می‌بایستی مورد نظر قرار گیرد. این بررسی کمک می‌نماید تا میزان انتشار، نحوه عرضه در مراحل مختلف و همچنین در نظر گرفتن مقاطع مناسب عرضه و تعیین تعداد بانک‌های عامل فروش، به ترتیبی در نظر گرفته شود تا در هر مرحله از عرضه این اوراق، اوراق به فروش نرسیده‌ای باقی نماند.

تجدید نظر در نحوه عرضه این اوراق که در سال‌های ۱۳۷۶ و ۱۳۷۷ به صورت یکجا و در یک مرحله عرضه گردید (و نتیجتاً میزان ناچیزی از آن توسط بخش خصوصی خریداری گردید) و استمرار روش مرحله‌ای و تعیین مقاطع و حجم مناسب عرضه و فروش این اوراق در سال‌های بعد، استقبال گسترده مردم را برای خرید آنها فراهم آورد. لیکن به این نکته نیز باید توجه نمود که استقبال زیاد مردم برای خرید این اوراق به عوامل دیگری نیز بستگی داشته است که عبارت هستند از:

- ضمانت بازپرداخت اصل و سود این اوراق توسط دولت • قابلیت نقدشوندگی سریع
- یکسان بودن نرخ سود این اوراق با نرخ سود سایر اوراق مشارکت منتشره و همچنین نرخ سود سپرده‌های سرمایه‌گذاری بلندمدت بانک‌ها • و شاید از همه مهمتر، محاسبه میزان سود علی‌الحساب این اوراق به طور روزشمار باشد (خصیصه‌ای که در حال حاضر سپرده‌های سرمایه‌گذاری بانک‌ها فاقد آن می‌باشند).

بدیهی است؛ تا زمانی که عوامل مذکور دستخوش تغییر نگردیده است، کشش بازار و به خصوص تقاضای بخش خصوصی و مردم برای خرید مبالغ بسیار بیشتری از اوراق مشارکت طرح‌های عمرانی دولت - در مقایسه با میزان اوراق منتشره قبلی - وجود خواهد داشت.

## ۷-۸- ارزیابی عملکرد اوراق منتشره طرح‌های عمرانی در سنوات گذشته

### ۷-۸-۱ عملکرد انتشار اوراق منتشره طرح‌های عمرانی دولت در سال ۱۳۷۶

بر اساس بند (ه) تبصره (۱۶) قانون بودجه سال ۱۳۷۶ کل کشور به دولت اجازه داده شد تا جهت تسریع در اجرای عملیات طرح‌های مندرج در پیوست شماره یک قانون مذکور تا مبلغ ۲۲۵۰ میلیارد ریال اوراق مشارکت در این سال منتشر نماید. در اجرای این بند از تبصره، شورای پول و اعتبار مقرر نمود تا مبلغ ۲۲۵۰ میلیارد ریال اوراق مشارکت مذکور توسط بانک ملی ایران در یک نوبت به عموم عرضه گردد.

در مهلت تعیین شده، صرفاً ۶۸۴ میلیارد ریال از اوراق مذکور به عموم فروخته شد و مبلغ ۱۴۹۰ میلیارد ریال توسط بانک‌ها و عمدتاً از محل اعتبار اعطایی بانک مرکزی خریداری گردید (بانک صادرات از منابع خود اقدام به خرید نمود) و بقیه اوراق فروش نرفته به مبلغ ۷۶ میلیارد ریال امحاء گردید.

### ۲-۷-۸- عملکرد انتشار اوراق مشارکت طرح‌های عمرانی دولت در سال ۱۳۷۷

بر اساس بند (۲) قانون اصلاح قانون بودجه سال ۱۳۷۷ کل کشور، به دولت اجازه داده شد که جهت تسریع در اجرای عملیات طرح‌های عمرانی، تا مبلغ جمعاً ۲۵۰۰ میلیارد ریال اوراق مشارکت منتشر نماید. در طول دوران فروش و تا اسفندماه سال ۱۳۷۷، معادل ۸۶۴ میلیارد ریال از میزان اوراق مذکور از طریق بانک ملی ایران به عموم واگذار گردید. در اسفندماه این سال و به دلیل نیاز طرح‌های عمرانی دولت، شورای پول و اعتبار مقرر نمود، مابقی اوراق مشارکت به فروش نرسیده معادل ۱۶۳۶ میلیارد ریال توسط بانک‌ها خریداری و وجوه آن به حساب خزانه واریز گردد.

میزان فروش اوراق مشارکت طرح‌های عمرانی دولت به مردم در سال ۱۳۷۷ در مقایسه با سال ۱۳۷۶ بالغ بر ۲۶ درصد رشد نشان می‌دهد. لیکن باید توجه داشت که میزان انتشار نیز از ۲۲۵۰ میلیارد ریال در سال ۱۳۷۶ به ۲۵۰۰ میلیارد ریال در این سال رسیده است.

### ۳-۷-۸- عملکرد انتشار اوراق مشارکت طرح‌های عمرانی دولت در سال ۱۳۷۸

بر اساس بند (الف) تبصره (۴۸) قانون بودجه سال ۱۳۷۸ کل کشور، به وزارت امور اقتصادی و دارایی - به نمایندگی از جانب دولت - اجازه انتشار حداکثر ۲۰۰۰ میلیارد ریال اوراق مشارکت داده شد. تفاوت اساسی انتشار اوراق در سال ۱۳۷۸ با سال‌های قبل از آن در مرحله‌ای نمودن انتشار و فروش این اوراق می‌باشد. مراحل و تاریخ انتشار اوراق مذکور به شرح زیر صورت پذیرفت:

مرحله اول: به مبلغ ۵۰۰ میلیارد ریال، در تاریخ ۱۳۷۸/۶/۱.

مرحله دوم: به مبلغ ۷۵۰ میلیارد ریال، در تاریخ ۱۳۷۸/۷/۱۵.

مرحله سوم: به مبلغ ۷۵۰ میلیارد ریال، در تاریخ ۱۳۷۸/۱۰/۱۵.

در این سال، بانک‌های عامل فروش نیز - علاوه بر بانک ملی ایران - بانک‌های صادرات ایران، سپه، ملت، تجارت و رفاه کارگران تعیین شدند.

از کل مبلغ ۲۰۰۰ میلیارد ریال اوراق منتشره طرح‌های عمرانی دولت در سال ۱۳۷۸، مبلغ ۱۹۲۷ میلیارد ریال معادل ۹۶ درصد توسط بخش خصوصی و مردم خریداری گردید و فقط ۷۳ میلیارد ریال معادل ۴ درصد اوراق باقی ماند.

بدین ترتیب، عملکرد انتشار و عرضه این اوراق در سال ۱۳۷۸ و استقبال عموم برای خریداری اوراق مشارکت طرح‌های عمرانی دولت را می‌توان بسیار مطلوب ارزیابی نمود.

#### ۴-۷-۸- عملکرد انتشار اوراق مشارکت طرح‌های عمرانی دولت در سال ۱۳۷۹

بر اساس بند (الف) تبصره (۴۸) قانون بودجه سال ۱۳۷۹ کل کشور، به وزارت اموراتصادی و دارایی - به نمایندگی از سوی دولت - مجوز انتشار حداکثر ۲۰۰۰ میلیارد ریال اوراق مشارکت در خصوص اجرای طرح‌های عمرانی دولت داده شد. طبق مصوبات کمیسیون سه نفره مقرر گردید که این اوراق طی سه مرحله و به ترتیب زیر منتشر گردد:

مرحله اول: به مبلغ ۷۰۰ میلیارد ریال، در تاریخ ۱۳۷۹/۹/۱۵.

مرحله دوم: به مبلغ ۶۰۰ میلیارد ریال، در تاریخ ۱۳۷۹/۷/۱۵.

مرحله سوم: به مبلغ ۷۰۰ میلیارد ریال، در تاریخ ۱۳۷۹/۹/۱۵.

عاملین فروش این اوراق نیز کلیه بانک‌های تجاری و بانک کشاورزی در نظر گرفته شد. در این سال، کل اوراق مشارکت طرح‌های عمرانی منتشره به میزان ۲۰۰۰ میلیارد ریال طی مهلت مقرر، به اضافه یک ماه مهلت فروش تدریجی، توسط عموم مردم خریداری گردید. بدین ترتیب، عملکرد این دوره را می‌توان حتی بهتر از عملکرد سال ۱۳۷۸ در این زمینه دانست.

#### ۵-۷-۸- مقایسه و ارزیابی عملکرد انتشار اوراق مشارکت طرح‌های عمرانی دولت

##### در سال ۱۳۷۹ با سال‌های ۱۳۷۶ لغایت ۱۳۷۸

مقایسه عملکرد اوراق مشارکت طرح‌های عمرانی دولت در سال ۱۳۷۹ با سال‌های ۱۳۷۶ لغایت ۱۳۷۸ نشان می‌دهد که خرید این اوراق توسط عموم در سال ۱۳۷۹ تقریباً سه برابر سال‌های ۱۳۷۶ و ۱۳۷۷ بوده و از رشدی جمعاً برابر ۱۵۰ درصد در این دوره برخوردار بوده است. بررسی روند انتشار این اوراق در ۴ سال اخیر نشانگر این است که وضعیت عرضه و فروش آن به مردم هر سال نسبت به سال قبل مطلوب‌تر گشته؛ تا جایی که در سال ۱۳۷۹ کل اوراق عرضه شده توسط مردم خریداری گردیده است. جدول شماره (۲) نتایج حاصل از



عملکرد انتشار اوراق مشارکت طرح‌های عمرانی دولت در سال ۱۳۷۹ و در مقایسه با سال‌های ۱۳۷۶ لغایت ۱۳۷۸ را به اختصار نشان می‌دهد.

جدول شماره ۲- اوراق مشارکت طرح‌های عمرانی فروش رفته طی سال‌های  
۱۳۷۶ لغایت ۱۳۷۹

(ارقام به میلیارد ریال)

سال انتشار	کل اوراق منتشره	کل اوراق به فروش رفته	اوراق فروش رفته به عموم	درصد
۱۳۷۶	۲۲۵۰	۲۱۷۴	۶۸۴	۳۱
۱۳۷۷	۲۵۰۰	۲۵۰۰	۸۶۴	۳۵
۱۳۷۸	۲۰۰۰	۱۹۲۷	۱۹۲۷	۹۶
۱۳۷۹	۲۰۰۰	۲۰۰۰	۲۰۰۰	۱۰۰
جمع	۸۷۵۰	۸۶۰۱	۵۴۷۵	-

مأخذ: اداره اعتبارات - بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.

با توجه به اینکه کل اوراق مشارکت منتشره بخش دولتی و غیردولتی (به استثنای بانک مرکزی) از سال ۱۳۷۳ لغایت پایان سال ۱۳۷۹ به ترتیب جدول شماره ۳ معادل ۱۱۰۶۰ میلیارد ریال می‌باشد، لذا ملاحظه می‌گردد که سهم اوراق مشارکت طرح‌های عمرانی و دولتی در مجموع، میزان بالای ۸۷/۴ درصد را تشکیل می‌دهد که خود حاکی از سهم کم بخش عمومی و غیردولتی معادل ۱۲/۶ درصد می‌باشد.

جدول شماره ۳- اوراق مشارکت فروش رفته برحسب بخش‌های دولتی و غیردولتی  
طی سال‌های ۱۳۷۳ لغایت ۱۳۷۹

(ارقام به میلیارد ریال)

شرح	سال	۱۳۷۳	۱۳۷۴	۱۳۷۵	۱۳۷۶	۱۳۷۷	۱۳۷۸	۱۳۷۹	جمع
		بخش دولتی شامل طرح‌های عمرانی	-	۳۰/۰	-	-	۲۲۰۹/۰	۲۸۰۰/۰	۲۳۲۸/۰
بخش عمومی و غیردولتی	۷۵/۰	۱۹۵/۰	۴۰۰/۵	۲۶۲/۵	۳۳۰/۰	۵۰/۰	۸۰/۰	۱۳۹۳/۰	
جمع	۷۵/۰	۲۲۵/۰	۴۰۰/۵	۲۴۷/۵	۳۱۳۰/۰	۲۳۷۸/۰	۲۳۸۰/۰	۲۳۸۰/۰	۱۱۰۶۰/۰
بانک مرکزی								۲۹۱۶/۰	۱۳۹۷۶/۰

۱- شامل اوراق مشارکت طرح‌های عمرانی به مبلغ ۲۰۰۰ میلیارد ریال و اوراق مشارکت طرح‌های وزارت نیرو معادل ۳۰۰ میلیارد ریال.

۲- اوراق مشارکت شرکت پلی اکریل، معادل ۸۰ میلیارد ریال.

۳- از کل اوراق مشارکت به فروش رسیده تا پایان ۱۳۷۹، مبلغ ۲۸۸۴/۶ میلیارد ریال آن سررسید و بازپرداخت شده است. اوراق مشارکت سررسید شده در نیمه اول سال ۱۳۸۰ نیز معادل ۳۳۵۸/۵ میلیارد ریال می‌باشد که بازپرداخت شده است.

مأخذ: اداره اعتبارات - بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.

در ارزیابی عملکرد انتشار و عرضه اوراق مشارکت در سنوات قبل، دو نکته مثبت به چشم می‌خورد که لازم است به آن اشاره گردد:

« دولت تاکنون تعهدات خود در قبال پرداخت سود و بازپرداخت اصل اوراق مشارکت طرح‌های عمرانی را ایفاء نموده است. بطوری که، اعتبارات لازم برای پرداخت سود این اوراق همه ساله در ردیف‌های بودجه سنواتی کل کشور منظور گردیده و اوراق مشارکت طرح‌های عمرانی منتشره در سال ۱۳۷۶ نیز که در پایان سال ۱۳۷۹ سررسید گردیده است، توسط دولت بازپرداخت شده است.

« استقبال بخش خصوصی و مردم برای خرید اوراق مشارکت عرضه شده، روز به روز فزونی یافته است. بطوری که، در سال ۱۳۷۹ هر میزان اوراق مشارکتی که منتشر و

عرضه گردیده است، قبل از اتمام مدت در نظر گرفته شده برای فروش آنها، کلاً توسط مردم خریداری گردیده است.

## ۹- عوامل مؤثر در برآورد حجم انتشار اوراق مشارکت

در تعیین حجم یا سقف انتشار اوراق مشارکت، مهم‌ترین عوامل برای تصمیم‌گیری به شرح زیر می‌باشد:

• تأثیر تورمی<sup>۱</sup> انتشار اوراق مشارکت • کنترل تورم • میزان تشکیل سرمایه ثابت ناخالص • بودجه عمرانی کل کشور.

لازم به ذکر است که میزان قابل قبول انتشار اوراق مشارکت می‌بایست با توجه به سیاست‌های کلی اقتصادی و اهداف مورد نظر در برنامه‌های توسعه تعیین گردد. < تأثیر تورمی انتشار اوراق مشارکت.

مطالعات انجام گرفته توسط اداره بررسی‌های اقتصادی بانک مرکزی نشان می‌دهد که انتشار ۱۰۰۰ میلیارد ریالی اوراق مشارکت در سال ۱۳۷۷ حدود ۰/۳ درصد<sup>۲</sup> و در سال ۱۳۷۸ حدود ۰/۲۳ درصد تورم به همراه داشته است که حاکی از تأثیر تورمی اندک ناشی از انتشار اوراق مشارکت می‌باشد. به منظور محاسبه حجم کل انتشار اوراق مشارکت و براساس آمارهای موجود لازم است که متغیرهایی به شرح ذیل در نظر گرفته شوند:

A = میزان اوراق منتشره در دوره قبل (به هزار میلیارد ریال).

B = تأثیر تورمی ناشی از یک هزار میلیارد انتشار اوراق مشارکت در دوره قبل.

C = مقدار تأثیر تورمی مورد قبول سیاست‌گذاران.

D = تأثیر تورمی ناشی از یک هزار میلیارد ریال انتشار اوراق مشارکت در سال بعد.

X = میزان اوراق مشارکت قابل انتشار در سال بعد (به هزار میلیارد ریال).

۱- اگرچه انتشار و فروش اوراق مشارکت از طریق جذب نقدینگی، اثر کنترل‌کننده برمیزان تورم دارد، لیکن فروش این اوراق، بدو، تقاضای جدیدی از سوی ناشر برای کالاها و خدمات (به میزان حجم فروش) بوجود می‌آورد.

۲- مأخذ: گزارشات داخلی اداره بررسی‌های اقتصادی - بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.

$$A + B = C$$

$$X \times D = C'$$

$$\text{با فرض: } C = C' \quad \Rightarrow X = \frac{A \times B}{D} \Rightarrow X = A \times \frac{B}{D}$$

میزان سقف قابل انتشار اوراق مشارکت برای سال ۱۳۷۹ براساس رابطه مذکور و طبق ارقام مربوط به متغیرهای فوق برای سال‌های ۱۳۷۸ و ۱۳۷۹، به شرح زیر قابل محاسبه می‌باشد:

$A = ۲۳۷۸$  (میزان اوراق مشارکت به فروش رسیده در سال ۱۳۷۸) میلیارد ریال

$$۲۳۷۸ \div ۱۰۰۰ = ۲/۳۷۸ \text{ هزار میلیارد ریال}$$

$$B = ۰/۲۳$$

$$C = A \times B \quad \Rightarrow \quad C = ۲/۳۷۸ \times ۰/۲۳ = ۰/۵۵$$

با فرض ثبات مقدار تأثیر تورمی مورد قبول سیاست‌گذاران در سال‌های ۱۳۷۸ و ۱۳۷۹  $(C = C')$  چنانچه تأثیر تورمی ناشی از یک هزار میلیارد ریال انتشار اوراق مشارکت در سال ۱۳۷۹ معادل  $۱/۱۶$ <sup>۱</sup> درصد در نظر گرفته شود، سقف قابل انتشار اوراق مشارکت در سال ۱۳۷۹ از رابطه زیر بدست می‌آید:

$$X = ۲/۳۷۸ \frac{۰/۲۳}{۰/۱۶} = ۳/۴۱۸ \text{ هزار میلیارد ریال}$$

$$۳/۴۱۸ \times ۱۰۰۰ \# ۳۴۰۰ \text{ میلیارد ریال}$$

طبق روش مذکور و با توجه به میزان اوراق مشارکت فروخته شده در سال ۱۳۷۹، سقف انتشار اوراق مشارکت در سال ۱۳۸۰ برای طرح‌های دولتی و غیردولتی (غیر از اوراق مشارکت بانک مرکزی) حدوداً معادل ۴۲۵۰ میلیارد ریال می‌تواند در نظر گرفته شود.

◀ تشکیل سرمایه ثابت ناخالص.

میزان تشکیل سرمایه ثابت ناخالص در پایان هر سال و در نظر گرفتن درصدی از آن

<sup>۱</sup> - تغییرات سال ۱۳۷۹ نسبت به سال ۱۳۷۸، معادل تغییرات سال ۱۳۷۸ به سال ۱۳۷۷ در نظر گرفته شده است.

می‌تواند به عنوان ملاکی برای تعیین سقف کلی انتشار اوراق مشارکت در سال بعد در نظر گرفته شود. این درصد براساس سیاست‌های کلی اقتصادی و به خصوص با نظر داشت به میزان سرمایه‌گذاری‌های لازم برای ایجاد اشتغال مورد نظر و همچنین میزان تسهیلات اعطایی سیستم بانکی می‌بایستی در نظر گرفته شود. ضمناً نحوه ترکیب تشکیل سرمایه ثابت بخش دولتی و غیردولتی و روند آن در سال‌های قبل نیز می‌تواند برای توزیع سهم هر یک از این بخش‌ها، به منظور توزیع سهم هر یک از این بخش‌ها برای انتشار اوراق مشارکت مدنظر قرار گیرد.

### ۹-۱- عوامل مؤثر در برآورد حجم انتشار اوراق مشارکت طرح‌های دولتی

یکی از عوامل تعیین سقف انتشار اوراق مشارکت طرح‌های دولتی در هر سال، بودجه کل کشور و بودجه عمرانی دولت می‌باشد. با تهیه بودجه سالانه کل کشور و تصویب آن، بخش اعظمی از سیاست‌های اقتصادی سالانه مورد نظر سیاست‌گذاران و همچنین درآمدهای دولت و شرایط و وضعیت اقتصادی و مالی کشور و به تبع آن میزان بودجه طرح‌های عمرانی دولت تعیین می‌گردد. بدین لحاظ به نظر می‌رسد که درصدی از بودجه عمرانی کل کشور به منظور تعیین میزان انتشار اوراق مشارکت طرح‌های عمرانی دولت می‌تواند مورد استفاده قرار گیرد. لازم است این درصد با توجه به نرخ رشد سالانه بودجه‌های عمرانی دولت در نظر گرفته شود.

میزان انتشار اوراق مشارکت سایر طرح‌های دولتی نیز همه ساله در تبصره‌های قانون بودجه کل کشور مشخص می‌گردد. لذا، مجموع میزان انتشار اوراق مشارکت طرح‌های عمرانی دولت و سایر طرح‌های دولتی، حجم کل انتشار اوراق مشارکت طرح‌های دولتی را بدست می‌دهد. با تعیین سقف کلی میزان انتشار اوراق مشارکت برای هر سال و کسر میزان کل انتشار اوراق مشارکت طرح‌های دولتی از آن، سقف قابل انتشار اوراق بخش غیردولتی از این طریق نیز قابل برآورد می‌باشد.

## ۹-۲- عوامل مؤثر در برآورد حجم انتشار اوراق مشارکت برای متقاضیان بخش خصوصی

یکی از عوامل مؤثر در این مورد، میزان تورم<sup>۱</sup> قابل قبول در کشور در رابطه با هدف کنترل تورم می‌باشد؛ و لذا به منظور تحقق این امر و عدم انحراف صعودی از اهداف کمی تعیین شده، لازم است پایه پولی کنترل گردد. یکی از اجزاء کنترل پایه پولی، کنترل بدهی سیستم بانکی و به تبع آن میزان تسهیلات اعطایی سیستم بانکی به بخش غیردولتی می‌باشد. به طوری که:

کنترل تورم ← کنترل پایه پولی ← کنترل بدهی سیستم بانکی ← میزان تسهیلات اعطایی به بخش غیردولتی.

لذا، تعیین درصدی از میزان تسهیلات اعطایی پیش‌بینی شده به بخش غیردولتی در برنامه پنجساله در هر سال می‌تواند از طریق انتشار اوراق مشارکت، برای تأمین مالی ناشرین بخش خصوصی در نظر گرفته شود که این امر موجب کاهش اتکاء بخش خصوصی به سیستم بانکی و مآلاً عدم انحراف از میزان تورم پیش‌بینی شده، می‌گردد.

این درصد می‌باید در چهارچوب سیاست‌های کلی اقتصادی و با توجه به نحوه ترکیب تشکیل سرمایه ثابت - به تفکیک بخش خصوصی و دولتی - و روند آن در گذشته و همچنین تقاضای بالقوه انتشار اوراق مشارکت در بخش غیردولتی در نظر گرفته شود.

در خاتمه این بحث، ذکر این نکته نیز ضروری است که اصولاً زمانی که مکانیزم بازار فعال باشد، تعدیل‌های پیاپی و مکرر بین عرضه و تقاضا، میزان انتشار و نرخ مطلوب این اوراق را به دست می‌دهد. لکن، در فقدان مکانیزم بازار و در شرایطی که نرخ سود این اوراق کنترل شده، می‌باشد. لذا، عدم برابری میزان عرضه و تقاضا برای این اوراق در نرخ تعیین شده سود بسیار محتمل می‌باشد و در این شرایط مشکل می‌توان میزان بهینه و مطلوبی را برای تعیین حجم کل انتشار اوراق مشارکت محاسبه نمود.

## ۱۰- اوراق مشارکت ارزی

همان‌گونه که در مقدمه ذکر گردید؛ یکی از ابزارهای جدیدی که در سال‌های اخیر در

۱- براساس میزان تورم پیش‌بینی شده در قانون پنجساله دوم توسعه.

تأمین مالی بلندمدت پروژه‌ها و طرح‌های عمرانی انتفاعی دولت و طرح‌های تولیدی غیردولتی مورد استفاده قرار گرفته است، اوراق مشارکت می‌باشد که با فراهم آمدن کاربرد بین‌المللی آن، این اوراق می‌تواند در بازارهای مالی جهانی نیز مورد استفاده قرار گیرد. خوشبختانه زمینه این کار فراهم آمده است و در شهریور ماه امسال خبر انتشار ۳۰۰ میلیون یورو اوراق مشارکت ارزی در جراید کشور درج گردید که در این زمینه و براساس مذاکرات به عمل آمده با مسئولان محترم اداره تأمین مالی بانک مرکزی، در رابطه با انجام مقدمات انتشار این اوراق، ذیلاً به مبانی نظری و حقوقی و بهینه سازی راه کارهای اجرایی این مهم اشاره می‌گردد:

### ۱-۱- مبانی نظری انتشار اوراق مشارکت ارزی

- ❖ توسعه و تکمیل بازار سرمایه و ایجاد هماهنگی بین بازار پول و سرمایه کشور و توسعه روابط این بازارها با بازارهای بین‌المللی.
- ❖ ایجاد تنوع در منابع تأمین ارز برای کشور.
- ❖ فراهم آوردن زمینه‌های لازم برای سرمایه‌گذاران خارجی که علاقه‌مند به فعالیت در بازار ایران می‌باشند.
- ❖ و از همه مهم‌تر، ایجاد سابقه در بازارهای بین‌المللی در شرایط خوب اقتصادی کشور، برای فراهم آوردن امکان استفاده از منابع مالی خارجی در شرایط مورد نیاز.

### ۱-۲- مبانی قانونی انتشار این اوراق

۱-۲-۱- ماده (۸۵) قانون برنامه سوم توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی جمهوری اسلامی ایران

این ماده ناظر بر چگونگی تنظیم تعهدات ارزی کشور می‌باشد و در بند (ب) این ماده چنین آمده است که: به دولت اجازه داده می‌شود با رعایت شرایط زیر نسبت به اخذ و

۱- روزنامه جهان اقتصاد، مورخ ۱۰ شهریور ماه ۱۳۸۰ و روزنامه Iran News، مورخ ۱۰/۶/۱۳۸۰.

تضمین تسهیلات مالی خارجی در قالب لوایح بودجه سنواتی اقدام نماید:

الف) زمان بازپرداخت بدهی‌ها و تعهدات - اعم از: میان‌مدت و کوتاه‌مدت خارجی - باید به گونه‌ای تنظیم گردد که بازپرداخت سالانه این بدهی‌ها و تعهدات بدون در نظر گرفتن تعهدات ناشی از بیع متقابل، پس از سال پایانی برنامه از ۳۰ درصد درآمدهای ارزی دولت در سال آخر برنامه تجاوز نکند.

ب) دولت موظف است؛ میزان تعهدات و بدهی‌های خارجی کشور در طول برنامه سوم را به گونه‌ای تنظیم نماید تا ارزش خالص بدهی‌ها و تعهدات کشور<sup>۱</sup> در سال آخر برنامه بیش از ۲۵ میلیارد دلار نباشد.

در بند (ج) این ماده نیز اجازه استفاده از طرح‌های دولتی از تسهیلات مالی خارجی داده شده که البته دستگاه‌های اجرایی ذیربط را موظف به رعایت موارد مندرج در این بند نموده است.

## ۲-۲-۱۰- تبصره (۲۹) قانون بودجه سال ۱۳۸۰ کل کشور

به موجب مفاد بند (ل-۱) این تبصره مقرر گردیده است که:

«در اجرای ماده (۸۵) قانون برنامه سوم توسعه، دولت مجاز است در سال ۱۳۸۰ با رعایت اهداف قانون برنامه سوم توسعه و مفاد این بند، از طریق بانک مرکزی نسبت به تأمین و تضمین منابع مالی از بازارهای سرمایه خارجی برای سرمایه‌گذاری مشروحه زیر تا سقف سه میلیارد و پانصد میلیون دلار در قالب قراردادهای تأمین مالی پروژه‌ها و یا مشارکت استفاده نماید.»

به موجب بند (ل-۲-۱) این تبصره نیز:

«تأمین و تضمین تسهیلات خارجی تا مبلغ یک میلیارد دلار برای سرمایه‌گذاری طرح‌هایی که توجیه فنی و اقتصادی و اولویت اجرای آنها به تصویب شورای اقتصاد خواهد رسید در نظر گرفته شده است.»

بنا بر مصوبات مذکور ملاحظه می‌گردد که:

«مستندات قانونی لازم برای انتشار این اوراق وجود دارد.»

<sup>۱</sup> - مابه‌التفاوت ارزش حال بدهی، تعهدات کشور و ذخایر ارزی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.



« در سال ۱۳۸۰ تا مبلغ یک میلیارد دلار از این اوراق می‌تواند برای اجرای طرح‌های دارای توجیه اولویت‌دار منتشر و عرضه گردد.

« تضمین بازپرداخت اصل و سود این اوراق وجود دارد.

« شیوه انتشار این اوراق می‌تواند توسط شرکت‌های مسئول در اجرای طرح‌های عمرانی مهم کشور نظیر شرکت‌های: نفتی، پتروشیمی و... نیز بکار گرفته شود.

### ۳-۱۰- بررسی شرایط بازار برای انتشار این اوراق

سه موضوع زیر، وضعیت ایران را برای انتشار این اوراق در شرایط مطلوبی قرار داده است که به نظر می‌رسد باعث استقبال خریداران از اوراق عرضه شده خواهد شد.

« ایران همواره نسبت به ایفای تعهدات ارزی خود و پرداخت آنها مسئولانه برخورد نموده و با تمام توان و امکانات خود به پرداخت این بدهی‌ها اقدام نموده است.

« وضعیت ارزی ایران فعلاً در شرایط مساعدی است و طبق ارقام اعلام شده<sup>۱</sup> توسط بانک تسویه حساب‌های بین‌المللی، ذخیره‌های ارزی ایران حدود ۱۴ میلیارد دلار برآورد گردیده و این در حالی است که میزان بدهی‌های خارجی کشور نیز در پایان سال گذشته حدود ۷/۸ میلیارد دلار بوده است.

« کاهش نرخ‌های بهره در بازارهای جهانی، این موضوع سبب می‌گردد تا سرمایه‌گذاران خارجی از موقعیت‌های سرمایه‌گذاری با نرخ‌های نسبتاً بالاتر از نرخ‌های رایج بین‌المللی و به خصوص زمانی که سرمایه‌گذاری آنها دارای تضمین بازپرداخت می‌باشد، به خوبی استقبال نمایند.

### ۴-۱۰- نکات مهم در موفقیت انتشار این اوراق

« اوراق مذکور با توجه به شرایط انتشار و مدت سررسید آنها لازم است با نرخ‌های سود بهینه و مطلوب منتشر و عرضه گردد. تأکید می‌گردد که تعیین نرخ مناسب سود این اوراق در مقایسه با نرخ‌های بین‌المللی رایج یکی از مهمترین عوامل موفقیت است.

◀ همه میزان مجاز انتشار این اوراق دفعتاً واحده انجام نگرفته و به تدریج صورت پذیرد. بنابراین تصمیم به انتشار این اوراق معادل ۳۰۰ میلیون یورو برای مرحله اول، تصمیم سنجیده‌ای می‌باشد.

◀ این اوراق در وهله اول در یکی از بازارهای مالی عرضه شده و با کسب تجربه و تداوم انتشار، بعداً نسبت به بررسی و انتخاب بازارهای جدید اقدام شود. بنابراین، فعلاً بازار مالی اروپا یا توجه به مذاکرات و کارهای انجام گرفته، انتخاب مناسبی به نظر می‌رسد.

◀ زمان انتشار و عرضه این اوراق نیز می‌بایستی در بهترین شرایط کشور از نظر میزان ذخایر ارزی و در موقع ثبات نسبی قیمت‌های بین‌المللی نفت (به علت تأثیرگذاری زیاد این قیمت در شرایط اقتصادی کشور) در نظر گرفته شود.



## ضمیمه

### « تکالیف قانونی بانک‌ها در خرید اوراق قرضه از سال ۱۳۴۸ به بعد »

- سال ۱۳۴۹ ← ۱۶ درصد از سپرده‌های پس‌انداز.
- سال ۱۳۵۱ ← ۳۰ درصد از سپرده‌های پس‌انداز.
- سال ۱۳۵۲ ← ۵۰ درصد از افزایش مانده سپرده‌های پس‌انداز و مدت‌دار.
- سال ۱۳۵۳ ← ۴۰ درصد از افزایش مانده سپرده‌های غیردیداری و ۵۰ درصد از افزایش مانده سپرده‌های پس‌انداز.
- سال ۱۳۵۴ ← ۴۵ درصد از افزایش در مانده سپرده‌های غیر دیداری و یا ۴۰ درصد کل سپرده‌های غیردیداری

❖ این نسبت تا سال ۱۳۶۳ بلا تغییر باقی ماند. در این سال، با اجرای قانون عملیات بانکی بدون ربا و بر اساس مصوبه شورای پول و اعتبار، از تاریخ ۱۳۶۳/۷/۲۹ تکلیف بانک‌ها به خرید اوراق قرضه ملغی گردید و بانک‌ها مخیر شدند تا با نظارت بانک مرکزی از محل منابع خود (سپرده‌های قرض‌الحسنه جاری) اقدام به خرید اوراق قرضه نمایند.

- سال ۱۳۷۰ ← ۳۶ درصد از سپرده‌های قرض‌الحسنه جاری (در مورد

بانک‌های تجاری)

## منابع و مأخذ:

## - فارسی:

- ۱- آرمان، بهمن. نقش بورس در برنامه پنج ساله دوم توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی، مؤسسه تحقیقات پولی و بانکی، بانک مرکزی ج.ا.ا.
- ۲- آمارهای اداره تحقیقات و مطالعات آماری، بانک مرکزی ج.ا.ا.
- ۳- آئین‌نامه‌های اجرایی قانون عملیات بانکی بدون ربا مصوب سال ۱۳۶۲. هیئت وزیران.
- ۴- آئین‌نامه اجرایی قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت مصوب ۱۳۷۶/۵/۱۸. هیئت وزیران.
- ۵- اداره بررسی‌های اقتصادی، بانک مرکزی، نماگرهای اقتصادی در سه ماه‌های سال‌های مختلف.
- ۶- بدری، احمد (۱۳۷۵). «افشاء اطلاعات مالی در بازار سرمایه، بررسی تحلیلی و تطبیقی مقررات بازار سرمایه ایران از دیدگاه افشاء اطلاعات مالی».
- ۷- فضل‌ی، فریدون (۱۳۶۶). اقتصاد کلان، نظریه‌ها و سیاست‌های اقتصادی، تهران: نشر نی.
- ۸- جهانخانی، علی (۱۳۷۵). «ضرورت تنوع اوراق بهادار در بازار سرمایه ایران»، نخستین سمینار مدیریت مالی ایران، انتشارات دانشکده علوم اداری دانشگاه شهید بهشتی.
- ۹- جهانخانی، علی (۱۳۷۷). نقدی بر عرضه عمومی اوراق بهادار در ایران، هشتمین سمینار سیاست‌های پولی و ارزی، تهران: مؤسسه تحقیقات پولی و بانکی، بانک مرکزی ج.ا.ا.
- ۱۰- حقیقت، جعفر (۱۳۷۸). سیاست مالی و تجهیز پس‌اندازها برای رشد اقتصادی، تهران: مؤسسه تحقیقات پولی و بانکی، بانک مرکزی ج.ا.ا.
- ۱۱- ختائی، محمود (۱۳۷۸). گسترش بازارهای مالی و رشد اقتصادی، تهران: مؤسسه تحقیقات پولی و بانکی، بانک مرکزی ج.ا.ا.

- ۱۲- دستورالعمل اجرایی مقررات ناظر بر انتشار اوراق مشارکت مصوب شهریورماه سال ۱۳۷۳. شورای پول و اعتبار.
- ۱۳- ذوقی، حسن (۱۳۷۶). تبیین ویژگی و جایگاه اوراق مشارکت در اقتصاد ایران، تهران: مؤسسه تحقیقات پولی و بانکی، بانک مرکزی ج.ا.ا.
- ۱۴- رحیمی، زهرا (۱۳۶۹). سیاست‌های پولی و ابزار اجرای آن، مقاله ارائه شده در اولین کنفرانس ماهانه مؤسسه تحقیقات پولی و بانکی، بانک مرکزی ج.ا.ا.
- ۱۵- روزبهان، محمود (۱۳۶۶). تئوری اقتصاد کلان، تهران: دانشگاه شهید بهشتی.
- ۱۶- سازمان بورس اوراق بهادار تهران (۱۳۸۰). ضمیمه پژوهشی شماره (۲۷).
- ۱۷- سازمان حسابرسی (۱۳۷۸). تحقیقات تخصصی حسابداری و حسابرسی، تجزیه و تحلیل صورت‌های مالی، تهران.
- ۱۸- شایان آرانی، شاهین (۱۳۷۹). نوآوری در بازارهای مالی در بانکداری اسلامی، یازدهمین همایش بانکداری اسلامی، تهران: مؤسسه تحقیقات پولی و بانکی، بانک مرکزی ج.ا.ا.
- ۱۹- فیوزی، فرانک و فرانکو مودبلیانی و مایکل فری (۱۳۷۶). مبانی بازارها و نهادهای مالی، ترجمه: دکتر حسین عبده تبریزی - جلد اول.
- ۲۰- قانون انتشار اسناد خزانه و اوراق قرضه مصوب سال ۱۳۴۸ و آئین‌نامه اجرایی آن.
- ۲۱- قانون برنامه دوم توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی جمهوری اسلامی ایران، مصوب آذرماه سال ۱۳۷۳.
- ۲۲- قانون برنامه سوم توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی جمهوری اسلامی ایران، مصوب ۱۳۷۹/۱/۱۷. مجلس شورای اسلامی.
- ۲۳- قانون پولی و بانکی کشور مصوب ۱۸ تیرماه ۱۳۵۱ مجلس شورای ملی و سنا و آئین‌نامه‌های اجرایی مربوط.
- ۲۴- قانون عملیات بانکی بدون ربا مصوب ۸ شهریورماه ۱۳۶۲. مجلس شورای اسلامی.
- ۲۵- قانون مدنی کشور مصوب سال‌های ۱۳۰۷-۱۳۱۳، ۱۳۱۴ و اصلاحیه‌های آن.
- ۲۶- قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت مصوب ۱۳۷۶/۴/۳۰. مجلس شورای اسلامی.
- ۲۷- قوانین بودجه کل کشور در سال‌های مختلف.

- ۲۸- کدخدایی، حسین (۱۳۷۹). پدیده ریسک در بانکداری اسلامی، تهران: مؤسسه عالی بانکداری، بانک مرکزی ج.ا.ا.
- ۲۹- گزارشات اقتصادی و ترازنامه‌های بانک مرکزی در سال‌های مختلف.
- ۳۰- گزارشات داخلی اداره امور اعتبارات، بانک مرکزی ج.ا.ا.
- ۳۱- گزارشات داخلی اداره بررسی‌های اقتصادی، بانک مرکزی ج.ا.ا.
- ۳۲- گزارشات داخلی اداره مطالعات و قوانین بانکی، بانک مرکزی ج.ا.ا.
- ۳۳- گزارشات داخلی اداره نظارت بر امور بانک‌ها، بانک مرکزی ج.ا.ا.
- ۳۴- لایحه قانونی راجع به انتشار اوراق قرضه مصوب ۱۳۵۸/۹/۱۲. شورای انقلاب.
- ۳۵- مجلات بورس اوراق بهادار تهران.
- ۳۶- مجموعه قوانین کل کشور در سال‌های مختلف.
- ۳۷- مرکز تحقیقات تخصصی حسابداری و حسابرسی، سازمان حسابرسی (۱۳۷۵).  
مدیریت مالی (جلد اول)، تهران.
- ۳۸- مصوبات مختلف شورای پول و اعتبار.
- ۳۹- مقررات ناظر بر انتشار اوراق مشارکت مصوب تیرماه ۱۳۷۳. شورای پول و اعتبار.
- ۴۰- والی نژاد، مرتضی (۱۳۶۸). مجموعه قوانین و مقررات بانکی، مرکز آموزش، بانک مرکزی ج.ا.ا.
- ۴۱- وزارت امور اقتصادی و دارایی (۱۳۶۳). گزارش جایگزینی اوراق خرید دین دولتی با اوراق قرضه دولتی به عنوان یکی از ابزارهای نقدینگی.

### - انگلیسی:

مجموعه مقالات ارائه شده در هجدهمین دوره بانکداری مرکزی سیانزا، هند- بمبئی، اکتبر و نوامبر سال ۱۹۹۰، به خصوص مقالات:

- 1- Dr. Charles M. Lucas – Development and Financial Market Structure.
- 2- Dr. Charles M. Lucas – Financial Innovation – Senior Vice President of Federal Reserve Bank of New York.
- 3- Professor Maxwell J. Fry – Financial Sector and Deficit Finance- International Finance Group, University of Birmingham.

- 4- Professor Maxwell J. Fry – Financial Sector and Economic Development.
- 5- Professor Maxwell J. Fry – Financial Sector and Government Intervention.



پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
رتال جامع علوم انسانی