

اوراق قرضه و جایگاه آن در بازار سرمایه کشور

یونس سام دلیری و رافیک نظریان
بخش هفتم

شد که با احتساب آن، حجم اوراق قرضه در جریان به ۵۹۵/۰ میلیارد ریال رسید و جمع انتشار اوراق قرضه از ابتدا تا پایان سال ۱۳۵۶ به ۹۵۴/۸ میلیارد ریال بالغ شد (جدول شماره یک).

جدول شماره یک

سال	جمع انتشار (میلیارد ریال)	مانده اوراق قرضه در جریان (میلیارد ریال)
۱۳۴۸-۵۲	۲۶۷/۴	۱۸۴/۱
۱۳۵۳	۲۸۵/۶	۱۸۱/۹
۱۳۵۴	۴۴۸/۸	۲۹۰/۱
۱۳۵۵	۶۴۰/۳	۴۰۹/۷
۱۳۵۶	۹۵۴/۸	۵۹۵/۰

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.

در سال‌های ۱۳۵۸ و ۱۳۵۹ که به دلیل شرایط خاص اقتصادی و نسبی کشور و به دلیل مشخص نبودن وضع مالکیت سهام، کلیه معاملات مربوط به سهام متوقف شده بود، کلیه معاملات انجام شده در بورس اوراق بهادار تهران منحصر به اوراق قرضه دولتی و اوراق قرضه گسترش مالکیت واحدهای تولیدی بود. سپس به دنبال تصویب قانون اصلاح قانون بودجه سال ۱۳۵۹ که به موجب آن، سود

اعتباری بعمل آمد، تکلیف بانک‌ها در مورد خرید و نگاهداری اوراق قرضه در قبال افزایش سپرده‌های غیردیناری افزایش داده شد، لذا حدود ۱۰۰ میلیارد ریال اوراق قرضه دو ساله به منظور تأمین تقاضای سیستم بانکی و نزدیک به ۶۳/۲ میلیارد ریال اوراق قرضه برای بازپرداخت اوراق قرضه منتشره در سال‌های قبل انتشار یافت.

میزان انتشار اوراق قرضه در سال ۱۳۵۵ به ۱۹۱/۵ میلیارد ریال بالغ شد که ۱۰۰ میلیارد ریال آن به منظور تأمین تقاضای سیستم بانکی و ۹۱/۵ میلیارد ریال بقیه به بازپرداخت اوراق قرضه سررسید شده و نیز پرداخت بهره اوراق قرضه در جریان تخصیص یافت. توضیح آنکه، وجوه حاصل از اوراق قرضه منتشره برای استفاده سیستم بانکی در این سال نیز مانند سال قبل در زمره ذخایر مسدود بانک مرکزی ایران قرار گرفت.

در بودجه مصوب سال ۱۳۵۶ استفاده از وام‌های داخلی برای تأمین کسری بودجه معادل ۱۵۰ میلیارد ریال پیش‌بینی شد که از طریق انتشار و فروش اوراق قرضه حاصل آمد.

ضمناً در این سال، سررسید حدود ۱۳۰ میلیارد ریال اوراق قرضه دو ساله و سه ساله و پنج ساله فرارسید.

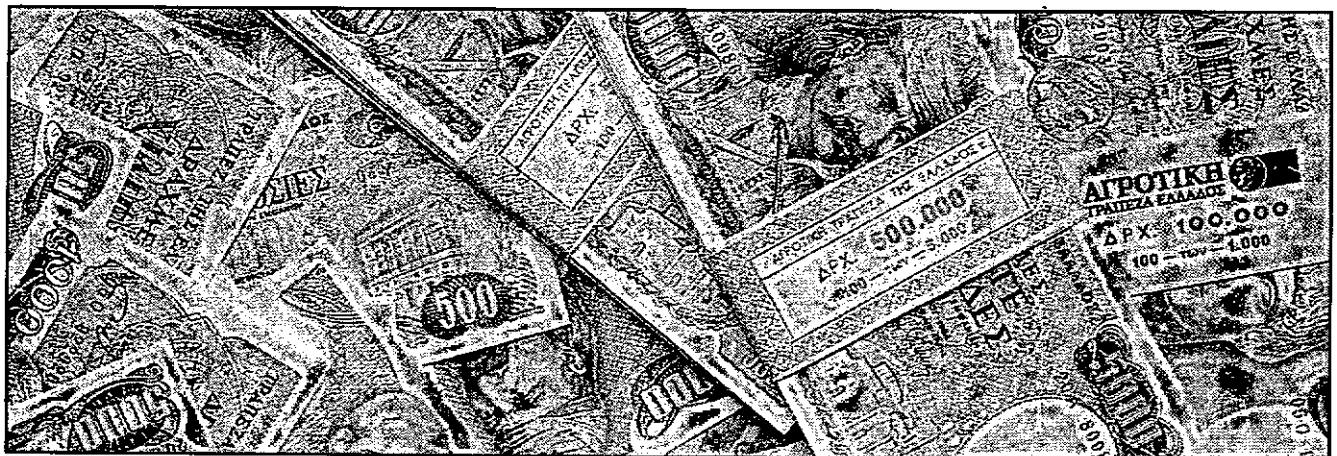
در اجرای هدف‌های فوق، طی سال ۱۳۵۶ معادل ۳۱۴/۵ میلیارد ریال اوراق قرضه جدید منتشر

پس از بررسی کلی نقش بازارهای سرمایه و عوامل موثر بر آنها و تشریح موانع و مشکلات بازارهای سرمایه در ایران، بررسی تاریخچه اسناد خزانه و اوراق قرضه در ایران را آغاز کردیم و تحولات این بازار را از سال‌های قبل از انقلاب تا سال ۱۳۶۸ مورد توجه قرار دادیم. و اینک ادامه بحث را ملاحظه می‌فرمایید. بانک و اقتصاد

روند انتشار اوراق قرضه در سال‌های مختلف در ایران

استفاده از اوراق قرضه به منظور تأمین قسمتی از کسری بودجه عمومی دولت، از سال ۱۳۴۸ با انتشار ۲۰/۱ میلیارد ریال اوراق قرضه یکساله و دو ساله آغاز شد و طی سال‌های ۱۳۴۸ تا سال ۱۳۵۲ بر انتشار اوراق مذکور افزوده شد، چنانکه جمع انتشار در پایان سال ۱۳۵۲ به ۲۶۷/۴ میلیارد ریال و مانده اوراق قرضه در جریان به ۱۸۴/۱ میلیارد ریال رسید. در سال ۱۳۵۲ با توسعه منابع مالی کشور به لحاظ افزایش قیمت نفت صادراتی، از اتکای دولت به اوراق قرضه کاسته شد و در نتیجه، انتشار اوراق قرضه محدود به اوراق قرضه‌ای شد که سررسید آنها فرامی‌رسید.

در سال ۱۳۵۴ با وجود آنکه درآمد دولت از محل نفت رشد سریع دو سال قبل را نداشت، دولت از محل انتشار اوراق قرضه استفاده نمود، ولی با تجدیدنظری که در مرداد ماه سال مذکور در سیاست‌های پولی و



وزارت امور اقتصادی و دارایی هم به استناد ماده ۸ قانون انتشار اسناد خزانه و اوراق قرضه، مصوب سال ۱۳۴۸ که انتشار اسناد خزانه و اوراق قرضه مشمول این قانون را آن دسته از اسناد و اوراقی می‌داند که در مقابل آنها وجوهی عاید خزانه‌داری کل می‌شود، بخشی از اوراق قرضه منتشره را از مجموع اوراق قرضه در جریان خارج کرد. اوراق قرضه‌ای که توسط وزارت دارایی از اوراق قرضه در جریان خارج شد، به شرح جدول شماره دو می‌باشد.

انتشار و فروش اوراق قرضه در سال‌های پس از انقلاب، همراه با عدم بازخرید این اوراق توسط دولت، موجب تراکم حجم اوراق قرضه نزد سیستم بانکی شده است.

در ماده ۲ قانون انتشار اسناد خزانه و اوراق قرضه، مصوب سال ۱۳۴۸، اوراق قرضه، اوراق بی‌نام یا بانامی است که برای تأمین قسمتی از اعتبارات مورد نیاز برنامه‌های عمرانی یا دفاعی انتشار می‌یابد، اما در ماده ۱۳ اشاره شده است که میزان اوراق قرضه

تضمین شده اوراق قرضه گسترش مالکیت لنو و پرداخت اصل اوراق مزبور به مدت دو سال تمدید شد، معاملات این اوراق از اسفند ماه سال ۱۳۵۹ به کلی متوقف شد و جز در موارد بسیار استثنایی که خریداران وجوه نقد خود را به اوراق بهادار تبدیل می‌کردند، معامله چندانی بر روی این اوراق انجام نشد. در بهمن ماه ۱۳۶۱ مهلت مقرر دو ساله برای پرداخت اصل اوراق قرضه گسترش مالکیت به پایان رسید، لکن نه تنها نسبت به پرداخت اصل اوراق مزبور اقدامی بعمل نیامد، بلکه سود تضمین شده اوراق مزبور مربوط به شش ماه قبل از تصویب قانون (اصلاح قانون بودجه سال ۱۳۵۹) نیز پرداخت نشد.

در سال‌های ۱۳۶۵، ۱۳۶۶، ۱۳۶۷ و ۱۳۶۸ نیز اوراق قرضه دولتی به صورت دو ساله، سه ساله، پنج ساله و هفت ساله منتشر شد و بدین ترتیب، موجودی اوراق قرضه در جریان نیز به ترتیب به ۲۰۶۳/۹، ۹۲۲۷۴۲، ۸۴۸۱۴۲ و ۲۱۹۲۳۲ میلیارد ریال رسید. لازم به تأکید است که بخش بزرگی از این اوراق به صورت اوراق قرضه پنج ساله و عمدتاً نزد بانک‌ها می‌باشد. در سال‌های قبل از انقلاب به دلیل عدم استقبال بخش خصوصی از خرید اوراق قرضه، موجودی این اوراق نزد افراد و مؤسسات خصوصی محدود بود، به طوری که در سال ۱۳۵۷ اوراق قرضه موجود نزد افراد و مؤسسات خصوصی معادل ۳۴/۴ میلیارد ریال، یعنی حدود ۴ درصد کل موجودی اوراق قرضه موجود در جریان بوده است. در سال‌های پس از انقلاب نیز به دلایل مختلف و موانع شرعی که در زمینه پرداخت بهره این اوراق به بخش خصوصی وجود داشت، موجودی این اوراق به تدریج کاهش یافت و حجم آن به رقم ناچیزی رسید که شامل اوراق قرضه سررسید شده‌ای است که صاحبان آن برای وصول وجه مراجعه نموده‌اند.

به طور کلی، بررسی تاریخچه اوراق قرضه در ایران نشان می‌دهد که انتشار این اوراق در سال‌های اولیه، صرفاً به منظور تأمین نیازهای مالی دولت بوده و به تدریج با گسترش سیستم بانکی و افزایش تعداد بانک‌ها، به عنوان ابزاری برای کنترل نقدینگی و قدرت اعتباردهی بانک‌ها مورد استفاده قرار گرفته است و از سیاست تکلیف بانک‌ها به خرید اوراق قرضه هم در جهت تقویت اعمال سیاست‌های انبساطی و یا انقباضی پولی و اعتباری استفاده می‌شده است. این نسبت طی سال‌های ۱۳۶۳-۱۳۵۴ بلا تغییر باقی مانده است، به طوریکه طی این سال‌ها بانک‌ها مکلف به خرید اوراق قرضه دولتی به میزان ۴۵ درصد از افزایش درمانده سپرده‌های غیردیناری و یا ۴۰ درصد مانده کل سپرده‌های غیردیناری خود بوده‌اند.

جدول شماره دو

عنوان	سری	مدت	تاریخ انتشار	مبلغ (میلیارد ریال)
- بابت مطالبات بانک مرکزی	۸۰	--	۱۳۵۸/۹/۱۳	۳۵۰/۰
- بابت مطالبات سازمان تأمین اجتماعی	۶۷	دو ساله	۱۳۵۶/۵/۱۹	۶/۴
	۸۶	پنج ساله	۱۳۵۹/۱۲/۲۸	۲۶/۶
- بابت تبدیل قبوض اقساطی خرده مالکان	۱۰۷	پنج ساله	۱۳۶۵/۲/۲۰	۲۹/۹
	۶۴	هفت ساله	۱۳۵۵/۶/۱۲	۲/۴
	۵۳	هفت ساله	۱۳۵۴/۲/۶	۵/۰
جمع	--	--	--	۴۲۰/۳

مأخذ: بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران / اداره بررسی‌های اقتصادی / چگونگی انتشار اوراق قرضه در سال‌های پس از انقلاب / تیر ماه ۱۳۶۹.

بنظر می‌رسد که لزوم رعایت اصل عدم افزایش حجم اوراق قرضه در جریان از جمع درآمدهای عمومی (بدون احتساب وام) از این امر نشأت می‌گیرد که قانونگذار پیش‌بینی کرده است که ضروریست همواره رابطه‌ای معقول میان اوراق قرضه در جریان و امکانات بالقوه دولت در زمینه بازپرداخت اوراق مزبور

در گردش هیچوقت نباید از جمع درآمدهای عمومی و درآمدهای برنامه (بدون احتساب وام‌ها) که در سال مالی قبل وصول شده، تجاوز نماید. در اجرای این ماده قانونی، در سال ۱۳۶۶ موجودی اوراق قرضه و انتشار آن با مشکل روبرو شد، زیرا درآمدهای سال ۱۳۶۵ دولت کمتر از موجودی اوراق قرضه در جریان بود.

جدول شماره سه

انتشار اوراق قرضه از سال ۱۳۵۷ تا ۱۳۶۸

(ارقام به میلیون ریال)

سال	یکساله	دوساله	سه‌ساله	پنج ساله	هفت ساله	جمع کل
۱۳۵۷	--	۲۷۱۳۷۵/۰	۱۱۳۰۰۰/۰	۴۰۰۰۰/۰	۲۶۸۹۰/۵	۴۵۱۲۶۵/۵
۱۳۵۸	--	۴۳۱۸۷۰/۴	۱۴۸۸۸۰/۰	۷۲۰۹۰/۰	۵۱۰۰۰/۰	۷۰۲۸۴۰/۴
۱۳۵۹	--	۳۳۱۳۸۹/۵	۳۰۲۸۹/۰	۴۱۰۸۵/۳	۱۸۷۹۷/۶	۴۲۱۵۶۱/۴
۱۳۶۰	--	۴۵۴۸۷۰/۰	۷۵۵۰۰/۰	۶۳۲۹۳/۰	۴۲۹۴۰/۰	۶۳۶۶۰۳/۰
۱۳۶۱	--	۴۳۲۲۸۹/۰	۶۸۳۹۵/۰	۶۵۵۵۰/۰	۳۲۱۵۰/۵	۶۰۳۳۸۴/۵
۱۳۶۲	--	۴۹۶۸۷۰/۰	۵۴۲۸۹/۰	۵۴۰۰۰/۰	۳۵۶۶۲/۵	۶۴۰۸۲۱/۵
۱۳۶۳	--	۵۶۳۴۰/۰	۶۹۳۹۴/۰	۶۰۸۰۰/۰	۲۳۰۲۰/۰	۷۱۶۶۱۴/۰
۱۳۶۴	--	۶۲۲۰۰/۰	۴۱۰۰۰/۰	۲۸۰۰۰/۰	۶۰۰۷۵/۰	۷۶۱۰۷۵/۰
۱۳۶۵	--	۱۱۷۶۱/۰	۱۴۶/۴	۴۵۸/۸	۲۸۲/۷	۲۰۶۳/۹
۱۳۶۶	--	۱۰۰۰۰/۰	۵۶۶۳۰/۰	۷۶۹۰۷۱/۰	۸۷۰۴۱/۰	۹۲۲۷۴۲/۰
۱۳۶۷	--	--	۵۳۹۰۷۱/۰	۶۷۷۵۱۴/۰	۱۶۷۲۱/۰	۸۴۸۱۴۲/۰
۱۳۶۸	--	--	۱۰۹۶۲/۰	۱۷۵۳۸۵/۰	۳۲۸۸۵/۰	۱۲۹۲۳۲/۰

مأخذ: بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران / اداره بررسی‌های اقتصادی / چگونگی انتشار اوراق قرضه در سال‌های پس از انقلاب / تیر ماه ۱۳۶۹.

جدول شماره چهار

تغییرات نسبت خرید اوراق قرضه دولتی توسط بانکها (۱۳۷۰-۱۳۴۹)

سال	(۱)۱۳۴۹	(۲)۱۳۵۰	(۳)۱۳۵۱	(۴)۱۳۵۲	(۵)۱۳۵۳	(۶)۱۳۵۴	(۷)۱۳۷۰
درصد	۱۶	۰	۳۰	۵۰	۳۰	۴۵	۲۶

بانکها قرار داد. لازم به یادآوری است که علت عدم تغییر حجم اوراق قرضه، علیرغم لغو الزام بانکها در مورد خرید آنها، همانا جایگزینی اوراق قرضه سررسیده با اوراق جدید می‌باشد.

مکانیسم عملکرد اوراق قرضه دولتی به عنوان ابزار سیاست پولی به این صورت است که بانک مرکزی با استفاده از این ابزار، با انتقال قسمتی از پایه پولی به بانکها، از گسترش آن جلوگیری کرده و از انتشار اسکناس جدید جلوگیری می‌نماید و در ضمن، به وسیله تغییر در نسبت نگهداری سپرده‌ها به اوراق قرضه، قسمتی از منابع بانکها را مسدود می‌کند و به تبع آن، با کاهش قدرت وام‌دهی بانکها، از آثار انبساطی اعتبارات بانکها کاسته و مانع افزایش نقدینگی می‌شود.

ادامه دارد

زیر نویس‌ها

(۱) باقوتی، محمد / بررسی عملکرد سیاست‌های اقتصادی ایران ۱۳۶۹-۱۳۵۳ / مرکز آمار ایران / دی ماه ۱۳۷۱.

(۲) ۱۶ درصد از افزایش سپرده‌های دیداری و غیردیداری در طول سال به خرید اوراق قرضه دولتی اختصاص یافت.

(۳) مورد قانونی (۲) لغو شد.

(۴) حداقل ۵۰ درصد و حداکثر ۵۵ درصد سپرده‌های پس‌انداز و سپرده‌های مشابه در بانک مرکزی مسدود باشد و اوراق قرضه نباید کمتر از ۳۰ درصد کل سپرده‌های پس‌انداز و مشابه باشد.

(۵) درصد مزبور در مقابل افزایش سپرده‌های دیداری، به خرید اوراق قرضه دولتی اختصاص یافت.

(۶) از سال ۱۳۵۵ تا سال ۱۳۶۳ تغییری در نسبت‌ها داده نشد و از سال ۶۳ این الزام لغو گردید.

باشد، چون در اثر تزریق منابع عظیم مالی به اقتصاد، پیرو اجرای برنامه عمرانی پنجم، ضرورت جذب بیشتر منابع به منظور ممانعت از توسعه فشارهای تورمی احساس شد و لذا مبلغ مسدود بانکها در مقابل خرید اسناد خزانه و اوراق قرضه دولتی از سپرده‌های مدت‌دار پس‌انداز بانکها به ۵۰ درصد افزایش یافت.

پس از کاهش نسبت خرید اوراق قرضه به ۳۰ درصد در سال ۱۳۵۳، مجدداً این نرخ در سال ۱۳۵۴ به ۴۵ درصد در برابر افزایش سپرده‌های دیداری

وجود داشته باشد تا از این طریق، اعتماد عمومی در این زمینه خدشه‌دار نشود و موجبات سلب اعتماد عمومی از برنامه‌ها و اقدامات اقتصادی دولت فراهم نیاید.

اطلاعات تفصیلی‌تر در ارتباط با انتشار اوراق قرضه از سال ۱۳۵۷ لغایت ۱۳۶۸ به شرح جدول شماره سه می‌باشد.

خرید و فروش اوراق قرضه دولتی (۱) در سیستم بانکی کشور

یکی از منابع تأمین مالی برای دولت، انتشار اوراق قرضه توسط خزانه‌داری کل و فروش آن به مردم و بانکها می‌باشد. خرید و فروش این اوراق توسط بانک مرکزی هم یکی از ابزارهای سیاست پولی برای کنترل عرضه پول است.

براساس قانون بانکی و پولی کشور، مصوب خردادماه سال ۱۳۳۹ بانکها مکلف شدند که «درصد معینی» از سپرده‌های پس‌انداز خود را به اوراق قرضه دولتی تبدیل کنند، لیکن برای اولین بار در مرداد ماه سال ۱۳۴۹ توسط شورای پول و اعتبار بانکها ملزم شدند که معادل «۱۶ درصد» افزایش کل سپرده‌ها را در طول سال به شکل اوراق قرضه نگهداری کنند. اطلاعات تفصیلی در جدول شماره چهار آمده است.

در اسفند سال ۱۳۵۰ تکلیف بانکها در خرید اوراق قرضه لغو شد، ولی مجدداً در آبان ماه سال ۱۳۵۱ مقرر شد که موجودی اوراق قرضه خریداری شده بانکها نباید از ۳۰ درصد کل سپرده‌ها کمتر

یکی از منابع تأمین مالی برای دولت، انتشار اوراق قرضه توسط خزانه‌داری کل و فروش آن به مردم و بانکها می‌باشد.

افزایش داده شد.

پس از پیروزی انقلاب اسلامی، تا سال ۱۳۶۳ تغییری در نرخ‌های مزبور داده نشد و در این سال، با اجرای قانون عملیات بانکی بدون ربا و وجود مشکلات مربوط به خرید اوراق قرضه از محل سپرده‌های سرمایه‌گذاری، در تاریخ ۱۳۶۳/۷/۲۹ براساس مصوبه شورای پول و اعتبار، تکلیف بانکها در مورد خرید اوراق قرضه ملغی شد و به همین علت، حجم اوراق قرضه از سال ۱۳۶۳ تا سال ۱۳۷۰ جز در یک مورد تغییر نکرد. این مورد هم در سال ۱۳۶۴ بود که دولت برای جبران زیان ناشی از ملی شدن بانکها و تأمین سرمایه آنها، به جای وجه نقد، حدود ۲۶۰ میلیارد ریال اوراق قرضه بدون جایزه را در اختیار

