

اوراق قرضه و جایگاه آن در بازار سرمایه کشور

یونس سام دلیری و رافیک نظریان
بخش ششم

تا سررسید بعدی نگهداری می‌شدند، بهره کوپن دیگری پرداخت می‌شد و در طول این مدت هم در صورتیکه دارنده تصمیم به نقد نمودن اسناد خزانه خود می‌گرفت، می‌توانست اسناد خود را به دولت پس داده و پول خود را دریافت نماید، از اینرو، این خطر همواره برای دولت وجود داشت که کلیه دارندگان اسناد خزانه به فاصله کوتاهی اسناد خود را به پول نقد تبدیل کنند.

اسناد خزانه که در دوره‌های کوتاهی از سوی دولت ایران منتشر می‌شد، از سال ۱۳۶۲ به بعد کاملاً متوقف شد، زیرا این اسناد آنگاه که با هدف بازارهای مالی خصوصی منتشر می‌شدند، نتوانستند از یکسو، جذابیت کافی و از سوی دیگر، امکان تأمین هزینه بهره را از طریق بهره‌ور کردن سرمایه‌گذاری‌های دولتی بدست آورند. اما به جای آن که این اسناد بین نهادهای دولتی رد و بدل شوند و در واقع مازاد کسری آنها را با یکدیگر متعادل کنند، راه حل ساده‌تر، یعنی مراجعه به بانک مرکزی برای دریافت وام و جبران کسری انتخاب شد. این راه حل گرچه ساده است، اما از دور شدن از بازار سرمایه و جلب پس‌اندازها حکایت دارد. در واقع، سادگی آن راه حل، به معنای حل مشکلات آتی و به نوعی رسیدن به مرحله ناکارآمدتر در سیاست‌های مالی است. استفاده از امکانات بانک مرکزی، به عنوان بهترین و تنها مرجع، هم عوارض و مشکلات خود را دارد و هم با سیاست‌های پیشرفته‌تر مربوط به تأمین مالی توسعه‌خوانایی کمتری پیدا می‌کند. بی‌دلیل نیست که حتی در نظام‌های برنامه‌ریزی متمرکز که ظاهراً ماهیت سیستم تأمین مالی متمرکز را ایجاد می‌کرد، استفاده از ابتکار عمل و انواع فعالیت در حوزه‌ها، همراه با سیاست‌های ارشادی و جامع، به جای استفاده یکطرفه از منابع متمرکز یافته، مطلوب و ضروری شمرده شده است. در اقتصادهای بدون راهبردها و سیاست‌های ارشادی جامع، استفاده یک سویه از منابع بانک مرکزی، در حالی که نیروهای بازارهای نامتشکل مالی همیشه

همین قانون، مقرر شد که اوراق قرضه برای تأمین قسمتی از اعتبارات مورد نیاز برنامه‌های عمرانی یا دفاعی به نحوی منتشر و به عموم عرضه شود که جمع اوراق قرضه در جریان از مجموع درآمدهای عمومی و برنامه که در سال مالی قبل وصول شده، تجاوز نکند. به استناد بند ۱۲ ماده ۱۴ قانون پولی و بانکی کشور و به منظور کنترل نقدینگی و قدرت اعتباردهی بانک‌ها در سال ۱۳۴۹ بانک‌ها مکلف شدند که از محل سپرده‌های غیرداری خود، نسبت به خرید اوراق قرضه دولتی مبادرت ورزند، و با اجرای قانون عملیات بانکی بدون ربا (بهره) از ابتدای سال ۱۳۶۳ تکلیف قانونی بانک‌ها به خرید اوراق قرضه ملغی شد. شورای پول و اعتبار نیز در پانصد و چهلمین جلسه مقرر داشت: «از اول سال ۱۳۶۳ بانک‌ها می‌توانند با استفاده از منابع خود اقدام به خرید اوراق قرضه بنمایند. میزان اوراق قرضه خریداری و یا بازخرید آنها طبق نظر بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران خواهد بود.»

با اعلام نظر شرعی آیت ... غلامرضا رضوانی مبنی بر اینکه «اگر خرید و فروش این اوراق (اوراق قرضه) به بانک‌ها و شرکت‌ها و مؤسسات صددرصد دولتی انجام شود، بلااشکال است، وگرنه بهره متعلق به آن ربا و حرام است» و نیز براساس پانصد و بیست و نهمین مصوبه مورخ ۱۳۶۳/۳/۱۲ شورای پول و اعتبار، فروش اوراق قرضه به اشخاص حقیقی و بخش خصوصی منتهی و بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران مکلف شد که مبلغ اسمی اوراق قرضه منتشره توسط وزارت امور اقتصادی و دارایی را قبل از فروش به حساب خزانه واریز نماید.

قانون قدیم اسناد خزانه ایران، در نوع خود یکی از ناقص‌ترین قوانین بود، به طوری که هر یک از این اسناد - ام از سه ماهه و شش ماهه و یکساله - دارای چهار کوپن بهره بود که در سررسیدهای مربوط، یعنی بعد از انقضای مدت مذکور در سند پرداخت می‌شد و بعد از دریافت اولین کوپن، در صورتیکه اسناد

نقش بازارهای سرمایه و عوامل موثر بر آنها، موانع و مشکلات بازارهای سرمایه در ایران، انواع اوراق قرضه و بازار آن، همراه با مطالبی درباره اهمیت انتشار اوراق قرضه و پیشینه آن در کشورهای مختلف از جمله سرفصل‌هایی هستند که تاکنون در قالب این مقاله ملاحظه فرموده‌اید. و از این شماره بحث را به حوزه‌های ملی می‌کشانیم و وضعیت اوراق قرضه در ایران را مورد بررسی قرار می‌دهیم.

بانک و اقتصاد

تاریخچه اسناد خزانه و اوراق قرضه در ایران

به موجب ماده ۲ قانون اصلاح قانون بودجه سال ۱۳۲۰ کل کشور، وزارت دارایی برای اولین مرتبه اجازه انتشار ۴۰۰ میلیون ریال اسناد خزانه با نرخ بهره ۶ درصد در سال را کسب نمود. در دهه بعد، یعنی شهریور ماه ۱۳۳۰ قانون انتشار اوراق قرضه در یک ماده واحده و هفت تبصره به تصویب مجلسین وقت رسید. براساس قانون مورد اشاره، دولت مجاز شد که برای کلیه امور مربوط به اجرای قانون ملی شدن صنعت نفت، تا حدود ۲ میلیارد ریال اوراق قرضه دو ساله با بهره ۶ درصد در سال منتشر نماید. سپس در آبان ماه ۱۳۴۱، اجازه انتشار اسناد خزانه توسط هیأت دولت صادر شد^(۱) و قانون آن مشتمل بر بیست و هفت ماده و یک تبصره در سال ۱۳۴۳ به تصویب رسید. به موجب قانون مذکور، به وزارت دارایی اجازه داده شد که نسبت به انتشار اسناد خزانه سه ماهه، شش ماهه و یکساله، حداکثر تا مبلغ ۱۰ میلیارد ریال با تصویب هیأت وزیران اقدام نماید.

تمرکز و بکارگیری سرمایه‌های کوچک در دست آحاد مردم و جبران کمبود درآمدهای دولت، از جمله اهداف تصویب و انتشار قانون مزبور بود. به موجب

وجود داشته است، تدبیری ابتدایی و ناکارآمد محسوب می‌شود. جایگزین کردن منابع بانک مرکزی به جای منابع مالی متنوع جذب شده از افراد، شرکت‌ها، نهادها و ... به نوعی حرکت از بازار بلندمدت سرمایه به سوی بازار کوتاه مدت پولی را نشان می‌دهد که آن نیز با سیاست توسعه و ارشاد اقتصاد همسازی ندارد.

اوراق قرضه دولتی در ایران^(۳)

دولت و مقام‌ها و نهادهای محلی، مانند شهرداری‌ها، فرمانداری‌ها، استانداری‌ها، شرکت‌های عمرانی منطقه‌ای و شهری، نهادهای سرمایه‌گذاری وابسته به مکان‌ها و مناطق، خود دست به استقراض می‌زنند. آنها برای قرض کردن، اوراق قرضه بلندمدت و کوتاه‌مدت منتشر می‌کنند. قرضه‌های دولتی رقم بزرگی را در بودجه اغلب دولت‌های صنعتی تشکیل می‌دهد. همچنین، قرضه‌های حکومت‌های محلی نقش عمده‌ای در طرح‌های عمرانی و فعالیت‌های رفاهی محلی دارد. در ایران انتشار اوراق قرضه دولتی چندان محدود نبوده است (جمع اوراق قرضه دولتی تا پایان سال ۱۳۶۹ معادل ۲۶۵۸/۶ میلیارد ریال^(۳) بود) ولی وام مستقیم دولت و نهادهای دولتی از بانک‌ها و نهادهای غیربانکی را می‌توان به راستی محدود قلمداد کرد. شرکت‌ها و بنگاه‌های تولیدی دولتی از منابع بانکی هم استفاده برده‌اند که نمی‌توان آنرا در مقابل کل دریافت‌های دولت از سیستم بانکی کشور چندان جدی به حساب آورد (در سال ۱۳۷۰ از ۱۷۶۶۳/۹ میلیارد ریال کل بدهی بخش دولتی، مبلغ ۱۵۰۵۳ میلیارد ریال آن بدهی دولت به بانک بود و ۲۶۱۱ میلیارد ریال آنرا بدهی مؤسسات و شرکت‌های دولتی به سایر بانک‌ها تشکیل می‌داد، در حالیکه وام‌ها و تسهیلات دریافتی بخش غیردولتی از بانک‌ها به ۱۸۲۹۷/۳ میلیارد ریال بالغ می‌شد^(۴)).

در ایران، قرضه‌های شهرداری و نهادهای محلی، هم به موجب مسایل قانونی و هم به دلیل

دیگر عوامل، تمامی ۳ میلیارد ریال اوراق قرضه دفاعی مزبور با بهره ۶ درصد در سال توسط بانک مرکزی ایران خریداری شد. در سال ۱۳۴۷ نیز ۴۱۵ میلیارد ریال دیگر به همین طریق و با بهره ۷/۵ درصد در سال منتشر شد که باز هم بانک مرکزی ایران آنها را خریداری کرد. در سال منکوره ۸۵۰ میلیون ریال از اوراق قرضه سال ۱۳۴۶ به شرکت ملی نفت ایران و همچنین، از اوراق قرضه منتشره سال ۱۳۴۷ مبلغ ۶۵۰ میلیون ریال به بانک ملی ایران فروخته شد.

در هفت ماهه اول سال ۱۳۴۸ نیز معادل ۲۸۰۰ میلیون ریال اوراق قرضه دفاعی منتشر شد که باز هم بانک مرکزی ایران خریدار تمامی این اوراق بود، لیکن طبق تصمیم شورای پول و اعتبار در بهمن ماه ۱۳۴۷ و مرداد ماه ۱۳۴۸ قرار شد که بانک‌ها به ترتیب ۲ و ۳ درصد کل موجودی حساب‌های پس‌انداز و مدت‌دار خود را به صورت اوراق قرضه دفاعی و به عنوان سپرده قانونی نزد بانک مرکزی ایران نگهداری کنند. از این جهت، تا تاریخ اول شهریور ماه ۱۳۴۹ کلاً حدود ۴۶۰۰ میلیون ریال از اوراق قرضه دفاعی بابت سپرده قانونی به بانک‌ها فروخته شد. در پایان سال ۱۳۴۸ معادل ۳ میلیارد ریال اوراق قرضه دفاعی منتشره در سال باز خرید شد. بنابراین، تمهیدات وزارت دارایی بابت اوراق قرضه دفاعی در پایان سال ۱۳۴۸ به ۷۳۰۰ میلیون ریال تقلیل یافت. از این اوراق ۴/۵ میلیارد ریال به سررسید بیست و پنجم اسفند ماه ۱۳۴۹ و ۲۸۰۰ میلیون ریال بقیه به سررسید ۱۳۵۰/۶/۳۱ بود که پرداخت شد.

اوراق قرضه عباس آباد

سری ۲۴ اوراق قرضه، مربوط به اوراق قرضه عباس‌آباد بوده است که به منظور پرداخت‌های املاک واقع شده در پروژه شهستان پهلوی در ۳ مرداد ماه

ساختار مدیریت استانی در کشور و از همه مهمتر، به دلیل فقدان طرح و برنامه، امکان موفقیت در شرایط موجود را اساساً ندارند. حرکت‌هایی برای وارد شدن به بازار پولی و کوتاه‌مدت در سال ۱۳۷۱ از سوی شهرداری تهران با مخالفت بانک مرکزی روبه رو شد، لکن در این ارتباط اقداماتی صورت پذیرفته است. در هر صورت، در بسیاری از کشورها، مقام‌ها، نهادها، شهرداری‌ها و سازمان‌های محلی می‌توانند مستقیماً وام بگیرند، قرضه منتشر کنند و اعتماد مردم را نسبت به طرح‌هایی که واقعاً از کفایت بهره‌وری برخوردارند، جلب کنند. وجود این منابع استقراضی، به ویژه با توجه

○ بانک مرکزی ایران طی سال‌های ۱۳۴۸ لغایت ۱۳۵۶ به منظور تعدیل نقدینگی در اقتصاد کشور و همچنین، برای کنترل بیشتر اعتبارات بانک‌ها، سیاست‌های مشخصی را اعمال نمود که از آن جمله تعیین حد مجاز اعتباری برای بانک‌های تجاری، افزایش نسبت سپرده‌های قانونی و نگهداری نسبی از سپرده‌های بختی خصوصی به صورت اوراق قرضه بود.

به نیازهای جمعیت مناطق محروم در برابر کسری بودجه عمرانی، ضرورت خود را به کارشناسان طرح‌های اقتصادی کاربردی در مناطق عقب مانده نشان داده است.

اوراق قرضه دفاعی

طبق قانون بودجه سال ۱۳۴۶، به دولت اجازه انتشار تا حداکثر ۱۰ میلیارد ریال اوراق قرضه دفاعی داده شد و مقرر گردید که سه میلیارد ریال آن در سال ۱۳۴۶ منتشر شود، لیکن به علت عدم آمادگی بازار و



جدول شماره یک

ترکیب مالکیت اوراق قرضه از سال ۱۳۴۲ لغایت ۱۳۵۶

(واحد: درصد)

عنوان	۱۳۴۸	۱۳۴۹	۱۳۵۰	۱۳۵۱	۱۳۵۲	۱۳۵۳	۱۳۵۴	۱۳۵۵	۱۳۵۶
الف) بانک مرکزی	۴۱/۹	۴۵/۷	۳۳/۳	۴۲/۴	۵۹/۲	۱۸/۷	۲۲/۶	۲۰/۰	۲۰/۰
ب) اوراق قرضه در جریان	۵۸/۱	۵۴/۳	۶۶/۷	۵۷/۶	۴۰/۸	۸۱/۳	۷۷/۴	۸۰/۰	۸۰/۰
۱- ب - بخش غیربانکی	۳۵/۳	۳۸/۹	۳۸/۶	۲۸/۵	۱۸/۰	۱۹/۳	۱۵/۴	۱۵/۰	۱۳/۰
- افراد	۱۴/۴	۱۵/۱	۱۵/۵	۱۰/۳	۵/۶	۵/۲	۴/۶	۶/۰	۴/۲
- مؤسسات خصوصی	۷/۹	۱۱/۰	۱۳/۵	۱۰/۵	۵/۷	۵/۱	۵/۲	۴/۰	۲/۴
- مؤسسات دولتی	۱۳/۰	۱۲/۸	۹/۶	۷/۷	۶/۷	۹/۰	۵/۶	۵/۰	۶/۶
۲- ب - بخش بانکی	۲۲/۸	۱۵/۴	۲۸/۱	۲۹/۱	۲۲/۸	۶۲/۰	۶۲/۰	۶۵/۰	۶۷/۰
- بانک‌های خصوصی	۵/۵	۴/۴	۶/۸	۸/۹	۱۱/۷	۲۷/۳	۳۲/۸	۳۴/۰	۳۴/۰
- بانک‌های دولتی	۱۷/۳	۱۱/۰	۲۱/۳	۲۰/۲	۱۱/۱	۳۴/۷	۲۸/۲	۲۱/۰	۳۳/۰
جمع	۱۰۰/۰	۱۰۰/۰	۱۰۰/۰	۱۰۰/۰	۱۰۰/۰	۱۰۰/۰	۱۰۰/۰	۱۰۰/۰	۱۰۰/۰

مأخذ: وزارت امور اقتصادی و دارایی / اوراق قرضه و نقش آن در بازار سرمایه ایران / اداره کل سیاست‌های اقتصادی / گزارش تحقیقاتی شماره ۴ / مهر ماه ۱۳۵۷.

رسید. بدینوسیله، انتشار اوراق قرضه علاوه بر تأمین کسری بودجه عمومی دولت، در جهت تحدید اعتبارات بخش خصوصی و وسایل اجرای سیاست‌های پولی نیز مورد استفاده قرار گرفت. اقدامات فوق منجر به جذب قسمت اعظم اوراق قرضه توسط سیستم بانکی و باعث محدود شدن میزان عرضه اوراق قرضه به افراد و مؤسسات خصوصی گردید.

لازم به اشاره است که گرچه تقاضای بخش خصوصی، به ویژه افراد و مؤسسات خصوصی نسبت به تغییرات نرخ بهره حساسیت دارد، لکن با توجه به رشد سریع سپرده‌های بخش خصوصی طی سال‌های مورد مطالعه، کاهش نسبت مالکیت اوراق قرضه توسط افراد و مؤسسات خصوصی تنها از طریق مقایسه نرخ بهره اوراق و سپرده‌ها قابل توجیه نمی‌باشد، چنانکه میزان سپرده‌های پس‌انداز و مدت‌دار بخش خصوصی که در سال ۱۳۴۸ معادل ۱۱۵/۴ میلیارد ریال بود، با رشد قابل توجهی برابر با ۳۶ درصد در سال به ۹۸۲/۳ میلیارد ریال در سال

درصد در پایان سال ۱۳۵۶ رسیده است. در مقابل، نسبت مالکیت بخش بانکی طی فاصله زمانی مورد بحث از ۲۲/۸ درصد، به ۶۷/۰ درصد افزایش یافته است.

لازم به ذکر است که چون بانک مرکزی ایران با در اختیار داشتن سهم مهمی از اوراق قرضه، می‌توانست از طریق توسعه اعتبارات بخش دولتی نقش مهمی را در پیدایش آثار تورمی در اقتصاد کشور ایفا نماید و از جانب دیگر، توسعه سپرده‌های بخش خصوصی قدرت اعتباری بانک‌های تجاری را بیش از پیش گسترش داده بود، لذا از سال ۱۳۴۹ در اجرای تصمیم شورای پول و اعتبار، بانک‌ها مکلف شدند که سهمی از سپرده‌ها را به صورت اوراق قرضه نگاهداری نمایند و این نسبت به اقتضای شرایط اقتصادی کشور از ۱۶ درصد در سال ۱۳۴۹ آغاز شد و در سال ۱۳۵۴ به ۴۵ درصد میزان افزایش سپرده‌ها

جدول شماره دو

میزان سپرده‌ها و مانده اوراق قرضه

(ارقام به میلیارد ریال)

عنوان	۱۳۴۸	۱۳۵۰	۱۳۵۲	۱۳۵۵	۱۳۵۶
۱- سپرده‌های مدت‌دار پس‌انداز (سپرده‌های غیردرداری بخش خصوصی)	۱۱۵/۴	۲۱۲/۸	۳۱۳/۱	۹۸۲/۳	۳۰۶/۵
۲- مانده اوراق قرضه بخش غیربانکی	۷/۱	۲۱/۴	۳۳/۱	۶۱/۴	۸۲/۳
۳- نسبت (۲ به ۱) (درصد)	۶/۲	۱۰/۱	۱۰/۶	۶/۳	۶/۳

مأخذ: وزارت امور اقتصادی و دارایی / اوراق قرضه و نقش آن در بازار سرمایه ایران / اداره کل سیاست‌های اقتصادی / گزارش تحقیقاتی شماره ۴ / مهر ماه ۱۳۵۷.

۱۳۵۰ منتشر و به تدریج تحویل مالکان اراضی عباس‌آباد شد. این اوراق ۷ ساله و نرخ بهره آن ۹ درصد در سال بود.

تبدیل قبوض مرحله سوم اصلاحات ارضی به اوراق قرضه

در اجرای قانون تبدیل قبوض خرده مالکان مشمول قانون تعیین و فروش املاک مورد اجاره به زارعان مستاجر و ملحقات آن، سری ۵۳ اوراق قرضه تاریخ ۱۳۵۴/۲/۶ در انواع دو ساله، سه ساله، پنجساله و هفت ساله با نرخ بهره ۹، ۱۰، ۱۰، ۱۰ درصد در سال منتشر شد و در اختیار بانک تعاون کشاورزی ایران قرار گرفت.

اوراق قرضه منتشره در اجرای قانون گسترش مالکیت واحدهای تولیدی

پس از تأسیس سازمان مالی گسترش مالکیت واحدهای تولیدی در سال ۱۳۵۴ براساس قانون مربوط مقرر شد که در مقابل سهام انتقالی از واحدهای تولیدی به سازمان مذکور، اوراق قرضه تحویل شود. این اوراق در انواع ۲ ساله و ۳ ساله و ۵ ساله با نرخ بهره‌ای برابر با نرخ بهره اوراق قرضه دولتی تحت عنوان «اوراق قرضه گسترش مالکیت واحدهای تولیدی» و با امضای وزیر امور اقتصادی و دارایی، خزانه‌دار کل کشور و رییس کل سازمان مالی مذکور چاپ و به بانک ملی ایران تحویل شد تا در مقابل دریافت سهام از صاحبان واحدهای تولیدی مشمول قانون، به آنان تحویل نماید.

اوراق قرضه سازمان مزبور از خرداد ماه سال ۱۳۵۵ در بورس اوراق بهادار تهران عرضه شده و مورد معامله قرار گرفته و معاملات دست دوم این اوراق هم از رونق کافی برخوردار بوده است.

ترکیب اوراق قرضه در جریان بر حسب مدت و مالکیت

به طور کلی، با توجه به نرخ بهره متعادل اوراق قرضه انتظار می‌رفت که بخش خصوصی تمایل بیشتری به خرید اوراق قرضه نشان دهد، لذا با توجه به اطلاعات جدول شماره یک چنین بنظر می‌رسد که نبود اوراق قرضه برای فروش به بخش خصوصی، این بخش را عملاً از خرید آن محروم ساخته و در نتیجه، موجب کاهش نسبت مالکیت آن از کل اوراق قرضه در جریان شده باشد.

از طرف دیگر، از سال ۱۳۴۸ تا سال ۱۳۵۶ همواره نسبت اوراق نزد بانک مرکزی ایران در حال کاهش بوده و از ۴۱/۹ درصد در سال ۱۳۴۸، به ۱۹/۹

جدول شماره سه
نسبت مانده اوراق قرضه در جریان به سپرده‌های غیردیدیاری

(ارقام میلیارد ریال)

شماره	۱۳۴۸	۱۳۴۹	۱۳۵۰	۱۳۵۱	۱۳۵۲	۱۳۵۳	۱۳۵۴	۱۳۵۵	۱۳۵۶
۱- سپرده‌های دیداری بخش خصوصی	۵۲/۳	۵۶/۵	۶۷/۵	۹۲/۳	۱۱۶/۰	۱۹۶/۱	۲۶۴/۳	۳۶۲/۰	۴۶۵/۰
۲- سپرده‌های مدت‌دار بخش خصوصی	۵۲/۱	۶۶/۶	۸۸/۸	۱۱۸/۵	۱۵۶/۸	۲۶۸/۰	۳۴۸/۷	۴۹۹/۶	۶۶۰/۹
۳- سپرده‌های پس‌انداز بخش خصوصی	۶۲/۳	۷۱/۶	۹۰/۵	۱۲۲/۳	۱۵۶/۳	۲۳۵/۰	۳۵۰/۰	۴۸۲/۷	۶۴۵/۶
۴- شبه پول (۲+۳)	۱۱۵/۳	۱۳۸/۳	۲۱۲/۸	۲۴۰/۷	۳۱۳/۱	۵۰۳/۰	۶۹۹/۰	۹۸۲/۳	۱۳۰۶/۵
۵- درصد تغییرات	۳۲/۰	۲۰/۰	۵۴/۰	۱۳/۰	۳۰/۰	۶۱/۰	۴۰/۰	۴۱/۰	۳۲/۰
۶- مانده اوراق قرضه در مالکیت افراد	۲/۹	۵/۸	۸/۶	۹/۵	۱۰/۳	۹/۵	۱۳/۳	۲۴/۶	۲۴/۹
۷- مانده اوراق قرضه در مالکیت مؤسسات خصوصی	۱/۶	۴/۲	۷/۵	۹/۷	۱۰/۵	۹/۳	۱۵/۱	۱۶/۴	۱۴/۲
۸- جمع (۷+۶)	۴/۵	۱۰/۰	۱۶/۱	۱۹/۲	۲۰/۸	۱۸/۸	۲۸/۴	۳۱/۰	۳۹/۱
۹- نسبت Δ (درصد)	۳/۹	۷/۲	۷/۶	۸/۰	۶/۶	۲/۷	۴/۱	۴/۲	۰/۰۲

مأخذ: وزارت امور اقتصادی و دارایی / اوراق قرضه و نقش آن در بازار سرمایه ایران / اداره کل سیاست‌های اقتصادی / گزارش تحقیقاتی شماره ۴ / مهر ماه ۱۳۷۵.

ادامه دارد

زیرنویس‌ها

- ۱) وزارت امور اقتصادی و دارایی / اوراق قرضه و نقش آن در بازار سرمایه ایران / اداره کل سیاست‌های اقتصادی / گزارش تحقیقاتی شماره ۴ / مهر ۱۳۵۷.
- ۲) گزارش تحقیقی شماره ۳۰ / شرکت سرمایه‌گذاری سازمان صنایع ملی ایران / سهامی خاص / اردیبهشت ۱۳۷۲.
- ۳) بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران / اداره امور اعتبارات.
- ۴) بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران / خلاصه تحولات سال ۱۳۷۰ / صفحه ۶۶.

نتیجه، با وجود آنکه در سال‌های ۱۳۵۴ و ۱۳۵۵ دولت برای جبران کسری بودجه به انتشار اوراق قرضه متوسل نشد، لکن چون اوراق قرضه موجود نزد بانک مرکزی احتیاجات سیستم بانکی را در اجرای هدف مزبور برآورده نمی‌نمود، لذا اقدام به انتشار ۲۰۰ میلیارد ریال اوراق قرضه جدید نمود. بدین ترتیب، با وجود آنکه عملاً تقاضای مؤثر از جانب بخش خصوصی برای اینگونه اوراق وجود دارد، در عمل، اجرای مکانیزم فوق موجب شد که اوراق قرضه به میزان مورد تقاضا برای بخش مذکور در دسترس این بخش قرار نگیرد. این خود به میزان قابل ملاحظه‌ای در کاهش نسبت اوراق قرضه در اختیار بخش خصوصی نیز مؤثر بوده است.

۱۳۵۵ بالغ شد. بدین ترتیب، با توجه به بالاتر بودن نرخ بهره اوراق قرضه طی فاصله زمانی فوق، می‌باید نسبت مالکیت اوراق قرضه بخش خصوصی نیز افزایش می‌یافت، لکن چنانچه از آمار مربوطه مشهود است، نسبت مذکور به طور دایم در حال تنزل بوده است.

قابل توجه آنکه در سال ۱۳۴۸ نسبت مانده اوراق قرضه در مالکیت افراد و مؤسسات خصوصی به سپرده‌های پس‌انداز و مدت‌دار، برابر ۳/۹ درصد بود که تا سال ۱۳۵۱ روند صعودی داشته و به ۸ درصد نیز بالغ شد، ولی از این سال (۱۳۵۱) تا سال ۱۳۵۶ سیر نزولی داشت، به طوری‌که در سال ۱۳۵۵ نسبت مورد بحث به ۴/۲ درصد و در سال ۱۳۵۶ به ۳/۳ درصد کاهش یافت. اطلاعات تفصیلی‌تر در جدول شماره دو آمده است.

مقایسه میزان سپرده‌های غیردیدیاری بخش خصوصی در سال ۱۳۵۶ (۱۳۰۶/۵ میلیارد ریال) مندرج در جدول شماره سه، با حجم اوراق قرضه در جریان به میزان ۴۷۲/۶ میلیارد ریال حاکی از وجود نسبت معقولی بین میزان اوراق قرضه در جریان و شبه پول می‌باشد، در حالیکه میزان اوراق قرضه در مالکیت افراد و مؤسسات خصوصی از ۳۹/۱ میلیارد ریال تجاوز نمی‌کند. طی سال‌های مورد مطالعه (۱۳۴۸ لغایت ۱۳۵۶) که در جدول شماره سه منعکس می‌باشد، بانک مرکزی ایران سیاست‌های مشخصی را به منظور تعدیل نقدینگی در اقتصاد کشور و همچنین، کنترل بیشتر اعتبارات بانک‌ها اعمال نمود، از آن جمله تعیین حد مجاز اعتباری برای بانک‌های تجاری، افزایش نسبت سپرده‌های قانونی و نگاهداری نسبتی از سپرده‌های بخش خصوصی به صورت اوراق قرضه بود که افزایش این نسبت از ۳۰ درصد، به ۴۵ درصد در سال ۱۳۵۴ موجب افزایش تقاضای سیستم بانکی برای اوراق قرضه شد و در

