

بررسی لایحه بودجه سال ۱۳۹۴ کل کشور  
۵۷. تحلیل جایگاه اوراق در بودجه (بصره «۶»)  
(ویرایش اول)

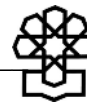
معاونت پژوهش‌های اقتصادی  
دفتر: مطالعات اقتصادی

کد موضوعی: ۲۲۰  
شماره مسلسل: ۱۴۱۱۵  
دی‌ماه ۱۳۹۳

## به نام خدا

### فهرست مطالب

۱	چکیده
۱	مقدمه
۲	۱. خطر تسویه بدهی با بدهی؛ بازی شبه پونزی
۴	۲. بررسی بندهای تبصره «۶»
۴	۲-۱. مروری خلاصه بر بندهای تبصره «۶» لایحه بودجه سال ۱۳۹۴ کل کشور
۴	۲-۱-۱. بند «الف» تبصره «۶»
۴	۲-۱-۲. بند «ب» تبصره «۶»
۴	۲-۱-۳. بند «ج» تبصره «۶»
۴	۲-۱-۴. بند «د» تبصره «۶»
۵	۲-۱-۵. بند «ه» تبصره «۶»
۵	۲-۱-۶. بند «و» تبصره «۶»
۵	۲-۱-۷. بند «ز» تبصره «۶»
۵	۲-۱-۸. بند «ح» تبصره «۶»
۵	۲-۱-۹. بند «ط» تبصره «۶»
۵	۲-۱-۱۰. بند «ی» تبصره «۶»
۶	۲-۱-۱۱. بند «ک» تبصره «۶»
۶	۲-۱-۱۲. بند «ل» تبصره «۶»
۶	۲-۲. تحلیل و ملاحظات بندهای مربوط به تبصره «۶»
۱۷	۳. تطبیق انتشار اوراق با سیاست‌های کلی اقتصاد مقاومتی
۱۸	بحث و نتیجه‌گیری
۲۰	منابع و مأخذ



بررسی لایحه بودجه سال ۱۳۹۴ کل کشور  
۵۷. تحلیل جایگاه اوراق در بودجه (تبصره «۶»)  
(ویرایش اول)

چکیده

یکی از منابع تأمین مالی دولت‌ها، تأمین مالی از بدنه اجتماع و آحاد مردم می‌باشد. همانند سنوات گذشته در لایحه بودجه سال ۱۳۹۴ کل کشور نیز منابع حاصل از فروش اوراق بهادار در ذیل منابع بودجه در نظر گرفته شده است. نتایج بررسی‌های این پژوهش حاکی از آن است که تحقق پیش‌بینی‌های انجام شده درباره اولاً انتشار و فروش ۱۱۰ هزار میلیارد ریال اوراق بهادار توسط دولت، ثانیاً انتشار و فروش ۱۸۵ هزار میلیارد ریال اوراق بهادار توسط وزارتخانه‌های دولتی، شرکت‌های تابعه آنها و شهرداری‌ها در لایحه بودجه سال ۱۳۹۴، امکان‌پذیر نبوده و خوش‌بینانه است، لذا کسری بودجه دولت از محل عدم تحقق وصولی‌ها ناشی از فروش ۱۱۰ هزار میلیارد ریال اوراق بهادار که جزء منابع عمومی تلقی شده است، دور از انتظار نخواهد بود. از طرف دیگر انتشار این اوراق و به‌طور خاص اوراق مشارکت دارای ملاحظات قانونی و عملکردی بوده که قابل چشم‌پوشی نمی‌باشد و لذا نگرانی‌ها درخصوص چگونگی کمک به تحقق اهداف سیاست‌های کلی اقتصاد مقاومتی از طریق انتشار اوراق و خصوصاً اوراق مشارکت جدی است.

مقدمه

همانند سال‌های گذشته، بخشی از منابع بودجه امسال را منابع حاصل از فروش اوراق بهادار (غیر از سهام) تشکیل می‌دهند. در واقع بخش دولتی، قسمتی از کسری درآمدهای خود را با استقراض از مردم<sup>۱</sup> پوشش می‌دهد. بدین‌وسیله پرداخت فصلی سود اوراق و چندساله اصل اوراق با حجمی بالاتر از میزان استقراض به تعویق می‌افتد. این شکل تسویه بدهی حال با بدهی‌ای موجد اما بیشتر و البته در مقیاس غیردولتی شیوه‌ای است که در ادبیات اقتصادی به بازی پونزی مشهور است. در ادامه ابتدا بازی پونزی و جایگاه آن در سیاست‌گذاری‌های بودجه‌ای به‌طور بسیار خلاصه معرفی می‌شود، به‌دنبال آن

۱. در عقود مشارکتی اصل بر مشارکت و سهیم بودن مردم در پروژه‌های ناشر اوراق مشارکت است، اما متأسفانه آنچه که اتفاق می‌افتد، تعیین سود ثابت سالیانه و تأمین مالی سودها و اوراق سررسید شده است. همان‌طور که در ادامه اشاره خواهد شد، این امر در اسناد خزانه اسلامی از وضوح بیشتری برخوردار است؛ دولت بدهی حال خود را با استقراض از مردم به بدهی‌ای مؤخر با حجمی بیشتر تبدیل می‌کند.

احکام تبصره «۶» با سیاست‌های کلی اقتصاد مقاومتی سنجیده و در ادامه بررسی بندهای مختلف تبصره «۶» مورد اشاره قرار می‌گیرد.

### ۱. خطر تسویه بدهی با بدهی؛ بازی شبه پونزی

در اقتصاد سرمایه‌داری، سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت غالباً به وسیله بدهی تأمین مالی می‌گردند. در چنین اقتصادی، سابقه موفق یک سرمایه‌گذاری در کسب سود مناسب، تمایل سرمایه‌گذاران را به تداوم و افزایش سطح سرمایه‌گذاری از محل ایجاد بدهی‌های جدید فزونی می‌بخشد. فرض اساسی در چنین حالتی آن است که سود سرمایه‌گذاری‌ها همواره بزرگ‌تر از میزان تعهدات بدهی‌ها باقی خواهد ماند، لکن در جهانی که عدم اطمینان‌ها در آن سلطه دارد، این فرض لزوماً توسط واقعیت‌ها تأیید نمی‌شود. به عبارت دیگر، فرآیندهای بازار هیچ تضمینی فراهم نمی‌کنند که تقاضای مؤثر بازار، همیشه برای ایجاد سودی به اندازه کافی بزرگ، که بانکداران و کارفرمایان را قادر به ایفای تعهدات بدهی‌شان کند، کافی باشد. از این رو ورود به یک بازی پونزی یا شبیه آن به معنای ایجاد بدهی بیشتر و جدیدتر برای بازپرداخت بدهی‌های قبلی، دور از انتظار نخواهد بود. در بازی پونزی هنگامی که سود واقعی بازار امکان پرداخت بهره‌های وعده داده شده را نمی‌دهد، بهره پول مشتریان اولیه از محل سرمایه مشتریان جدید پرداخت می‌شود. پایداری و ادامه فعالیت بستگی به وجود یک جریان پیوسته جذب افراد جدید خواهد داشت.<sup>۱</sup>

پونزی گیم یا بازی پونزی در اصطلاح علم اقتصاد به نوعی عملکرد مالی افراد یا شرکت‌ها گفته می‌شود که از طریق گرفتن وام‌های بهره‌دار بزرگ‌تر برای پس دادن وام‌های بهره‌دار کوچک‌تر قبلی و استمرار این روند اقدام کرده «پونزی گیم» را شکل می‌دهند. ریشه این نامگذاری از زندگی یک ایتالیایی به ظاهر خلاق به نام «پونزی» نشئت می‌گیرد. وی که هیچ‌گونه دارایی نداشت، مبلغ قابل توجهی را برای چند روز از یک مؤسسه مالی یا یک صراف حرفه‌ای استقراض کرد، اما بلافاصله با ارائه سند این استقراض بزرگ به عنوان دلیلی بر اعتبار مالی بالای خود به صراف دیگری، مبلغ کلانتری با مدت بازپرداخت بیشتر از وی قرض کرد و طبیعتاً بلافاصله بدهی اول خود را پرداخت کرد. پونزی این روش را تا پایان عمر خود ادامه داد و البته هیچ یک از مؤسسات مالی یا صرافان بابت وام دادن به وی، متضرر نشدند بجز آخرین مورد که قطعاً مبلغ بسیار زیادی نیز به وی قرض داده بود.<sup>۲</sup>

۱. وهاب قليچ، مهدی تقوی و محسن خدابخش، اثرات تعهدات بدهی در شکنندگی نظام بانکی، فصلنامه پول و اقتصاد، شماره ۸، تابستان ۱۳۹۰.

۲. هرچند آنچه که اهمیت دارد تذکر به این روش تأمین مالی زیان‌آور می‌باشد، اما لازم به ذکر است که از شیوه پونزی تقریرات متفاوتی ارائه شده است، در ذیل منبع دو تقریر متفاوت ارائه می‌گردد:

(الف) پونزی یا شارلاتانیسم مالی؛ غلامحسین دوانی؛ حسابدار رسمی، پاییز ۱۳۸۸، دوره جدید، شماره ۷ (۶ صفحه - از ۱۵ تا ۲۰)



## ۲. بررسی بندهای تبصره «۶»

### ۲-۱. مروری خلاصه بر بندهای تبصره «۶» لایحه بودجه سال ۱۳۹۴ کل کشور

#### ۲-۱-۱. بند «الف» تبصره «۶»

طبق این بند به شرکت‌های وابسته و تابعه وزارتخانه‌های نیرو، نفت، راه و شهرسازی، دفاع و پشتیبانی نیروهای مسلح، ارتباطات و فناوری اطلاعات، صنعت، معدن و تجارت و جهادکشاورزی اجازه داده می‌شود با رعایت قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت مصوب ۱۳۷۶/۶/۳۰ تا سقف یکصد هزار میلیارد (۱۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰) ریال برای اجرای طرح‌های انتفاعی دارای توجیه فنی، اقتصادی و مالی خود با اولویت اجرای پروژه‌ها و طرح‌های میادین نفت و گاز مشترک با همسایگان و... اوراق مشارکت ریالی و یا صکوک اسلامی و با رعایت ماده (۸۸) قانون تنظیم بخشی از مقررات مالی دولت مصوب ۱۳۸۰/۱۱/۲۷ و برای طرح‌هایی که به تصویب شورای اقتصاد می‌رسد، با تضمین خود در خصوص اصل و سود، منتشر نمایند.

#### ۲-۱-۲. بند «ب» تبصره «۶»

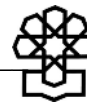
بر اساس این بند به دولت اجازه داده می‌شود تا مبلغ پنجاه هزار میلیارد (۵۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰) ریال اوراق مشارکت ریالی با تضمین خود با بازپرداخت اصل و سود آن به منظور اجرای طرح‌های انتفاعی دارای توجیه فنی، اقتصادی و مالی و طبق قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت منتشر کند و... واگذاری این اوراق به بخش دولتی اعم از شرکت‌ها، بانک‌ها و سایر دستگاه‌ها در بازار پول و قبل از سررسید ممنوع است.

#### ۲-۱-۳. بند «ج» تبصره «۶»

طبق این بند اوراق مشارکت فروش‌نرفته طرح‌های بندهای «الف» و «ب» این تبصره، قابل واگذاری به پیمانکاران، مشاوران و تأمین‌کنندگان تجهیزات همان طرح در سقف مطالبات معوق طرح با تأیید رئیس دستگاه اجرایی و ذی‌حساب ذی‌ربط و معاونت برنامه‌ریزی و نظارت راهبردی رئیس‌جمهور است. اوراق واگذار شده، قابل بازخرید، قبل از سررسید توسط بانک عامل نیست.

#### ۲-۱-۴. بند «د» تبصره «۶»

بر اساس بند مذکور به شهرداری‌های کشور و سازمان‌های وابسته به آنها اجازه داده می‌شود به‌طور مشترک یا انفرادی با مجوز بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران و با اطلاع وزارت کشور تا سقف هفتاد هزار میلیارد (۷۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰) ریال اوراق مشارکت و صکوک اسلامی با تضمین خود با بازپرداخت اصل و سود آن توسط شهرداری‌ها منتشر نمایند.

**۵-۱-۲. بند «ه» تبصره «۶»**

طبق این بند تضمین بازپرداخت اصل و سود اوراق مشارکت برای اجرای طرح‌های قطار شهری به نسبت پنجاه درصد (۵۰٪) دولت و پنجاه درصد (۵۰٪) شهرداری‌ها با نرخ مالیاتی صفر است.

**۶-۱-۲. بند «و» تبصره «۶»**

بر اساس بند «و» بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران موظف است به محض فروش اوراق مشارکت و صکوک اسلامی ارزی و ریالی از سوی دستگاه‌های اجرایی و شهرداری‌ها، گزارش آن را به معاونت برنامه‌ریزی و نظارت راهبردی رئیس‌جمهور و وزارت امور اقتصادی و دارایی (خزانه‌داری کل کشور) اعلام نماید.

**۷-۱-۲. بند «ز» تبصره «۶»**

طبق بند مزبور آیین‌نامه اجرایی نحوه واگذاری، با خرید و بازپرداخت اصل و سود اوراق مشارکت موضوع بندهای «الف» تا «و» و سهم هریک از شرکت‌ها از اوراق منتشره بند «الف» این تبصره با همکاری بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، معاونت برنامه‌ریزی و نظارت راهبردی رئیس‌جمهور و وزارت امور اقتصادی و دارایی حداکثر تا دوماه پس از ابلاغ این قانون تهیه می‌شود و به تصویب هیئت‌وزیران می‌رسد.

**۸-۱-۲. بند «ح» تبصره «۶»**

اوراق مشارکت و صکوک اسلامی منتشر شده موضوع این قانون از پرداخت مالیات معاف است.

**۹-۱-۲. بند «ط» تبصره «۶»**

دولت مجاز است اسناد خزانه اسلامی با حفظ قدرت خرید را با سررسید یک تا سه سال به صورت بی‌نام و یا بانام، صادر کند و به منظور تسویه بدهی مسجل خود بابت طرح‌های تملک دارایی‌های سرمایه‌ای و مابه‌التفاوت قیمت تمام شده برق و آب با قیمت تکلیفی فروش آن در سنوات قبل به شرکت‌های برق و آب مطابق ماده (۲۰) قانون محاسبات عمومی کشور به قیمت اسمی تا سقف سی هزار میلیارد (۳۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰) ریال به طلبکاران غیردولتی واگذار نماید. اسناد مزبور از پرداخت هرگونه مالیات معاف بوده و ...

**۱۰-۱-۲. بند «ی» تبصره «۶»**

به دولت اجازه داده می‌شود بدهی‌های قطعی خود به اشخاص حقیقی و حقوقی تعاونی و خصوصی را که در چارچوب مقررات مربوط تا پایان سال ۱۳۹۲ ایجاد شده، با مطالبات قطعی دولت (وزارتخانه‌ها و مؤسسات دولتی) از اشخاص مزبور تسویه کند. بدین منظور وزارت امور اقتصادی و دارایی، اسناد تعهدی خاصی را با عنوان «اوراق تسویه خزانه» صادر و در اختیار اشخاص حقیقی و حقوقی خصوصی

و تعاونی طلبکار و متقابلاً بدهکار قرار می‌دهد. این اسناد صرفاً به منظور تسویه بدهی اشخاص یاد شده به دستگاه‌های اجرایی و شرکت‌ها و مؤسسات دولتی مورد استفاده قرار می‌گیرد.

#### ۱۱-۱-۲. بند «ک» تبصره «۶»

دولت مجاز است جهت تسویه مطالبات قطعی اشخاص حقیقی و حقوقی و تعاونی از دولت و شرکت‌های دولتی تا سقف ده هزار میلیارد ریال اوراق صکوک اجاره منتشر نماید. اوراق مزبور از پرداخت هرگونه مالیات معاف بوده و... .

#### ۱۲-۱-۲. بند «ل» تبصره «۶»

به وزارت راه و شهرسازی اجازه داده می‌شود نسبت به انتشار و فروش اوراق مشارکت به میزان پانزده هزار میلیارد (۱۵,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰) ریال جهت اجرای طرح‌های آزادراه‌ها و با تضمین بازپرداخت اصل و سود اوراق مزبور از محل عواید حاصل از طرح‌های مذکور (حق دسترسی و عوارض آزادراه‌های احداث شده) با رعایت مفاد قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت اقدام نماید.

### ۲-۲. تحلیل و ملاحظات بندهای مربوط به تبصره «۶»

#### ۱-۲-۲. تحلیل بندهای مرتبط با اوراق مشارکت

پس از تصویب قانون عملیات بانکداری بدون ربا در سال ۱۳۶۲، به طور معمول انتشار اوراق قرضه به جهت دارا بودن قید بهره متوقف گشت، لکن با توجه به تأکید برنامه دوم توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی مصوب سال ۱۳۷۴ مجلس شورای اسلامی، مبنی بر استفاده از ابزارهای مالی جدید و متنوع، مقررات ناظر بر انتشار اوراق مشارکت در چهارم تیرماه ۱۳۷۲ در شورای پول و اعتبار مصوب شد. اوراق مشارکت منتشره ریالی از سال ۱۳۷۲ به بعد در چهار طبقه قابل دسته‌بندی است:

الف) اوراق مشارکت منتشره توسط مؤسسات و نهادهای دولتی به موجب مقررات ناظر بر انتشار اوراق مشارکت،

ب) اوراق مشارکت منتشره توسط دولت و شرکت‌های دولتی به موجب قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت مصوب سال ۱۳۷۶ مجلس شورای اسلامی،

ج) اوراق مشارکت منتشره توسط بانک مرکزی در جهت اعمال سیاست‌های پولی به موجب مواد (۹۱) و (۹۳) قانون برنامه سوم توسعه مصوب سال ۱۳۸۷ مجلس شورای اسلامی

د) جهت تقویت سرمایه بانک‌ها به موجب ماده (۹۳) قانون برنامه سوم توسعه.<sup>۱</sup>

انضباط مالی دولت‌ها در کنترل و جهت‌دهی مشکلات مهم اقتصادی خصوصاً مباحث مربوط به

۱. سیامک یادگاری، درباره لایحه بودجه سال ۱۳۸۴ کل کشور (۴) تحلیل وضعیت اوراق مشارکت، مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، دفتر مطالعات بودجه، شماره مسلسل ۷۲۴۰، ص ۲.



رشد پایه پولی، نقدینگی و تورم بسیار مؤثر است. از این رو اگر دولتی در دوره‌ای به این انضباط مالی تن ندهد باعث به وجود آمدن مشکلاتی در همان دوره و دوره‌های بعدی می‌گردد. تأملاتی قانونی و عملکردی (البته به شکل کلی) پیرامون این اوراق صورت گرفته است (به عنوان مثال می‌توان به گزارش‌های به شماره مسلسل ۱۲۲۹۳ و ۱۲۲۵۰ مراجعه کرد) با عنایت به ضرورت این موضوع در این بخش آسیب‌های مترتب بر انتشار اوراق مشارکت و سیر اوراق بحث می‌شود. در ذیل به برخی از ملاحظات بندهای مرتبط با اوراق مشارکت اشاره می‌گردد:

### **الف) عدم تبیین و بررسی دقیق انتفاعی بودن**

بر اساس قانون اوراق مشارکت، اوراق مشارکت طرح‌های عمرانی دولت، به آن دسته از اوراق مشارکتی اطلاق می‌شود که توسط دولت برای اجرا، تکمیل و توسعه طرح‌های عمرانی انتفاعی منتشر و عرضه می‌شود. انتفاعی بودن طرح‌های عمرانی دولت، طبق مفاد تبصره ماده (۱) قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت<sup>۱</sup> توسط هیئتی مرکب از: نمایندگان وزارت امور اقتصادی و دارایی، سازمان برنامه و بودجه و بانک مرکزی تعیین می‌شود و به استناد مفاد آیین‌نامه اجرایی قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت، منظور از طرح انتفاعی، انتفاع مالی است به نحوی که فایده‌های ناشی از بهره‌برداری طرح، قابل فروش و قابل تبدیل به پول باشد.

همان‌طور که در عناوین طرح‌های تأمین مالی شده مشاهده شد، بسیاری از طرح‌ها، طرح‌های زیربنایی از جمله آبرسانی و... می‌باشند که قابلیت تبدیل به پول این طرح‌ها نیازمند تبیین و تعریف دارد. از طرف دیگر بررسی و ارزیابی بخشی از طرح‌ها، برعهده بانک مرکزی است. به این ترتیب، یک نهاد دولتی مسئولیت نظم‌دهی به انتشار اوراق مشارکتی را برعهده دارد که بخش غالب آن را شرکت‌های دولتی و وابسته انتشار داده‌اند، لذا تحقق شرط انتفاعی بودن اوراق مبهم است.

### **ب) عدم شناسایی میزان سود حاصل از پروژه‌ها و تقویت شبهه ربوی بودن**

طبق مقررات انتشار اوراق مشارکت 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 نشان می‌دهد که اغلب این طرح‌ها در مدت‌زمان پیش‌بینی شده به اتمام نمی‌رسند، به‌ویژه که مدت‌زمان لازم برای فروش نیز به دوره طرح افزوده می‌شود. از سایر مصادیق این امر، توقف اجرای طرح نواب بود که از جمله طرح‌های موضوع اوراق مشارکت است.

۱. آیین‌نامه اجرایی قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت، مصوب ۱۳۷۷/۵/۱۸ هیئت وزیران، ماده (۱).

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 و ارزش نقدی در صورتی که ناممکن نباشد 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.

#### ج) نظارت ناقص بانک مرکزی بر گزارش‌های مالی اوراق مشارکت انتشار یافته

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، 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 متکی بر اطلاعات 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 اظهارنظر امین، حداقل هر ۶ ماه یا در مقاطعی که توسط بانک مرکزی تعیین می‌شود از طریق یکی از روزنامه‌های کثیرالانتشار منتشر کند. علی‌رغم اهمیت و صراحت قانونی این امر (موضوع ماده (۲۱) آیین‌نامه اجرایی قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت مصوب ۱۳۷۷/۵/۱۸ هیئت وزیران) این الزام، فاقد ضمانت اجرایی کافی است. ثمره عملی این عدم ضمانت اجرا شرایط کنونی گزارش‌های مالی انتشار یافته است.

#### د) عدم تبیین و بررسی پروسه واگذاری و بازپرداخت اصل و سود اوراق مشارکت

تعیین نرخ سود واقعی، یک امر ضروری است؛ حال آنکه نرخ سود اوراق مشارکت در اکثر طرح‌های دولتی ممکن است هماهنگ با بازدهی این طرح‌ها تعیین نشود. 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 این‌رو، نرخ سود غیرواقعی از یک طرح بار مالی دولت در زمان سررسید اوراق را افزایش می‌دهد.

پرداخت سود احتمالی اوراق مشارکت از منابع حاصل از فروش اوراق جدید نیز مخالف متن ماده (۴) آیین‌نامه اجرایی قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت (مصوب ۱۳۷۷/۵/۱۸ هیئت وزیران) می‌باشد؛ در این قانون ذکر شده است که: مصرف وجوه حاصل از واگذاری اوراق مشارکت در غیر اجرای طرح‌های مربوط، در حکم تصرف غیرقانونی در وجوه و اموال عمومی محسوب خواهد شد.

علاوه بر نکات فوق تحقیق و بررسی پیرامون به‌وقوع پیوستن موضوع مواد (۱۳) و (۱۵) آیین‌نامه

فوق‌الذکر به قرار ذیل الزامی است:

**«ماده (۱۳)»**

میزان سود قطعی قابل پرداخت به دارندگان اوراق، پس از خاتمه اجرای طرح توسط امین طرح ظرف پنج ماه پس از سررسید نهایی محاسبه و به تأیید بانک مرکزی خواهد رسید.

**ماده (۱۵)**

... مهلت پرداخت مابه‌التفاوت سودهای قطعی و سودهای علی‌الحساب پرداخت شده برحسب انواع اوراق حداکثر ۶ ماه پس از سررسید نهایی اوراق، خواهد بود».

**ه) احتمال جایگزینی بخش دولتی به جای بخش خصوصی**

تراحم<sup>۱</sup> - یا جانشینی جبری - به وضعیتی اطلاق می‌شود که بخش دولتی با افزایش استقراض از جامعه به منظور افزایش سرمایه‌گذاری‌های خود، منابع مالی را از دسترس بخش خصوصی خارج کرده موجب کاهش سرمایه‌گذاری بخش خصوصی شده و بدین ترتیب سهم سرمایه‌گذاری بخش دولتی از سرمایه‌گذاری کل اقتصاد افزایش می‌یابد. افزایش این حجم از انتشار اوراق مشارکت صکوک و اسناد خزانه اسلامی در بهترین حالت حداقل در کوتاه مدت موجب جایگزینی بخش عمومی به جای بخش خصوصی خواهد شد.<sup>۲</sup> 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. با توجه به ظرفیت مشخص و محدود بانک‌های تجاری برای پرداخت تسهیلات و وام به بخش‌های خصوصی و متقاضیان عام، تخصیص یافتن منابع این بانک‌ها به اوراق مشارکتی که اکثراً توسط نهادهای دولتی و وابسته به دولت انتشار یافته است، موجب خروج این منابع از دسترس بخش خصوصی می‌شود.

تجربه کوتاه اجرای سیاست مزبور نشان می‌دهد، به رغم تفاوت اندک نرخ سود علی‌الحساب این اوراق با نرخ سود سپرده‌های بلندمدت نظام بانکی (در اغلب موارد) به دلایل گوناگون از جمله، تضمین بانک‌های معتبر در بازپرداخت اصل و سود علی‌الحساب و سود قطعی اوراق مشارکت و سرعت نقدشوندگی بالای اوراق مشارکت، در مجموع استقبال عمومی از این سیاست قابل توجه بوده است. با توجه به نزدیکی ترجیحات - از حیث طول دوره سپرده‌گذاری، میزان ریسک و نرخ سود - سپرده‌گذاران بانکی به خریداران اوراق مشارکت این حجم استقبال و خرید اوراق مشارکت می‌توانست در نظام بانکی محقق گردد<sup>۳</sup> که به سمت خرید اوراق جهت‌گیری شده است.

**1. Crowding Out**

۲. گزارش بررسی بودجه سال ۱۳۹۱ کل کشور، اوراق مشارکت ریالی، به شماره مسلسل ۱۲۲۵۰، مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی دفتر مطالعات برنامه و بودجه.

۳. افزایش منابع بانکی از قبل این سپرده‌گذاری‌ها می‌توانست توان وام‌دهی بانک‌ها در تجهیز منابع بخش خصوصی افزایش دهد.

### و) مبهم بودن محاسبه سود شرکت‌ها و مؤسسات ناشر

در اوراق مشارکت شرکت‌های دولتی که تاکنون منتشر شده سازمان حسابرسی به عنوان امین انتخاب شده است؛ اما به علت عدم تهیه و ارائه به موقع 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 به علت اشکال‌های عمده در حساب‌ها یا محدودیت‌هایی که از جانب دستگاه صادرکننده در امر رسیدگی ایجاد شده، سازمان حسابرسی از اظهارنظر نسبت به گزارش‌های مالی طرح‌های اوراق مشارکت، خودداری کرده است. با این حال، شواهدی از پیامد منفی یا تنبیه دستگاه‌های صادرکننده اوراق به علت عدم تهیه و ارائه به موقع صورت‌های مالی طرح‌ها یا اظهارنظر ناموافق حسابرس امین در دست نیست.<sup>۱</sup> با این حال، شواهدی از پیامد منفی یا تنبیه دستگاه‌های صادرکننده اوراق به علت عدم تهیه و ارائه به موقع صورت‌های مالی طرح‌ها یا اظهارنظر ناموافق حسابرس امین در دست نیست. از طرف دیگر به علت فرا رسیدن سررسید اوراق منتشر شده قبل از اتمام پروژه، نحوه محاسبه هزینه و سود این اوراق قبل از بازدهی و سودرسانی مبهم است.

### ز) عدم تناسب میزان انتشار با عملکرد تحقق یافته

بررسی حجم اوراق مشارکت از معیارهای مورد توجه در تحلیل این اوراق می‌باشد. در راستای بررسی حجم این اوراق در جداول ۱ و ۲، حجم اوراق مشارکت انتشار یافته و فروخته شده توسط دولت و بانک مرکزی ارائه شده است. هرچند عملکرد این اوراق (بجز اوراق منتشره بانک مرکزی) در سال ۱۳۹۲ (۱۱,۶۰۰ میلیارد ریال) با کاهش قابل توجهی مواجه بوده است، اما همان‌طور که در بندهای تبصره «۶» لایحه بودجه سال ۱۳۹۴ کل کشور مشهود است پیشنهاد حجم اوراق مشارکت در این لایحه، معادل ۲۳۵,۰۰۰ میلیارد ریال<sup>۲</sup> است. اگر میانگین فروش این اوراق در چهارسال گذشته مدنظر قرار گیرد، با توجه به اینکه این میانگین ۸۴,۵۹۰ میلیارد ریال (کمتر از ۸,۵۰۰ میلیارد تومان) می‌باشد، انتظار فروش سه برابری این مقدار در سال آتی موجه نمی‌باشد.

از طرف دیگر اگر مطابق دوره‌های پیشین سررسید اوراق مشارکت چهارساله باشد، حجم سررسید شده این اوراق در سال آتی ۵۲۵۰۰ میلیارد ریال خواهد بود، این در حالی است که تنها ۱۵,۸۷۰ میلیارد ریال یعنی تنها ۳۰ درصد از حجم سررسید شده در سمت تملک‌دارایی‌های لایحه<sup>۳</sup> مدنظر

۱. صمد عزیزنژاد، درباره لایحه بودجه سال ۱۳۹۱ کل کشور ۴۸. بررسی تطبیقی جنبه‌های اقتصادی انتشار اوراق مشارکت، مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، دفتر مطالعات اقتصادی، شماره مسلسل ۱۲۲۹۳، ص ۱۸.

۲. مجموع حجم اوراق در لایحه مذکور ۲۹۵,۰۰۰ میلیارد ریال است که که حجم ۶۰,۰۰۰ میلیارد ریال اسناد خزانه پیشنهاد شده است.

۳. جدول شماره ۴ لایحه بودجه کل کشور سال ۱۳۹۴.



قرار گرفته است. بدین ترتیب تحقق پیش‌بینی‌های انجام شده درباره اولاً انتشار و فروش ۱۱۰ هزار میلیارد ریال اوراق بهادار توسط دولت، ثانیاً انتشار و فروش ۱۸۵ هزار میلیارد ریال اوراق بهادار توسط وزارتخانه‌های دولتی، شرکت‌های تابعه آنها و شهرداری‌ها امکان‌پذیر نبوده و خوش‌بینانه است، لذا کسری بودجه دولت از محل عدم تحقق وصولی‌ها ناشی از فروش ۱۱۰ هزار میلیارد ریال اوراق بهادار که جزء منابع عمومی تلقی شده است، دور از انتظار نخواهد بود.<sup>۱</sup>

جدول ۱. عملکرد اوراق مشارکت طی پنج‌ساله اخیر (میلیارد ریال)

سال	نوع	انتشار	فروش	درصد فروش از انتشار
۱۳۸۹	بودجه‌ای	۸۹,۴۲۰	۸۷,۷۸۶	۹۸
۱۳۸۹	غیربودجه‌ای	۹۰,۰۰۰	۹۰,۰۰۰	۱۰۰
۱۳۹۰	بودجه‌ای	۸۲,۱۶۷	۴۸,۴۴۲	۵۹
۱۳۹۰	غیربودجه‌ای	۱۰,۰۰۰	۴,۰۴۷	۴۰
۱۳۹۱	بودجه‌ای	۱۲۰,۴۴۹	۹۶,۴۸۷	۸۰
۱۳۹۱	غیربودجه‌ای	۰	۰	
۱۳۹۲	بودجه‌ای	۱۸,۵۰۰	۱۱,۵۹۸	۶۲
۱۳۹۲	غیربودجه‌ای	۰	۰	
۱۳۹۳	بودجه‌ای	۰	۰	
۱۳۹۳	غیربودجه‌ای	۰	۰	

مأخذ: اطلاعات رسمی بانک مرکزی (نامه مورخ ۱۳۹۳/۹/۱۶ به شماره ۹۳/۲۵۸۷۹۷).

جدول ۲. عملکرد اوراق مشارکت بانک مرکزی طی پنج‌ساله اخیر

(میلیارد ریال)

سال	انتشار	فروش	درصد فروش از انتشار
۱۳۸۹	۰	۰	
۱۳۹۰	۰	۰	
۱۳۹۱	۱۰۰,۰۰۰	۴۶,۸۶۷	۴۷
۱۳۹۲	۳۰,۰۰۰	۲۱,۹۳۵	۷۳
۱۳۹۳	۰	۰	

مأخذ: همان.

ازسوی دیگر، شرایط موجود اقتصادی و کمبود نقدینگی، امکان تأمین وجوه لازم را از سایر منابع درآمد ناشران منتفی می‌کند. در نتیجه بانک‌های عامل (به‌ویژه در مورد بخش دولتی)، به عنوان ضامن، ممکن است ناگزیر شوند اصل مبلغ اوراق را از محل منابع خود یا در واقع از منابع سپرده‌گذاران بازپرداخت کنند و به این ترتیب جانشین دارندگان اوراق مشارکت شوند. این

۱. بررسی لایحه بودجه سال ۱۳۹۴ کل کشور ۱. نکات مهم و محورهای تصمیم‌گیری (ویرایش اول)

امر نه تنها با هدف‌های انتشار اوراق مشارکت منافات دارد، بلکه سبب می‌شود تا بانک‌های عامل و دستگاه‌های صادرکننده اوراق مشارکت درگیر مشکلات مالی و حقوقی پیچیده شوند. در همین راستا سخنان اخیر رئیس کل محترم بانک مرکزی پیرامون ۲۰۰ هزار میلیارد ریال اوراق مشارکت سررسید شده تا انتهای سال ۱۳۹۳ مؤید ادعای فوق می‌باشد.<sup>۱</sup>

### ح) نقص بازار ثانویه در رفع عدم تطابق سودها

عدم وجود یک بازار ثانویه با کارکرد درست برای اوراق مشارکت و وجود شرایط یکسان ضمانت برای اوراق مشارکت طرح‌های مختلف با بازدهی‌های متفاوت توسط دولت موجب شده که عدم تطابق سودها در مورد اوراق مختلف سبب عدم استقبال از اوراق شود.

### جدول ۳. مسائل اساسی اوراق مشارکت

عدم تبیین و بررسی دقیق انتفاعی بودن	احتمال جایگزینی بخش دولتی به جای بخش خصوصی
عدم شناسایی میزان سود حاصل از پروژه‌ها و تقویت شبهه ربوی بودن	مبهم بودن محاسبه سود شرکت‌ها و مؤسسات ناشر
نظارت ناقص بانک مرکزی بر گزارش‌های مالی اوراق مشارکت انتشار یافته	عدم تناسب میزان انتشار با عملکرد تحقق یافته
عدم تبیین و بررسی پروسه واگذاری و بازپرداخت اصل و سود اوراق مشارکت	نقص بازار ثانویه در رفع عدم تطابق سودها

### ۲-۲-۲. تحلیل اسناد خزانه اسلامی (بند «ط»)

اسناد خزانه اسلامی، ابزاری مناسب برای سرمایه‌گذاری و همچنین سیاست‌های پولی و مالی بانک مرکزی است. در بازار سرمایه متعارف (ربوی)، اسناد خزانه ویژگی‌ها و امتیازهایی نسبت به سایر اوراق دارد. اسناد ابزاری برای پوشش کسری بودجه دولت‌ها محسوب شده که دولت‌ها نیاز خود را با انتشار آن برطرف می‌کنند. به‌علاوه، ابزار سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت برای سرمایه‌گذارانی است که می‌خواهند نقدشوندگی دارایی خود را حفظ کرده و در عین حال، سرمایه‌گذاری کنند. از همین رو ابزار موفقی برای سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت است. شرعی بودن انتشار اسناد خزانه با رعایت برخی شرایط خاص توسط کمیته فقهی تخصصی سازمان بورس و اوراق بهادار در تاریخ ۱۳۹۰/۶/۳۰ به تصویب رسیده و برای افتراق از اسناد خزانه متعارف به‌دلیل رعایت ویژگی‌های خاص «اسناد خزانه اسلامی» نام گرفته است. در پی درج نام این

۱. ۱۶,۰۰۰ میلیارد تومان اوراق مشارکت سررسید شده هم‌اکنون روی دست بانک‌ها مانده و ۴,۰۰۰ میلیارد تومان هم تا پایان امسال سررسید می‌شوند؛ بنابراین ۲۰ هزار میلیارد تومان اوراق مشارکت به‌دلیل ضمانت بازپرداخت و بازخرید قبل از سررسید نزد سیستم بانکی باقی مانده است که این مسئله موجب کاهش توان تسهیلات‌دهی و واسطه‌گری مالی را برای بانک‌ها ایجاد کرده است... قابل دسترسی در آدرس زیر:



اوراق در لایحه بودجه سال ۱۳۹۱، سازمان بورس و اوراق بهادار آمادگی خود را برای ایجاد بازار ثانویه این اوراق اعلام کرده است.<sup>۱</sup> دولت می‌تواند براساس بدهی‌هایی که به پیمانکاران دارد، بابت بدهی‌هایش به جای پرداختن پول نقد، اسناد مالی استاندارد شده با قطعات معین و با قابلیت خرید و فروش در بازارهای مالی تحویل دهد.

لازم به ذکر است مبتنی بر شرایط این عقد، بدهی دولت به بانک‌های دولتی و خصوصی متفاوت است و انتشار اوراق برای بانک‌های خصوصی اشکالی ندارد، اما اگر بانک‌های دولتی در پروژه‌های مردمی شرکت کرده باشند، انتشار اوراق اشکالی نداشته، اما اگر با شرکت دولتی معامله کرده باشد، قابل تبدیل به اسناد واقعی نبوده و انتشار اوراق اسناد خزانه برای این اوراق، شرعی محسوب نمی‌شود. در خصوص بدهی دولت به مؤسسات عام‌المنفعه، می‌توان اسناد خزانه اسلامی منتشر کرد. در این راستا ملاحظات ذیل قابل ارائه است:

۱. همان‌طور که در فوق اشاره گردید صحت اوراق خزانه اسلامی منوط به عمل به منویات قانون و ظرافت‌های قانونی این اوراق است که باید در اجرا بدقت مورد مذاقه قرار گیرد.

۲. اسناد خزانه متعارف عمدتاً تا کمتر از یک سال سررسید می‌شوند در حالی که در متن پیشنهادی زمان سررسید، یک تا سه سال در نظر گرفته شده است. با توجه به این که این اوراق دارای کوپن نمی‌باشند، در نظر گرفتن این اوراق برای تأمین مالی بلندمدت، (در مقایسه با اوراق مشارکت) از جذابیت‌های مالی آن برای سرمایه‌گذاران می‌کاهد.

۳. در پیشنهاد عبارت «بدهی مسجل بابت طرح‌های تملک دارایی‌های سرمایه‌ای مطابق ماده (۲۰) قانون محاسبات عمومی (مصوب ۱۳۶۶)....<sup>۲</sup> به طلبکاران غیردولتی...» ذکر شده است. تصریح به اینکه این طرح‌های تملک سرمایه‌ای مربوط به بخش خصوصی، بانک‌های دولتی و یا بخش عمومی غیردولتی بوده و شامل شرکت‌های دولتی نمی‌باشد؛ ضروری است. زیرا طبق مصوبات کمیته فقهی بورس، انتشار اسناد در مورد بدهی‌های شرکت‌های دولتی (به استثنای بانک‌ها) و جاهت شرعی ندارد.<sup>۳</sup>

۴. در مورد میزان انتشار این اوراق باید به کشش‌پذیری بازار توجه داشت. با توجه به اینکه هنوز

۱. بررسی لایحه بودجه سال ۱۳۹۳ کل کشور ۳۷. حوزه پولی و بانکی، مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، گروه بازارهای مالی، شماره مسلسل ۱۳۴۲۸.

۲. ماده (۲۰) قانون محاسبات عمومی مصوب سال ۱۳۶۶ بیان می‌دارد: «ماده (۲۰) - تسجیل عبارت است از تعیین میزان بدهی قابل پرداخت به موجب اسناد و مدارک اثبات‌کننده بدهی».

۳. در صورتی که اسناد خزانه برای بدهی‌های دولت به بانک مرکزی، شرکت‌های دولتی و بیمه‌ها منتشر شود، به جهت عدم تفکیک مالکیت حقوقی بین دولت و نهادهای تابعه دین حقیقی در واقع وجود ندارد، بنابراین وقتی دولت سندی را به بانک مرکزی یا شرکت یا بیمه دولتی می‌دهد و آنها سند مذکور را در بازار می‌فروشند؛ در حقیقت دولت توسط آنان از مردم استقراض با شرط زیاده می‌کند و این رباست (ر.ک. بررسی لایحه بودجه سال ۱۳۹۱ کل کشور ۴۰. بررسی اسناد خزانه اسلامی، صمد عزیززاد، مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، شماره مسلسل ۱۲۲۸۱).

این اوراق با وجود اجازه انتشار در دو قانون بودجه سنوات قبل منتشر نشده و عملکردی نداشته است نمی‌توان در مورد میزان تحقق‌پذیری آن نظر داد. عملکرد این اوراق در سال‌های منتهی به سال ۱۳۹۳ صفر بوده است،<sup>۱</sup> لذا لحاظ کردن این بخش از منابع به‌عنوان جزئی از منابع قطعی‌الحصول بودجه صحیح نمی‌باشد.

۵. صرف‌نظر از عملکرد گذشته این اوراق، با فرض غیرصفر بودن عملکرد این اوراق، عملکرد این اوراق در سال آتی متأثر از نرخ‌های بسته سیاست‌گذاری پولی و عملکرد سایر جانشین‌ها می‌باشد.

### ۲-۲-۳. تحلیل اوراق تسویه خزانه (بند «ی»)

برای اولین بار در اسناد رسمی اقتصادی ایران اوراق تسویه خزانه به‌عنوان سندی جهت تهاتر بدهی‌ها و مطالبات مطرح شده است. این ابداع در لایحه بودجه سال ۱۳۹۴ کل کشور در ذیل اوراق بهادار ایجاد شده است. بدیع بودن این شیوه تهاتر، بررسی آن را منوط به وضوح بیشتر و اطلاعات دقیق‌تری می‌کند. در این راستا ملاحظات کلی این اوراق به‌شرح ذیل می‌باشد.

#### جدول ۴. مسائل اوراق اسناد خزانه اسلامی

عدم شفافیت در ماهیت، نحوه تهاتر، لوازم و پیامدها	عدم تصریح در مالکیت طرح‌هایی که در حوزه تملک دارایی تعریف می‌شوند.
نامعین بودن حجم مدنظر و شیوه اجرا	ابهام در تعریف و ماهیت حقوقی اوراق تسویه خزانه
عدم تصویب آیین‌نامه این اوراق و به‌دنبال آن عدم امکان بررسی ابعاد حقوقی اوراق تسویه خزانه	

### ۲-۲-۴. تحلیل‌های مربوط به صکوک اجاره (بند «ک»)

برای اولین بار در لایحه بودجه‌های سنواتی به دولت اجازه انتشار اوراق صکوک اجاره داده شده است. بدیع بودن این روش تأمین مالی در لایحه‌های بودجه مستلزم بررسی بیشتری است.

یکی از مهمترین انواع صکوک معرفی شده در بازار سرمایه ایران، صکوک اجاره است. صکوک اجاره در حقیقت اوراق بهاداری است که دارنده آن به صورت مشاع، مالک بخشی از دارایی است که منافع آن براساس قرارداد اجاره به مصرف‌کننده یا بانی واگذار شده است. در صکوک اجاره حق استفاده از منافع دارایی یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها، در برابر اجاره‌بها از مالک به شخص دیگری منتقل می‌شود. مدت قرارداد اجاره مشخص است و می‌توان اجاره‌بها را در ابتدای دوره، انتهای دوره، با سررسیدهای ماهیانه، فصلی یا سالیانه پرداخت کرد. از آنجا که صکوک اجاره اوراق بهاداری<sup>۲</sup> است که بیانگر مالکیت

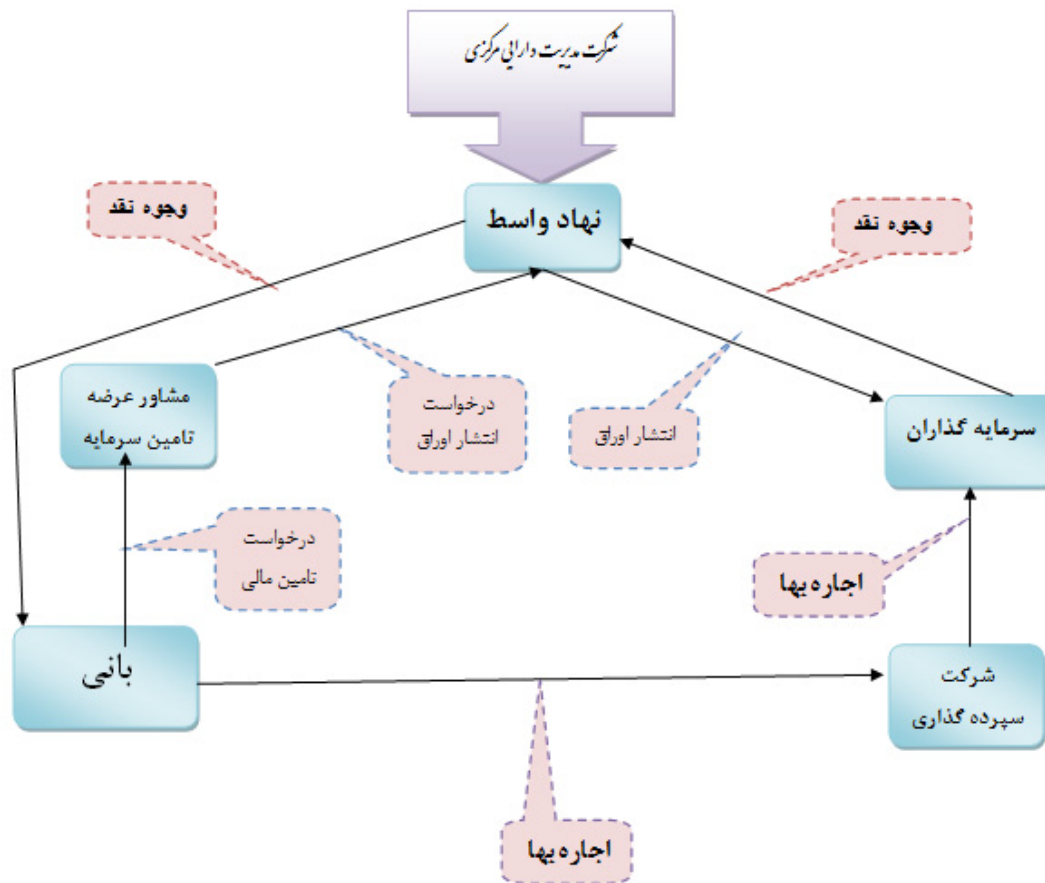
۱. اطلاعات رسمی بانک مرکزی (نامه مورخ ۱۳۹۳/۹/۱۶ به شماره ۹۳/۲۵۸۷۹۷)

۲. انواع اوراق اجاره: اوراق اجاره را می‌توان به روش‌های مختلفی دسته‌بندی کرد. به‌طور خلاصه این اوراق را براساس نوع عقد می‌توان به دو دسته اوراق اجاره عادی و اوراق اجاره به شرط تملیک و براساس نوع بانی به دو دسته شرکت‌های عادی و مؤسسات مالی (بانک‌ها و مؤسسات مالی و اعتباری غیربانکی و لیزینگ‌ها) تقسیم نمود. یا می‌توان اوراق اجاره را با توجه به هدف انتشار به سه دسته شامل اوراق اجاره تأمین دارایی، اوراق اجاره تأمین نقدینگی و اوراق اجاره رهنی تقسیم نمود.



مشاع فرد است، می‌توان آن را در بازار ثانویه و به قیمتی که به وسیله عامل‌های بازار تعیین می‌شود، معامله کرد. نمودار ذیل فرآیند صکوک اجاره را به تصویر می‌کشد.

### نمودار فرآیند انتشار و عملیات صکوک اجاره



یکی از انواع اوراق بهاداری که می‌توان برای سرمایه‌گذاری خرید، صکوک اجاره است. معمولاً شرکت‌های بزرگی که به مشکل مالی برمی‌خورند با تأسیس یک شرکت ثانویه، بخشی از دارایی (مثلاً املاک خود) را به صورت صوری به این شرکت می‌فروشند و خودشان این اموال را از این شرکت اجاره (به شرط تملیک) می‌کنند. حال؛ شرکت دوم بخشی از این ملک را به صورت چندین سهم در بورس می‌فروشد و فایده‌اش برای خریدار این است که در اجاره‌بها شریک می‌شود و پس از پایان مدت اجاره هم سهمش را پس می‌دهد و اصل پولش را پس می‌گیرد. اجاره‌بهایی هم گرفته سود او محسوب می‌شود، یعنی نسبت به اصل سرمایه هرچه بیشتر (در قالب اجاره‌بها) گیرش آمده باشد، درصد سود محسوب می‌شود.

#### رویه اجرایی انتشار اوراق اجاره:

۱. بانای جهت مشخص نمودن شیوه تأمین مالی به یکی از نهادهای دارای مجوز مشاوره عرضه، مراجعه می‌نماید.
۲. مشاور عرضه به نمایندگی از بانای، از سازمان بورس و اوراق بهادار موافقت اصولی تأمین مالی از طریق انتشار اوراق اجاره را دریافت می‌نماید.
۳. مشاور عرضه جهت تعیین نهاد واسط به شرکت مدیریت دارایی مرکزی مراجعه می‌نماید.
۴. پس از اخذ مجوز، نهاد واسط برای تأمین مالی از طرف بانای به انتشار صکوک اجاره مبادرت می‌ورزد.
۵. نهاد واسط دارایی موجود را به بانای اجاره می‌دهد.
۶. نهاد واسط پرداخت‌های منظم اجاره بهای حاصل از دارایی را بین سرمایه‌گذاران توزیع می‌نماید.
۷. پس از پایان مدت اجاره و فروش دارایی به بانای، نهاد واسط مبلغ اسمی اوراق صکوک را به سپرده‌گذاران بازپرداخت می‌نماید.

مبتنی بر مقدمات مذکور ملاحظات ذیل ارائه می‌شود:

۱. طبق دستورالعمل شورای عالی بورس ضمانت اشخاص حقوقی تحت کنترل بانی برای ایفای تعهدات بانی قابل قبول نمی‌باشد.<sup>۱</sup> با توجه به اینکه دولت بانی انتشار اوراق صکوک اجاره است، ابهامی در اینکه چه شخصیت حقیقی یا حقوقی بجز دولت یا نهادهای وابسته آن می‌تواند ضامن او شوند وجود دارد. وجود این ابهام در کنار پاسخ اولیه، واحد بودن بانی و ضامن، تخلف از دستورالعمل کنونی این اوراق را به ذهن متبادر می‌سازد.
۲. از آنجایی که انتشار اوراق صکوک اجاره در ذیل حوزه دو نهاد نظارتی بانک مرکزی و سازمان بورس اوراق بهادار می‌باشد، و هر یک از این دو نهاد ساختار و نحوه نظارت مختص خود را دارد، اتحاد در دستورالعمل‌ها و هماهنگی این نهادها در تعامل با ارکان این اوراق بهادار نیازمند تصریح در تصمیم‌های اتخاذ شده و تعیین تکلیف نحوه نظارت بر اجرای این اوراق است.<sup>۲</sup>
۳. هرچند آثار کلان تأمین مالی‌های موجود در تبصره «۶» بودجه در ذیل سرفصل‌های اولیه گزارش اشاره گردید، اما لازم به ذکر است که همانند سایر بانیان غیردولتی اوراق صکوک، ریسک‌هایی از جمله ریسک عدم بازدهی شرکت‌های دولتی وجود دارد که نیازمند تصمیم‌گیری و تصریح است. چرا که این نوع ریسک‌ها تبعات کلان کسری بودجه را به دنبال خواهد داشت.<sup>۳</sup>
۴. دور از انتظار بودن تحقق شرایط شرعی و قانونی اوراق صکوک اجاره یکی دیگر از ملاحظات این اوراق است. طبق نظر برخی از فقها اوراق صکوک اجاره از مصادیق حیل رباست.<sup>۴</sup> البته از جمله حیل مجاز ربا می‌باشد. مجاز بودن این حیل منوط به تحقق شرایطی از جمله پذیرفته شدن واقعی عقد بیع و بعد از آن اجاره است.<sup>۵</sup>

- 
۱. تبصره «۱۱» ماده (۵) دستورالعمل انتشار اوراق اجاره (مصوب ۱۳۸۹/۵/۱۱، اصلاحیه مصوب ۱۳۹۰/۸/۲۳ شورای عالی بورس).
  ۲. ر.ک. به صکوک اجاره؛ نیازمند همکاری بازار سرمایه و بازار پول؛ گفتگو با دکتر علی سعیدی، فصلنامه تازه‌های اقتصاد، تابستان ۱۳۹۱، شماره ۱۳۶.
  ۳. محمدجواد پاک‌نیت، ریسک‌های صکوک اجاره و مدیریت آن، تازه‌های اقتصادی، شماره ۱۳۶، تابستان ۱۳۹۱.
  ۴. تفاوت صکوک با اوراق قرضه اوراق ربوی با درآمد ثابت به شرح ذیل است:
    ۱. صکوک بیانگر مالکیت یک دارایی مشخص است در حالی که اوراق قرضه فقط حاکی از تعهد بدهی هستند.
    ۲. دارایی موضوع اوراق صکوک از نظر شرعی باید مجاز و صحیح باشد. در حالی که در اوراق قرضه دارایی‌هایی که از نظر اسلام پذیرفته نیست نیز می‌تواند پشتوانه اوراق قرار بگیرد.
    ۳. اعتبار اوراق قرضه به اعتبار صادرکننده یا ناشر آن وابسته است و با آن سنجیده می‌شود در حالی که اعتبار صکوک به ناشر بستگی ندارد، بلکه به ارزش دارایی پشتوانه بستگی دارد.
    ۴. فروش صکوک در بازار ثانویه فروش مالکیت یک دارایی است اما فروش اوراق قرضه فروش بدهی است.
    ۵. در صکوک امکان افزایش اصل دارایی و در نتیجه ارزش خود ورقه صکوک وجود دارد در حالی که اصل بدهی در اوراق قرضه قابلیت افزایش ندارد.
  - در برابر این ۵ تفاوت، وجوه تشابه صکوک و اوراق قرضه هم شامل قابلیت نقدشوندگی در بازار ثانویه، درجه‌بندی اعتباری توسط مؤسسات رتبه‌بندی، قابلیت افزایش اعتبار و تنوع در طراحی و عرضه هستند.
  ۵. صکوک اجاره به‌عنوان حيله ربا، گفتگو با سیدعباس موسویان، تازه‌های اقتصادی، شماره ۱۳۶، تابستان ۱۳۹۱.



۵. از نظر نحوه درج در جداول بودجه، منابع حاصل از فروش اوراق بهادار دولت (اسناد خزانه اسلامی و صکوک اجاره) به میزان ۶۰ هزار میلیارد ریال که صرف تسویه مطالبات اشخاص حقیقی و حقوقی از دولت می‌شود، باید در بخش مربوط به تملک دارایی‌های مالی و تحت عنوان تسویه دیون دولت آورده شود. در لایحه بودجه سال ۱۳۹۴ به این مهم توجه نشده است و لذا حداقل بخش عمده‌ای از این رقم در ترکیب با سایر منابع دولت، به متعادل‌سازی بودجه عمومی دولت کمک کرده است.<sup>۱</sup>

### جدول ۵. مسائل اوراق صکوک اجاره

ابهام در ضامن و نحوه نظارت بر اوراق (نهاد ناظر)	در نظر نگرفتن ریسک‌های اوراق
عدم درج منابع حاصل از فروش اوراق در جداول بودجه	ملاحظات شرعی و قانونی

### ۳. تطبیق انتشار اوراق با سیاست‌های کلی اقتصاد مقاومتی

یکی از اهداف سیاستگذار اقتصادی در شرایط اقتصاد مقاومتی باید کمک به ثبات اقتصادی و مالی و افزایش پیش‌بینی‌پذیری محیط اقتصاد باشد. برای تحقق این مهم لازم است اولاً در بخش واقعی با توجه به منابع محدود کشور، در برنامه‌های سرمایه‌گذاری دولت تجدیدنظر اساسی صورت گرفته و تعهدات بانک‌ها بابت سرمایه‌گذاری‌های سنگین با افق‌های بازدهی بلندمدت برداشته شود و ازسوی دیگر باید حفظ سطح تولید در دستور کار قرار گیرد. بر این اساس تأمین سرمایه در گردش واحدهای تولیدی به‌خصوص آنها که وابستگی بیشتری به کالاهای واسطه و مواد اولیه وارداتی دارند بسیار مهم است. نیاز واحدهای تولیدی به سرمایه در گردش در شرایط جدید به میزان زیادی افزایش یافته است. بنابراین توصیه می‌شود بانک‌ها تأمین سرمایه در گردش واحدهای تولیدی را در اولویت قرار دهند.<sup>۲</sup>

بدیهی است از بخش‌های متفاوت سیاست‌های کلی اقتصاد مقاومتی امکان اخذ رهنمود وجود دارد، اما مصرح‌ترین و مرتبط‌ترین بخش این سیاست‌ها با این بخش از لایحه بودجه (تبصره «۶») بند «۹» سیاست‌های کلی است. راهبرد بند «۹» سیاست‌های کلی اقتصاد مقاومتی عبارت است از «اصلاح و تقویت همه‌جانبه نظام مالی کشور با هدف پاسخگویی به نیازهای اقتصاد ملی، ایجاد ثبات در اقتصاد ملی و پیشگامی در تقویت بخش واقعی».

دو بخش نهایی این بند به دو اصل ثبات و تقویت بخش خصوصی اشاره دارد، لذا بایسته است نظامنامه سیاستگذاری تجمیع و تخصیص یک‌ساله کشور (بودجه) نه تنها مانع ثبات اقتصاد و تقویت

۱. بررسی لایحه بودجه سال ۱۳۹۴ کل کشور ۱. نکات مهم و محورهای تصمیم‌گیری (ویرایش اول).  
۲. فرهاد نیلی، سیاست پولی مقاومتی، تازه‌های اقتصاد، شماره ۱۳۶، تابستان ۱۳۹۱، صص ۱۰-۱۱.

بخش خصوصی نباشد بلکه تقویت‌کننده آنها باشد. جهت‌گیری دولت باید به این سمت باشد که بانک‌ها در ارتباط با بودجه سال ۱۳۹۴ هماهنگ و در راستای تأمین سرمایه در گردش تولیدات داخلی، جهت‌دهی شوند، اما متأسفانه این‌گونه نیست. همان‌طور که در ادامه اشاره خواهد شد با انتشار و فروش این حجم اوراق بهادار در یک‌سال به مجموع بدهی‌های دولت در سال‌های آتی افزوده می‌شود که این امر می‌تواند به ثبات اقتصاد آسیب بزند. از طرف دیگر فروش این مقدار اوراق بخشی از نقدینگی کشور را که می‌توانست در دسترس بخش خصوصی باشد را از دسترس خارج نموده و عملاً تقویت‌کننده و تأمین مالی‌کننده بخش دولتی می‌شود.

از طرف دیگر از آنجایی که یکی از مهمترین مسائل بخش خصوصی، مسئله سرمایه در گردش بوده و سهم قابل توجهی از مطالبات بخش خصوصی نیز مطالبات از دولت و شرکت‌های دولتی است، پیشنهادهایی مانند پیشنهاد «اوراق تسویه خزانه» در بند «ی» تبصره «۶» در لایحه بودجه سال ۱۳۹۴ ارائه شده است. به نظر می‌رسد این بند با توجه به عملکرد ضعیف سال‌های گذشته تنها یک عملیات حسابداری بوده که ممکن است نه تنها رونق‌دهنده تولید نباشد بلکه ایجادکننده بوروکراسی نیز باشد.

### بحث و نتیجه‌گیری

ملاحظات قابل تأملی در مورد اوراق مشارکت و سایر اوراق در ایران وجود دارد که بررسی و نقد این نکات شکل اجرایی این ابزار مالی را مورد توجه و مذاقه قرار می‌دهد. از آنجایی که تنها اوراق مشارکت دارای عملکردی غیرصفر بوده است، به بررسی جامع‌تر این اوراق پرداخته شده است.

دو حیطة عملکردی و قانونی در مورد این اوراق قابل تأمل می‌باشد. به‌طور مثال به‌نظر می‌رسد پرداخت اقساط اوراق از عواید طرح مورد مشارکت نبوده، چراکه این طرح‌ها غالباً بلندمدت بوده و کمتر از ۴ یا ۵ سال به بازدهی خود نمی‌رسند، لذا بالاجبار در این دسته از طرح‌ها پرداخت سود اوراق مشارکت از منابعی غیر از عایدات طرح‌های مورد مشارکت، از جمله حاصل از فروش اوراق مشارکت در دوره بعد، صورت می‌گیرد. از طرف دیگر بلندمدت بودن طرح‌ها طبیعی است اما ۲ ملاحظه در این مورد مدنظر است: اولاً باید سازوکاری - بجز سود علی‌الحساب - در طراحی آیین‌نامه اوراق مشارکت دیده شود تا ناشران موظف به پرداخت سود قبل از بازدهی طرح نبوده و از طرف دیگر الزام کافی برای تسویه حساب کامل هنگام اتمام طرح و بازدهی کامل طرح وجود داشته باشد؛ بدین‌وسیله انتشاردهندگان مجبور به تخلف قانونی و شرعی نمی‌شوند. ثانیاً باید روش‌های دیگر تأمین مالی طرح‌های زیربنایی بلندمدت طراحی و عملیاتی شود. احتمال دیگری



که در مورد اوراق مشارکت متصور است، معاوضه اوراق با اوراق در انتهای سررسید اوراق مشارکت است. به عبارت دیگر احتمال اینکه بانک عامل به جای پرداخت نقدی در مقابل اصل و سود اوراق مشارکت سررسید شده، معادل آن اوراق مشارکت جدیدی را بفروشد وجود دارد.

طی سال‌های گذشته اوراق خزانه اسلامی و صکوک اجاره عملکردی نداشته و تنها اوراق مشارکت انتشار و فروش یافته است. هرچند که عملکرد اوراق مشارکت (بجز اوراق منتشره بانک مرکزی) در سال ۱۳۹۲ (۱۱,۶۰۰ میلیارد ریال) با کاهش قابل توجهی مواجه بوده است، اما همان‌طور که در مطالب فوق مشهود است پیشنهاد حجم این اوراق در لایحه بودجه سال ۱۳۹۴، ۲۳۵,۰۰۰ میلیارد ریال است. اگر میانگین فروش این اوراق در چهار سال گذشته مدنظر قرار گیرد، با توجه به اینکه این میانگین ۸۴,۵۹۰ میلیارد ریال (کمتر از ۸,۵۰۰ میلیارد تومان) می‌باشد، انتظار فروش سه برابری این مقدار در سال آتی موجه نمی‌باشد.

از طرف دیگر اگر مطابق دوره‌های پیشین سررسید اوراق مشارکت چهار ساله باشد، حجم سررسید شده این اوراق در سال آتی ۵۲,۵۰۰ میلیارد ریال خواهد بود، این درحالی است که تنها ۱۵۸۷۰ میلیارد ریال یعنی تنها ۳۰ درصد از حجم سررسید شده در سمت تملک دارایی‌های لایحه<sup>۱</sup> مدنظر قرار گرفته است. بدین ترتیب تحقق پیش‌بینی‌های انجام شده درباره اولاً انتشار و فروش ۱۱۰ هزار میلیارد ریال اوراق بهادار توسط دولت، ثانیاً انتشار و فروش ۱۸۵ هزار میلیارد ریال اوراق بهادار توسط وزارتخانه‌های دولتی، شرکت‌های تابعه آنها و شهرداری‌ها و همچنین انتشار و فروش ۱۲/۵ میلیارد یورو اوراق بهادار ارزی در لایحه بودجه سال ۱۳۹۴، امکانپذیر نبوده و خوش‌بینانه است، لذا کسری بودجه دولت از محل عدم تحقق وصولی‌ها ناشی از فروش ۱۱۰ هزار میلیارد ریال اوراق بهادار (اسناد خزانه اسلامی، اوراق مشارکت و صکوک اجاره) که جزء منابع عمومی تلقی شده است، دور از انتظار نخواهد بود.

از نظر نحوه درج در جداول بودجه، منابع حاصل از فروش اوراق بهادار دولت (اسناد خزانه اسلامی و صکوک اجاره) به میزان ۶۰ هزار میلیارد ریال که صرف تسویه مطالبات اشخاص حقیقی و حقوقی از دولت می‌شود، باید در بخش مربوط به تملک دارایی‌های مالی و تحت عنوان تسویه دیون دولت آورده می‌شد. در لایحه بودجه سال ۱۳۹۴ به این مهم توجه نشده است و لذا حداقل بخش عمده‌ای از این رقم در ترکیب با سایر منابع دولت، به متعادل‌سازی بودجه عمومی دولت کمک کرده است.

با عنایت به موارد مذکور می‌توان پیشنهادهای ذیل را ارائه کرد:

۱. تغییر آیین‌نامه اوراق مشارکت در مورد لزوم منع بازخرید اوراق مشارکت توسط بانک عامل یا تبادلات بین‌بانکی (عدم خرید و فروش بین بانک‌ها).
۲. فراهم آوردن بازار ثانویه و فرهنگ‌سازی جهت اقبال مردم برای اوراق بهادار خصوصاً اوراق مشارکت در این بازار.
۳. لحاظ کردن ارقام، دوره سررسید، میزان سود و میزان بازدهی انتظاری اوراق در جداول پیوست لایحه بودجه.
۴. تمهید مقتضی و تسهیل فرآیند انتشار اوراق بهادار توسط بخش خصوصی.
۵. بازطراحی سازوکار و قانونگذاری نظارت و بازرسی بر ناشران و عاملان اوراق بهادار.
۶. الزام تبیین ابعاد حقوقی و تعیین تکلیف تصویب آیین‌نامه این اوراق تسویه خزانه.
۷. الزام تعیین حجم و سازوکار دقیق تسویه اوراق تسویه خزانه.

#### منابع و مأخذ

۱. درباره لایحه بودجه سال ۱۳۹۱ کل کشور ۱۳. انتشار اوراق مشارکت ریالی، مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، دفتر مطالعات بودجه، شماره مسلسل ۱۲۲۵۰.
۲. درباره لایحه بودجه سال ۱۳۹۱ کل کشور ۴۸. بررسی تطبیقی جنبه‌های اقتصادی انتشار اوراق مشارکت، مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، دفتر مطالعات اقتصادی، شماره مسلسل ۱۲۲۹۳.
۳. سایر منابع در متن ذکر شده است.



مرکز پژوهش‌ها  
مجلس شورای اسلامی

شماره مسلسل: ۱۴۱۱۵

شناسنامه گزارش

عنوان گزارش: بررسی لایحه بودجه سال ۱۳۹۴ کل کشور ۵۷. تحلیل جایگاه اوراق در بودجه (تبصره «۶») (ویرایش اول)

نام دفتر: مطالعات اقتصادی (گروه بازارهای مالی)

تهیه و تدوین: اسماعیل رحیمی نژاد

همکار: صمد عزیزنژاد

ناظران علمی: محمد سلیمانی، رضا زمانی

متقاضی: کمیسیون برنامه، بودجه و محاسبات

ویراستار تخصصی: \_\_\_\_\_

ویراستار ادبی: \_\_\_\_\_

واژه‌های کلیدی:

۱. اوراق مشارکت

۲. اوراق تسویه خزانه

۳. اوراق صکوک اجاره

۴. اسناد خزانه اسلامی

۵. لایحه بودجه سال ۱۳۹۴



تاریخ انتشار: ۱۳۹۳/۱۰/۲۹