

# بررسی لایحه بودجه سال ۱۳۹۱ کل کشور

۴۸. بررسی تطبیقی جنبه‌های اقتصادی انتشار اوراق مشارکت

کد موضوعی: ۲۲۰

شماره مسلسل: ۱۲۲۹۳

دفتر: مطالعات اقتصادی

اسفندماه ۱۳۹۰

## به نام خدا

### فهرست مطالب

۱.....	چکیده
۲.....	مقدمه
۳.....	۱. بررسی وضعیت اوراق مشارکت از ابتدا تاکنون
۶.....	۲. بررسی کل تعهدات ناشی از انتشار اوراق مشارکت طی سالهای ۱۳۸۶ - ۱۳۹۰
۹.....	۳. بررسی تطبیقی برخی نسبت‌ها و معیارها درخصوص اوراق مشارکت
۱۶.....	۴. بررسی پیامدهای اقتصادی افزایش تعهدات ناشی از انتشار اوراق مشارکت
۲۱.....	نتیجه‌گیری و پیشنهادات
۲۲.....	منابع و مأخذ



## بررسی لایحه بودجه سال ۱۳۹۱ کل کشور ۴۸. بررسی تطبیقی جنبه‌های اقتصادی انتشار اوراق مشارکت

### چکیده

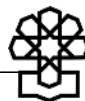
هدف اصلی این گزارش بررسی تطبیقی جنبه‌های اقتصادی انتشار اوراق مشارکت است. بررسی‌های انجام شده نشان می‌دهد با وجود اینکه ظرفیت انتشار اوراق مشارکت در اقتصاد ایران در سطح بالایی وجود دارد و در صورت مدیریت بهینه منابع اوراق مذکور و هدایت آن به سمت فعالیت‌های مولد، می‌توان به رشد اقتصادی کشور کمک کرد، اما از طرفی دیگر باتوجه به اینکه بازده مورد انتظار اوراق مشارکت مشخص نشده است نمی‌توان نسبت به انتفاعی بودن آنها اطمینان داشت و همچنین انتشار حجم عظیمی از اوراق برای یک‌سال چندان منطقی نیست. سازوکار تعیین نرخ سود اوراق مشارکت نیز شفاف نیست. لذا پیشنهاد شده است که ضمن صلاحیتهای مشخص درخصوص تسویه برخی بدهی‌های دولت و شرکت‌های دولتی، علاوه بر لحاظ منابع حاصل از اوراق مشارکت در بخش تملک دارایی‌های مالی، فهرست طرح‌ها، هزینه‌ها و درآمدهای این اوراق نیز در جداول پیوست لایحه بودجه سال ۱۳۹۱ کل کشور ارائه شود.

## مقدمه

اوراق مشارکت، اوراق بهادار با نام یا بی‌نامی است که به موجب قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت به قیمت اسمی مشخص برای مدت معین منتشر می‌شود و به سرمایه‌گذارانی که قصد مشارکت در اجرای طرح‌های عمرانی انتفاعی دولت مندرج در قوانین بودجه سالیانه کل کشور و طرح‌های سودآور تولیدی، ساختمانی و خدماتی را دارند واگذار می‌گردد. دارندگان این اوراق به نسبت قیمت اسمی و مدت زمان مشارکت در سود حاصل از اجرای طرح مربوط شریک خواهند بود.

این ابزار از سال ۱۳۷۳ به منظور تأمین مالی پروژه‌های حائز شرایط لازم به کار گرفته شد تا از این طریق سرمایه‌های خرد موجود در جامعه در کنار هم جمع شده و به صورت هدفمند در اختیار پروژه‌های خاصی قرار گیرد. طی سال‌ها، اوراق مشارکت به عنوان اصلی‌ترین ابزار در بازار مالی ایران وظیفه سنگین جمع‌آوری منابع و هدایت آن به بخش‌های تولیدی را به عهده داشته است و از آن می‌توان به عنوان ابزار موفقی نام برد که با استقبال فراوانی روبرو بوده و توانسته هم ناشران را منتفع سازد و هم سرمایه‌گذاران را صاحب سود نماید.<sup>۱</sup> مسئله اساسی در این گزارش این است که دولت به یکباره حجم انتشار اوراق مشارکت را افزایش داده است (حدود ۷۶/۵ هزار میلیارد تومان). این امر ضرورت بررسی انتشار اوراق مشارکت در لایحه بودجه سال ۱۳۹۱ کل کشور را با توجه به سطح بودجه عمومی و تولید ناخالص داخلی مشخص می‌کند. لذا در این گزارش ابتدا سابقه تاریخی انتشار اوراق مشارکت

۱. بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، اداره اعتبارات، انتشار اوراق مشارکت از آغاز تاکنون، ۱۳۹۰، ص ۱.



بررسی شده و در ادامه مانده تعهدات سررسید نشده ناشی از انتشار اوراق مشارکت و برخی نسبت‌های مربوط به این اوراق به صورت تطبیقی با برخی کشورهای منتخب مقایسه شده است و در خاتمه نیز پیشنهادهای لازم ارائه شده است.

### ۱. بررسی وضعیت اوراق مشارکت از ابتدا تاکنون

اولین اوراق مشارکت منتشر شده در کشور که در سال ۱۳۷۳ انتشار یافت مربوط به شهرداری تهران می‌باشد که با هدف نوسازی بافت فرسوده و اجرای پروژه بزرگراه نواب با نرخ سود علی‌الحساب ۲۰ درصد در سال منتشر شد.

مشخصات اوراق مشارکت طرح نواب به شرح زیر می‌باشد:

- سود علی‌الحساب: ۲۰ درصد

- مدت مشارکت: ۴ سال

- تاریخ انتشار: ۱۳۷۳/۷/۱

- مبلغ انتشار: ۷۵ میلیارد ریال

- اخذ درصد بیشتر از سود علی‌الحساب پرداخت گردید (۲۰ درصد)

- سود قطعی: ۲۰/۵ درصد (۰/۵ واحد درصد بیشتر از سود علی‌الحساب)

از سال ۱۳۷۳ تا پایان سال ۱۳۸۹، جمعاً ۲۹/۸ هزار میلیارد تومان اوراق مشارکت به فروش رسیده است که بخش اعظمی از آن به پروژه‌های برقی، آبی، عمرانی، انتفاعی، احیای بافت‌های فرسوده شهری، پتروشیمی و توسعه میدین گازی اختصاص یافته است.

روند انتشار و فروش اوراق مشارکت در جدول ۱ ارائه شده است. چنانچه ملاحظه می‌شود، تقریباً طی ۱۸ سال گذشته حدود ۳۴/۷ هزار میلیارد تومان اوراق مشارکت منتشر شده است که حدود ۲۹/۸ هزار میلیارد تومان (نزدیک به ۸۶ درصد) آن به فروش رفته است. نکته جالب توجه در این زمینه عملکرد سال ۱۳۹۰ است. زیرا براساس پیش‌بینی قانون بودجه سال ۱۳۹۰ مقرر شده بود برای این سال ۳۶ هزار میلیارد تومان اوراق مشارکت منتشر شود ولی براساس گزارش مدیرکل اعتبارات بانک مرکزی صرفاً ۱۳۷۰ میلیارد تومان اوراق منتشر شده و فقط ۳۰۰ میلیارد تومان از آن به فروش رفته است.<sup>۱</sup> بر این اساس عملکرد اوراق مشارکت در ۱۰/۵ ماه منتهی به سال ۱۳۹۰ ضعیف‌ترین عملکرد طی ۱۸ سال گذشته بوده است که از عوامل آن می‌توان به موارد ذیل اشاره کرد:

۱. کاهش حدود ۲ درصدی نرخ سود اوراق مشارکت نسبت به سال ۱۳۸۹ براساس ماده (۴) بسته سیاستی - نظارتی بانک مرکزی در فروردین‌ماه سال ۱۳۹۰.
۲. ممنوعیت بازخرید اوراق مشارکت قبل از سررسید توسط بانک‌ها براساس ماده فوق‌الذکر به نحوی که دارندگان اوراق صرفاً می‌توانستند این اوراق را قبل از سررسید در بورس یا فرابورس معامله کنند.

---

۱. گزارش علی‌اصغر میرمحمدصادقی، مدیرکل اعتبارات بانک مرکزی در نشست خبری مورخ ۱۳۹۰/۱۱/۱۵ بانک مرکزی که منبع آن ذیل جدول ۱ ارائه شده است.



## جدول ۱. روند انتشار اوراق مشارکت طی سال‌های ۱۳۷۳ تا ۱۳۹۰

(ارقام به میلیارد ریال)

سال انتشار	میزان انتشار	میزان فروش	درصد تحقق
۱۳۷۳	۷۵	۷۵	۱۰۰
۱۳۷۴	۲۲۵	۲۲۵	۱۰۰
۱۳۷۵	۴۰۱	۴۰۱	۱۰۰
۱۳۷۶	۲,۵۴۸	۲,۴۷۲	۹۷
۱۳۷۷	۳,۱۳۰	۳,۱۳۰	۱۰۰
۱۳۷۸	۲,۴۵۰	۲,۳۷۷	۹۷
۱۳۷۹	۲,۳۸۰	۲,۳۸۰	۱۰۰
۱۳۸۰	۶,۱۰۰	۶,۰۹۹	۹۹/۹۸
۱۳۸۱	۶,۱۰۰	۵,۳۷۷	۸۸/۱
۱۳۸۲	۱۱,۸۸۵	۱۱,۷۹۶	۹۹/۳
۱۳۸۳	۱۹,۷۰۰	۱۸,۵۹۰	۹۴/۴
۱۳۸۴	۱۷,۰۰۰	۱۷,۰۰۰	۱۰۰
۱۳۸۵	۱۹,۲۰۰	۱۵,۷۷۵	۸۲/۲
۱۳۸۶	۳۳,۰۵۰	۲۳,۵۱۰	۷۱/۱
۱۳۸۷	۱۱,۸۰۰	۱۱,۲۹۹	۹۵/۸
۱۳۸۸	۱۷,۷۰۰	۱۷,۶۹۷	۹۹/۹۸
۱۳۸۹	۱۷۹,۴۲۰	۱۵۶,۸۰۵	۸۷/۴
تا ۱۵ بهمن ۱۳۹۰*	۱۳,۷۰۰	۳,۰۰۰	۲۱/۹
<b>جمع</b>	<b>۳۴۶,۸۶۴</b>	<b>۲۹۸,۰۰۸</b>	<b>۸۵/۹</b>

مآخذ: ۱. بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، اداره اعتبارات، انتشار اوراق مشارکت از آغاز تاکنون، دی‌ماه ۱۳۹۰.

۲. گزارش آقای علی‌اصغر میرمحمدصادقی، مدیر کل اعتبارات بانک مرکزی در نشست خبری بانک مرکزی.

\* گزارش آقای علی‌اصغر میرمحمدصادقی، مدیر کل اعتبارات بانک مرکزی در نشست خبری مورخ ۱۳۹۰/۱۱/۱۵

بانک مرکزی:

[http://www.bina.ir/news/index.php?option=com\\_content&view=article&id=10711:1390-11-15](http://www.bina.ir/news/index.php?option=com_content&view=article&id=10711:1390-11-15)

## ۲. بررسی کل تعهدات ناشی از انتشار اوراق مشارکت طی سال‌های

۱۳۸۶ - ۱۳۹۰

طی سال‌های ۱۳۸۶ - بهمن‌ماه ۱۳۹۰ در مجموع حدود ۱۹/۵ هزار میلیارد تومان اوراق مشارکت فروش رفته است که هنوز سررسید نشده و جزء تعهدات و بدهی‌های بالقوه بخش عمومی (دولت، شرکت‌های دولتی، بانک‌ها و شهرداری‌ها) محسوب می‌شود (جدول ۲).

### جدول ۲. مجموع تعهدات سررسید نشده ناشی از اوراق مشارکت

(ارقام به میلیارد ریال)

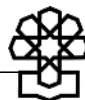
سال انتشار	میزان انتشار	میزان فروش	درصد تحقق
۱۳۸۶	۷,۵۰۰	۶,۲۰۰/۸	۸۲/۷
۱۳۸۷	۱۱,۸۰۰	۱۱,۲۹۹	۹۵/۸
۱۳۸۸	۱۷,۷۰۰	۱۷,۶۹۷	۹۹/۹۸
۱۳۸۹	۱۷۹,۴۲۰	۱۵۶,۸۰۵	۸۷/۴
تا ۱۵ بهمن ۱۳۹۰*	۱۳,۷۰۰	۳,۰۰۰	۲۱/۹
<b>جمع</b>	<b>۲۳۰,۱۲۰</b>	<b>۱۹۵,۰۰۱/۸</b>	<b>۸۴/۷</b>

مآخذ: ۱. بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، اداره اعتبارات، انتشار اوراق مشارکت از آغاز تاکنون، دی‌ماه ۱۳۹۰.

۲. بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، گزیده آمارهای اقتصادی و نماگرهای اقتصادی، سال‌های ۱۳۸۶-۱۳۸۹.

\* گزارش آقای علی‌اصغر میرمحمدصادقی، مدیرکل اعتبارات بانک مرکزی در نشست خبری بانک مرکزی:

[http://www.bina.ir/news/index.php?option=com\\_content&view=article&id=10711:1390-11-15](http://www.bina.ir/news/index.php?option=com_content&view=article&id=10711:1390-11-15)



براساس گزارش‌های مربوط به خلاصه آمارهای اقتصادی بانک مرکزی، وضعیت اوراق مشارکت در بخش بازار سرمایه ارائه شده است که کلیه اوراق مذکور با سررسیدهای سال ۱۳۹۱ به بعد است و مانده انباشته این نوع بدهی در جدول ۲ ارائه شده است. براساس جدول فوق تعهدات بالقوه بخش عمومی که از سال ۱۳۹۱ به بعد سررسید می‌شوند حدود ۲۰ درصد درآمد نفتی کشور را شامل می‌شود که با احتساب حدود ۷۶/۵ هزار میلیارد تومان پیش‌بینی انتشار مشارکت توسط بخش عمومی در سال ۱۳۹۱ (جدول ۳) مجموع کل تعهدات ناشی از انتشار اوراق مشارکت به حدود ۹۶ هزار میلیارد تومان می‌رسد که در مقایسه با درآمدهای نفتی آتی (در شرایط عدم اطمینان) سهم بسیار بالایی محسوب می‌شود. تعهدات ناشی از انتشار اوراق مشارکت توسط بخش عمومی در سال ۱۳۹۱ در جدول ۳ ارائه شده است:<sup>۱</sup>

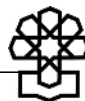
---

۱. لایحه بودجه سال ۱۳۹۱ کل کشور، بند «۱۱» و جدول ۱۴ ماده واحده.

## جدول ۳. بدهی‌های بخش عمومی در احکام لایحه بودجه سال ۱۳۹۱

(ارقام به میلیارد ریال)

ردیف	شرح	مبلغ	توضیحات
۱	اجازه انتشار اوراق مشارکت ریالی به شرکت‌های وابسته و تابعه وزارتخانه‌های نیرو، نفت، راه و شهرسازی، دفاع ... (بند «۱۱-۱»)	۴۰۰,۰۰۰	بازپرداخت اصل و فرع توسط بانک‌های عامل تضمین می‌شود
۲	سهمیه استفاده از اوراق مشارکت ارزی یا صکوک اسلامی موضوع جزء «ف» ماده (۲۲۴) قانون برنامه پنجم توسعه (جدول ۱۴ ماده واحده)	۲۱۷,۳۷۵	۱۲/۵ میلیارد یورو با فرض نرخ تبدیل هر یورو معادل ۱۷,۳۹۰ ریال
۳	اجازه انتشار اوراق مشارکت ارزی، ریالی و یا صکوک نفتی به شرکت‌های تابعه وزارت نفت (جزء «ر» بند «۱-۱»)	۶۲,۵۰۰	۵ میلیارد دلار با فرض نرخ تبدیل هر دلار معادل ۱۲,۵۰۰ ریال
۴	انتشار اوراق مشارکت توسط شرکت‌های دولتی تابعه و وابسته وزارت راه و شهرسازی با تضمین دولت (بند «۲-۱۱»)	۲۰,۰۰۰	ضرورت درج در سقف ماده واحده به دلیل تضمین دولت
۵	انتشار اوراق مشارکت توسط شرکت‌های دولتی تابعه و وابسته وزارت نیرو با تضمین دولت (بند «۳-۱۱»)	۳۰,۰۰۰	ضرورت درج در سقف ماده واحده به دلیل تضمین دولت
۶	انتشار اوراق مشارکت توسط دولت (بند «۴-۱۱»)	۲۰,۰۰۰	ضرورت درج در سقف ماده واحده
۷	انتشار اوراق مشارکت توسط شهرداری‌ها با تضمین ۵۰ درصد بازپرداخت اصل و سود توسط دولت (بند «۷-۱۱»)	۱۶,۰۰۰	ضرورت درج در سقف ماده واحده به میزان سهم دولت
	<b>جمع</b>	<b>۷۶۵,۸۷۵</b>	



### ۳. بررسی تطبیقی برخی نسبت‌ها و معیارها درخصوص اوراق مشارکت

در این بخش برخی از آمارها و نسبت‌های مربوط به اوراق مشارکت در ایران و کشورهای مورد مطالعه به تصویر کشیده می‌شود تا بتوان قضاوت دقیق‌تری نسبت به این موضوع ارائه کرد.

#### ۳-۱. بررسی مانده تسویه نشده اوراق مشارکت بخش عمومی

با عنایت به آمار ارائه شده در جدول ۴ ملاحظه می‌شود که مانده سررسید نشده اوراق مشارکت در ایران تا تاریخ ۱۵ بهمن سال ۱۳۹۰ حدود ۱۸/۶ میلیارد دلار<sup>۱</sup> است که در مقایسه با سایر کشورهای جهان سهمی حدود ۰/۰۳ درصد از کل جهان را به‌خود اختصاص داده است. این امر نشان می‌دهد که مانده اوراق مشارکت بخش عمومی (دولت، شرکت‌های دولتی، بانک‌ها و شهرداری‌ها) در ایران در مقایسه با سایر کشورها در سطح پایین‌تری قرار دارد. البته این امر می‌تواند ناشی از این واقعیت باشد که از این ابزار مهم طی سال‌های مورد بررسی به‌درستی استفاده نشده است. چنانچه روند آن نیز نشان می‌دهد، انتشار اوراق بین سال‌های مختلف دارای نوسان زیادی بوده است. همچنین برخی کشورها نظیر ایالات متحده آمریکا، فرانسه و انگلستان که سهم بالایی از اوراق قرضه جهان را دارند، طی سال‌های اخیر با بحران مالی مواجه شده‌اند.

---

۱. مانده اوراق مشارکت در ۱۵ بهمن سال ۱۳۹۰ برای ایران حدود ۱۹/۵ هزار میلیارد تومان است که با احتساب هر دلار معادل ۱۰۵۰ تومان براساس بودجه سال ۱۳۹۰ میزان آن معادل ۱۸/۶ میلیارد دلار محاسبه شده است.

جدول ۴. مانده تسویه (سررسید) نشده اوراق قرضه (مشارکت)

و سهم از کل جهان سپتامبر ۲۰۱۱ (ارقام به میلیارد دلار/درصد)

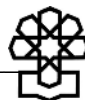
کشور	مبلغ تسویه نشده	سهم از کل جهان
ایالات متحده	۲۵,۴۷۴	۳۸/۱
ژاپن	۱۱,۵۰۴	۱۷/۲
فرانسه	۳,۴۲۱	۵/۱
آلمان	۲,۸۱۵	۴/۲
انگلستان	۱,۷۲۷	۲/۶
کره جنوبی	۱,۲۱۱	۱/۸
اندونزی	۱۱۸	۰/۲
مالزی	۲۵۹	۰/۴
برزیل	۱,۵۲۸	۲/۳
چین	۲,۲۰۰	۳/۳
هند	۷۱۱	۱/۱
روسیه	۸۱	۰/۱
ایران (تا ۱۵ بهمن ۱۳۹۰)	۱۸/۶	۰/۰۳

Source: 1.Asian Development bank, Asia Bond monitor, November 2011, p 7, 2. Table 2.

۲-۳. بررسی نسبت بودجه عمومی دولت‌ها به اوراق قرضه (دولتی و مشارکت)

منتشر شده

براساس آمار ارائه شده در جدول ۵ ملاحظه می‌شود که نسبت اوراق منتشر شده به بودجه عمومی در کشورهای مورد بررسی همواره بیش از ۶۰ درصد بوده است در حالی که این نسبت برای ایران در سال ۱۳۸۹ حدود ۱۴ درصد بوده است و در صورت تصویب لایحه بودجه سال ۱۳۹۱ این نسبت به حدود ۴۵ درصد افزایش می‌یابد که در



مقایسه با کشورهای مورد مطالعه در سطحی متعارف قرار می‌گیرد. لذا در صورتی که مشکلی در سازوکار اجرایی و مدیریت درست منابع حاصل از فروش این اوراق و نظارت سازمان‌های ذیربط وجود نداشته باشد، به نظر می‌رسد میزان انتشار اوراق مشارکت بخش عمومی در سال ۱۳۹۱ با استانداردهای بین‌المللی مغایرت و تضادی ندارد، اما اگر چه نسبت ۷۷ درصد در مقایسه با سایر کشورها متعارف و معقول به نظر می‌رسد، لکن رشد پرشتاب آن طی یک سال کاملاً غیرعادی و نامتعارف است زیرا نکته اساسی در این میزان رشد به دلیل اینکه بخش اعظم اصل و سود این اوراق نهایتاً به بودجه عمومی دولت تحمیل خواهد شد و بازگشت آن از طریق سود طرح‌های در دست اجرا عمدتاً امکان‌پذیر نیست، این موضوع می‌تواند بار مالی شدیدی را بر بودجه سال‌های آینده تحمیل کند.

**جدول ۵. بودجه عمومی دولت‌ها به اوراق قرضه (دولتی و مشارکت) منتشر شده سال ۲۰۱۰**

(ارقام به میلیارد دلار)

کشور	مبالغ بودجه عمومی	میزان اوراق	نسبت اوراق به بودجه عمومی (درصد)
چین	۱,۳۶۳/۱	۱,۱۰۵	۸۱/۱
اندونزی	۱۱۵/۹	۷۵	۶۴/۷
مالزی	۶۳/۷	۱۱۷	۱۸۳/۷
هند	۴۳۶/۹	۹,۶۰۹	۲,۱۹۹/۴
ایران* ۱۳۸۹	۱۱۹/۷	۱۶/۵	۱۳/۷
لایحه بودجه سال** ۱۳۹۱	۱۳۵/۶	۶۱/۲	۴۵/۱

Source: 1. Asian Development bank, Asia Bond monitor, November 2011, p 16.

۲. قانون بودجه سال ۱۳۸۹ و لایحه بودجه سال ۱۳۹۱ کل کشور.

\* بودجه عمومی دولت در قانون بودجه سال ۱۳۸۹ حدود ۱۲۷ هزار میلیارد تومان و میزان اوراق مشارکت فروخته شده در این سال حدود ۱۵/۷ هزار میلیارد تومان بوده است که با احتساب میانگین نرخ هر دلار معادل ۱۰۶۱ تومان برای سال ۱۳۸۹ (بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، گزیده آمارهای اقتصادی، بخش تراز پرداخت‌ها، اسفند ۱۳۸۹) ارقام به صورت میلیارد دلار محاسبه شده است.

\*\* بودجه عمومی دولت در لایحه سال ۱۳۹۱ حدود ۱۶۹/۵ هزار میلیارد تومان و میزان اوراق مشارکت حدود ۷/۵ هزار میلیارد تومان است که با احتساب هر دلار معادل ۱۲۵۰ تومان ارقام به صورت میلیارد دلار ارائه شده است.

**۳-۳. بررسی دوره انتشار و میزان بازدهی اوراق فروش رفته سال ۲۰۱۰**

(سال/ درصد)

بررسی‌های این مطالعه نشان می‌دهد که در تمامی کشورهای مورد مطالعه، بازدهی اوراق مشارکت فروخته شده حداقل برابر یا بیشتر از نرخ تورم آنها بوده است. برای نمونه در کشور اندونزی اوراق ۶/۵ ساله با نرخ تورم ۴/۲ درصدی در سال ۲۰۱۰ میلادی حدود ۲۴ درصد بازدهی داشته است. اما در ایران اشکالی که به موضوع



انتشار اوراق مشارکت وارد است این است که اولاً هیچ تضمینی برای انتفاعی بودن این اوراق وجود ندارد و ثانیاً آماری از وضعیت بازدهی اوراق مذکور وجود ندارد.

#### جدول ۶. متوسط دوره سررسید و بازدهی اوراق فروش رفته سال ۲۰۱۰

کشور	متوسط دوره سررسید	نرخ تورم	بازدهی
چین	۵/۸	۵/۵	۵/۰۶
اندونزی	۶/۴۶	۴/۲	۲۳/۷
کره جنوبی	۴/۱۲	۴/۲	۱۰/۶۴
مالزی	۴/۸۰	۳/۴	۱۵/۶۴
ایران	۳/۹۸	۱۲/۸	مشخص نیست

Source: 1. Asian Development bank, Asia Bond monitor, November 2011, p 26.

۲. بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، گزیده آمارهای اقتصادی ۱۳۸۹.

#### ۳-۴. بررسی نسبت مانده اوراق به تولید ناخالص داخلی

آنچه از آمار جدول ۷ استنباط می‌شود این است که نسبت مانده تسویه نشده اوراق مشارکت بخش عمومی به تولید ناخالص داخلی در سال ۱۳۸۹ برای اقتصاد ایران حدود ۵ درصد بوده است که در مقایسه با سایر کشورها پایین‌ترین رقم محسوب می‌شود. بیشترین نسبت مانده اوراق مربوط به ایالات متحده آمریکا است که بیانگر بدهی بالای بخش عمومی این کشور بابت اوراق فروش رفته است. همچنین در مقایسه با کشورهای مورد مطالعه بخش عمومی ایران کمترین بدهی را از بابت اوراق مشارکت فروش رفته دارد.

## جدول ۷. نسبت مانده اوراق به تولید ناخالص داخلی سال ۲۰۱۰

(ارقام به میلیارد دلار/درصد)

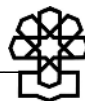
کشور	مبلغ تسویه نشده	تولید ناخالص داخلی	نسبت مبلغ تسویه نشده اوراق به تولید ناخالص داخلی
ایالات متحده	۲۵,۴۷۴	۱۴,۵۸۶/۷	۵۲۷/۲
ژاپن	۱۱,۵۰۴	۵,۴۵۸/۸	۲۱۰/۷
انگلستان	۱,۷۲۷	۲,۲۴۸/۸	۷۶/۸
آلمان	۲,۸۱۵	۳,۲۸۰/۵	۸۵/۸
اندونزی	۱۱۸	۷۰۶/۶	۱۶/۷
مالزی	۲۵۹	۲۳۷/۸	۱۰۸/۹
برزیل	۱,۵۲۸	۲,۰۸۷/۹	۷۳/۲
چین	۲,۲۰۰	۵,۹۲۶/۶	۳۷/۱
هند	۷۱۱	۱,۷۲۷/۱	۴۶/۲
روسیه	۸۱	۱,۴۷۹/۸	۵/۵
ایران با نفت (۱۳۸۹)*	۱۸/۱**	۳۵۰/۲	۵/۲

Source: 1. <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD>, 2. Table 4.

\* نرخ رشد اقتصادی سال ۱۳۸۹ معادل براساس اعلام بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران ۵/۸ درصد بوده است.  
 \*\* مانده اوراق مشارکت بخش عمومی در پایان سال ۱۳۸۹ حدود ۱۹۲۰۰ میلیارد تومان بوده است که با احتساب میانگین سالیانه هر دلار معادل ۱۰۶۱ تومان در سال ۱۳۸۹، رقم دلاری این اوراق در جدول ارائه شده است.

## ۳-۵. بررسی نسبت مانده اوراق به نقدینگی

نسبت مانده اوراق مشارکت (قرضه) به نقدینگی می‌تواند یکی دیگر از معیارهای قضاوت درخصوص اندازه اوراق مشارکت باشد. در این راستا بیشترین نسبت متعلق به ایالات متحده است که در سپتامبر سال ۲۰۱۱ میلادی، بیش از ۳ برابر نقدینگی این کشور اوراق قرضه تسویه نشده وجود داشته است. کمترین رقم نیز متعلق به ایران



و حدود ۸/۵ درصد می‌باشد. لذا می‌توان دریافت که نسبت مانده اوراق مشارکت به نقدینگی در سال ۱۳۸۹ برای اقتصاد ایران در مقایسه با کشورهای منتخب از سطح پایینی برخوردار بوده است.

### جدول ۸. نسبت مانده اوراق به نقدینگی سال ۲۰۱۱

(ارقام به میلیارد دلار/درصد)

کشور	مبلغ تسویه نشده	نقدینگی	نسبت مبلغ تسویه نشده اوراق به نقدینگی
ایالات متحده	۲۵,۴۷۴	۱۲,۳۹۰	۲۰۵
ژاپن	۱۱,۵۰۴	۱۸,۳۰۰	۶۲/۷
انگلستان	۱,۷۲۷	۳,۳۴۴	۵۱/۶
آلمان	۲,۸۱۵	۴,۲۸۸	۶۵/۶
اندونزی	۱۱۸	۲۷۶/۸	۴۲/۶
مالزی	۲۵۹	۳۳۷/۶	۷۶/۷
برزیل	۱,۵۲۸	۱,۵۲۲	۱۰۰/۴
چین	۲,۲۰۰	۱۰,۰۸۰	۲۱/۸
هند	۷۱۱	۱,۲۹۰	۵۵/۱
روسیه	۸۱	۶۵۰/۷	۱۲/۴
ایران (۱۳۸۹)*	۱۸/۱	۲۱۶/۷	۸/۴

Source: [http://www.photius.com/rankings/economy/stock\\_of\\_broad\\_money\\_2011\\_0.html](http://www.photius.com/rankings/economy/stock_of_broad_money_2011_0.html).

\* نقدینگی اقتصاد ایران در آذرماه سال ۱۳۹۰ حدود ۳۲۵ هزار میلیارد تومان بوده است که با احتساب هر دلار معادل ۱۵۰۰ تومان رقم دلاری آن محاسبه شده است.

#### ۴. بررسی پیامدهای اقتصادی افزایش تعهدات ناشی از انتشار اوراق

##### مشارکت

براساس بسته سیاستی - نظارتی دی‌ماه سال ۱۳۹۰ بانک مرکزی، نرخ سود سپرده‌های بانکی و نرخ سود اوراق مشارکت افزایش یافته و بانک‌ها اجازه یافتند تا خرید اوراق مشارکت را قبل از سررسید انجام دهند، این تصمیم‌گیری احتمال تمایل بخش‌های حقیقی و حقوقی به خرید این‌گونه اوراق را افزایش داده است؛ اما انتشار بی‌رویه اوراق مشارکت در سال ۱۳۹۱ که در لایحه بودجه کل کشور درج شده است طبیعی به نظر نمی‌رسد و در شرایطی که درآمدهای نفتی آتی در شرایط عدم اطمینان تحقق می‌یابند، مشخص نیست که چه دلیل منطقی برای انتشار ۱۲۶ هزار میلیارد تومان اوراق مشارکت در سال ۱۳۹۱ وجود دارد. در این راستا پیامدهای اقتصادی چنین فرآیندی را می‌توان به شرح ذیل برشمرد:

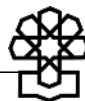
#### ۴-۱. مزایای اقتصادی انتشار اوراق مشارکت

با عنایت به بررسی تطبیقی وضعیت اوراق مشارکت (قرضه) می‌توان دریافت:

الف) متوسط دوره سررسید یا بازدهی اوراق مطابق با استانداردهای بین‌المللی است.

ب) در صورت انتشار اوراق مشارکت در سطح منطقی و مدیریت بهینه منابع این

اوراق و هدایت آن به سمت فعالیت‌های مولد، می‌توان به رشد اقتصادی بیش از پیش کمک کرد.



## ۲-۴. معایب اقتصادی انتشار اوراق مشارکت

الف) با توجه به اینکه بازده مورد انتظار اوراق مشارکت در لایحه بودجه سال ۱۳۹۱ مشخص نیست، لذا نمی‌توان نسبت به انتفاعی بودن طرح‌های مرتبط با آن اطمینان داشت. ب) افزایش این حجم از انتشار اوراق مشارکت در بهترین حالت حداقل در کوتاه‌مدت موجب جایگزینی بخش عمومی به‌جای بخش خصوصی خواهد شد.

ج) ابهام‌های قانونی در انتشار اوراق مشارکت وجود دارد و این درحالی است که صدور اوراق بهادار به‌طور عام و اوراق مشارکت به‌طور خاص، افزون بر قوانین، به روش جامع و مرجع قانونی آگاه و مقتدری نیاز دارد که با اعمال نظارت تخصصی، نخست آثار منفی این‌گونه سرمایه‌گذاری‌ها را به حداقل ممکن کاهش دهد و دوم، سرمایه‌گذاران را از نتایج سرمایه‌گذاری خود آگاه سازد، ضمن آنکه بتواند آثار مثبت این نوع تجهیز منابع سرمایه‌ای را که همانا رسیدن به اهداف تأمین مالی و سیاست پولی است، به حداکثر برساند.

د) در قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت، مرجع تشخیص انتفاعی بودن طرح‌های عمرانی دولتی که برای آن اوراق مشارکت منتشر می‌شود، هیئتی مرکب از نمایندگان وزارت امور اقتصادی و دارایی، سازمان مدیریت و برنامه‌ریزی کشور و بانک مرکزی ایران است. بررسی و ارزیابی سایر طرح‌ها، برعهده بانک مرکزی است. به این ترتیب، یک نهاد دولتی مسئولیت نظم‌دهی به انتشار اوراق مشارکت را برعهده دارد که این امر با تجارب جهانی موجود در زمینه سازوکار ناظر بر انتشار و پذیرش اوراق بهادار منطبق نیست. به‌علاوه جایگاه و حدود و مرز سیاست‌های پولی و سیاست‌های مالی مشخص نیست.

ه) تعیین نرخ سود واقعی، یک امر ضروری است حال آنکه نرخ سود اوراق مشارکت در اکثر طرح‌های دولتی هماهنگ با بازدهی این طرح‌ها تعیین نمی‌شود. شرکت‌های دولتی در عمل یک تخمین از بازدهی خود ارائه می‌دهند و براساس آن نرخ سود را تعیین می‌کنند که اطلاعات شفاف و روشنی در زمینه چگونگی تخمین این بازدهی در دسترس نیست. از این رو، نرخ سود غیرواقعی از یک طرح بار مالی دولت در زمان سررسید اوراق را افزایش می‌دهد و از طرف دیگر، رقیبی ناعادلانه برای سایر بخش‌های بازار سرمایه مانند بازار بورس است که یکی از مهم‌ترین رقبای اوراق مشارکت است. زیرا شواهد نشان می‌دهد که خریداران متعارف اوراق مشارکت به‌طور عمده بخشی از شهروندان هستند که سرمایه‌گذاری متعارف آنها نوعاً سپرده‌گذاری در نظام بانکی یا خریداران سهام است، بنابراین تعیین روش‌های مناسب نرخ سود با توجه به بازدهی، انتفاعی بودن طرح‌های منتخب و توجه به اثرهای جانبی بر انواع سرمایه‌گذاری‌های جایگزین با توجه به اهداف آنها از مهم‌ترین مسائل این بخش است.

و) تحمیل هزینه‌های سنگین انتشار اوراق مشارکت به بخش غیردولتی و موانع متعدد بر سر راه آنان و در نتیجه عدم توانایی رقابت این بخش با بخش‌های دولتی یکی دیگر از مشکلات در این زمینه است.

ز) در عمل و نسبت به اوراق مشارکتی که تاکنون منتشر شده سازمان حسابرسی به‌عنوان امین انتخاب شده است، اما به‌علت عدم تهیه و ارائه به‌موقع صورت‌های مالی طرح‌های موضوع اوراق مشارکت از طرف دستگاه‌های صادرکننده اوراق (مطابق موارد مطرح شده در تعیین سود قطعی)، تعداد گزارش‌های صادر شده از طرف



سازمان مزبور انگشت‌شمار و بسیار کمتر از تعداد گزارشی است که تاکنون باید عرضه و منتشر می‌شد. در برخی از گزارش‌های صادر شده، نظر سازمان مشروط بوده و در مواردی به‌علت اشکال‌های عمده در حساب‌ها یا محدودیت‌هایی که از جانب دستگاه صادرکننده در امر رسیدگی ایجاد شده، سازمان حسابرسی از اظهار نظر نسبت به گزارش‌های مالی طرح‌های اوراق مشارکت، خودداری کرده است. با این حال، شواهدی از پیامد منفی یا تنبیه دستگاه‌های صادرکننده اوراق به‌علت عدم تهیه و ارائه به‌موقع صورت‌های مالی طرح‌ها یا اظهار نظر ناموافق حسابرس امین در دست نیست.

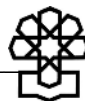
ح) اگر این فرض بنیادی را پذیرفته شده بدانیم که انجام دادن هر عمل یا حتی خودداری از آن، مستلزم تصمیم‌گیری و لازمه تصمیم‌گیری درست و آگاهی است. پس تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در اوراق مشارکت یا هر نوع اوراق بهادار دیگر و تصمیم‌گیری در مورد صدور و انتشار اوراق یا هر نوع تصمیم‌گیری دیگری توسط مراجع مختلف در صورتی منطقی خواهد بود که بر اطلاعات متکی باشد. در مقررات مربوط به اوراق مشارکت مصوب بانک مرکزی و در آیین‌نامه اجرایی قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت پیش‌بینی شده است که ناشر اوراق، اطلاعیه‌ای حاوی گزارش وضعیت مالی و عملکرد اجرایی طرح را همراه اظهار نظر امین، حداقل هر شش‌ماه یا در مقطعی که توسط بانک مرکزی تعیین می‌شود از طریق یکی از روزنامه‌های کثیرالانتشار منتشر کند. این الزام، فاقد ضمانت اجرایی کافی است.

ط) طبق قانون مشارکت و مقررات قبلی راجع به اوراق مزبور، دارندگان اوراق مشارکت در سود حاصل از اجرای طرح‌های موضوع اوراق مشارکت شریک هستند. این مشارکت در صورتی معنادار خواهد بود که طرح مربوط تا سررسید اوراق

مشارکت خاتمه یابد و اراضی آماده‌سازی شده یا ابنیه و تأسیسات یا کالاهای تولیدی طرح به فروش برسد و در نهایت سود طرح تعیین شود. تجربه اجرای طرح‌های مختلف در کشور ما این است که به‌طور معمول طرح‌ها در مدت زمان پیش‌بینی شده به اتمام نمی‌رسند و طرح‌های موضوع اوراق مشارکت نیز نمی‌توانند از این روال عمومی خارج باشند به‌ویژه که مدت زمان لازم برای فروش نیز به دوره طرح افزوده می‌شود. چنانچه طرح موضوع اوراق مشارکت در محدوده زمانی مقرر خاتمه نیابد یا اراضی آماده‌سازی شده یا ابنیه و تأسیسات طرح یا کالاهای ساخته شده تا سررسید اوراق فروش نرفته باشد، به‌طور طبیعی تعیین سود قطعی طرح اگر ناممکن نباشد لاقلاً براساس برآورد مبهم خواهد بود. علاوه بر این، اجرای طرح‌ها در مدت زمانی بیش از دوره پیش‌بینی شده و توقف طرح در طول اجرای آن موجب بالا رفتن هزینه‌ها و در نتیجه کاهش سود خواهد شد یا به زیان منتج می‌شود. چگونگی برخورد با موارد یاد شده در مقررات اوراق مشارکت پیش‌بینی نشده است.

ی) بدیهی است پیش‌بینی فروش  $76/5$  هزار میلیارد تومان اوراق مشارکت، در صورت عدم تحقق کامل آن، محملی برای تأمین درآمدی بودجه و تحمیل آن به سایر منابع از جمله استقراض از بانک مرکزی و رشد پایه پولی و نتیجه تورمی آن خواهد شد.

ک) به‌نظر می‌رسد با توجه به تجارب سال‌های گذشته و ظرفیت بازار پول ایران امکان عملی فروش این حجم عظیم از اوراق مشارکت وجود نداشته باشد.



## نتیجه‌گیری و پیشنهادها

با عنایت به تحلیل‌های فوق می‌توان نتایج ذیل را ارائه کرد:

۱. بازده مورد انتظار اوراق مشارکت در لایحه بودجه سال ۱۳۹۱ مشخص نیست، لذا نمی‌توان نسبت به انتفاعی بودن طرح‌های مرتبط با آن اطمینان داشت. همچنین در قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت، مرجع تشخیص انتفاعی بودن طرح‌های عمرانی دولتی که برای آن اوراق مشارکت منتشر می‌شود، هیئتی مرکب از نمایندگان وزارت امور اقتصادی و دارایی، سازمان مدیریت و برنامه‌ریزی کشور و بانک مرکزی ایران است. بررسی و ارزیابی سایر طرح‌ها، برعهده بانک مرکزی است. به این ترتیب، یک نهاد دولتی مسئولیت نظم‌دهی به انتشار اوراق مشارکت را برعهده دارد که این امر با تجارب جهانی موجود در زمینه سازوکار ناظر بر انتشار و پذیرش اوراق بهادار منطبق نیست.

۲. هر چند ظرفیت انتشار اوراق مشارکت در اقتصاد ایران در سطح بالایی وجود دارد و نباید صرف اینکه سقف آن بالا رفته است، نسبت به سقف مذکور انتقاد کرد، اما باید توجه داشت که افزایش و رشد چشمگیر آن در بودجه سال ۱۳۹۱ کل کشور منطقی به نظر نمی‌رسد.

۳. متوسط دوره سررسید یا بازدهی اوراق مطابق با استانداردهای بین‌المللی است.

۴. افزایش این حجم از انتشار اوراق مشارکت در بهترین حالت حداقل در

کوتاه‌مدت موجب جایگزینی بخش عمومی به جای بخش خصوصی خواهد شد.

۵. سازوکار نحوه تعیین سود اوراق مشارکت شفاف و دقیق نیست.

۶. در صورت انتشار سطح معقولی از اوراق مشارکت و مدیریت بهینه منابع این اوراق و هدایت آن به سمت فعالیت‌های مولد، می‌توان به رشد اقتصادی بیش از پیش کمک کرد. همچنین با عنایت به نتایج فوق پیشنهادهای ذیل ارائه می‌شود:

الف) علاوه بر اینکه رقم انتشار اوراق مشارکت در بخش تملک دارایی‌های مالی باید لحاظ شود، جدول مربوط به مبلغ، دوره سررسید، میزان سود و میزان بازدهی اوراق نیز باید در جداول پیوست بودجه کل کشور ارائه شود.

ب) باید محل مصرف منابع، ناشر (میزان انتشار و سهم از کل انتشار) و نهاد تضمین‌کننده بازپرداخت وجه اوراق در سررسید معین باشد، تا یک شرکت یا نهاد عمومی اقدام به انتشار و یا تضمین بی‌رویه اوراق نکند.

ج) در لایحه بودجه سال ۱۳۹۱ کل کشور تأکید شود که ناشران اوراق نباید از محل دیگر اقدام به استقراض نمایند و یا اگر بدهی دارند باید این بدهی قبل از انتشار اوراق مشارکت تسویه شود. برای نمونه نمی‌توان انتظار داشت که دولت هم به بانک‌ها بدهکار باشد و هم اوراق مشارکت منتشر کند و بانک‌ها نیز آن را خریداری نمایند. لذا اگر دولت یا شرکت‌های دولتی به بانک‌ها بدهکار باشند، بانک‌ها نباید اوراق مشارکت دولت و یا شرکت‌های مربوطه را در سررسید و یا قبل از آن خریداری کنند.

### منابع و مآخذ

- در داخل متن ارائه شده است.



مرکز پژوهش‌ها  
مجلس شورای اسلامی

شماره مسلسل: ۱۲۲۹۳

شناسنامه گزارش

عنوان گزارش: درباره لایحه بودجه سال ۱۳۹۱ کل کشور ۴۸. بررسی تطبیقی  
جنبه‌های اقتصادی انتشار اوراق مشارکت

نام دفتر: مطالعات اقتصادی (گروه بازارهای مالی)

تهیه و تدوین: صمد عزیزنژاد

ناظر علمی: احمد شعبانی

مقتضی: کمیسیون برنامه و بودجه و محاسبات

ویراستار تخصصی: —

ویراستار ادبی: —

واژه‌های کلیدی:

۱. اوراق مشارکت

۲. تعهدات

۳. نقدینگی

۴. تولید ناخالص داخلی

۵. بودجه عمومی

تاریخ انتشار: ۱۳۹۰/۱۲/۱۵