

دوره دهم – سال دوم

شماره چاپ: ۷۶۰

تاریخ چاپ: ۱۳۹۶/۹/۲۱

شماره ثبت: ۳۴۸

# بررسی لایحه بودجه سال ۱۳۹۷ کل کشور

## ۶۵. وضعیت بدیهی دولت و انتشار اوراق مالی

کد موضوعی: ۲۳۰

شماره مسلسل: ۱۵۷۰۴

دی ماه ۱۳۹۶

معاونت پژوهش‌های اقتصادی  
دفاتر: مطالعات اقتصاد بخش عمومی  
مطالعات اقتصادی

## به نام خدا

### فهرست مطالب

۱.....	چکیده
۲.....	مقدمه
۲.....	۱. تصویری از اوراق بدهی در لایحه بودجه سال ۱۳۹۷.....
۶.....	۲. ملاحظات انتشار اوراق توسط دولت.....
۶.....	۲-۱. بار مالی اوراق در سال ۱۳۹۷.....
۷.....	۲-۲. میزان بدهی‌های دولت و شرکت‌های دولتی و لزوم توجه به بدهی‌های غیراوراقی.....
۱۰.....	۲-۳. فقدان شفافیت در عملکرد و میزان بدهی‌های دولت از محل انتشار اوراق بهادار.....
۱۰.....	۲-۴. تسویه حداکثری مطالبات بخش غیردولتی از دولت با استفاده از اوراق تسویه خزانه.....
۱۴.....	۲-۵. انحراف از فلسفه اولیه انتشار اوراق بدهی.....
۱۴.....	۳. ابعاد پولی و بانکی انتشار اوراق.....
۱۷.....	۴. مدیریت تبعات احتمالی انتشار اوراق.....
۱۸.....	نتیجه‌گیری.....
۲۰.....	پیشنهادها.....
۲۲.....	منابع و مأخذ.....



## بررسی لایحه بودجه سال ۱۳۹۷ کل کشور ۶۵. وضعیت بدهی دولت و انتشار اوراق مالی

### چکیده

تبصره «۵» لایحه بودجه سال ۱۳۹۷ به انتشار اوراق بهادار اختصاص دارد. در این تبصره، به دولت، شرکت‌های دولتی و شهرداری‌ها اجازه انتشار اوراق مالی ریالی معادل ۷۳۵ هزار میلیارد ریال داده شده است که ۶۵۵ هزار میلیارد ریال آن به دولت و شرکت‌های دولتی اختصاص دارد و ۸۰ هزار میلیارد ریال سهم شهرداری و سازمان‌های وابسته است. همچنین مجموع اوراق ریالی انتشاریافته توسط دولت (با سررسید بیش از یک سال) برابر ۴۳۵ هزار میلیارد ریال است که در جداول لایحه، ۳۸۵ هزار میلیارد ریال آن منعکس شده است. بار مالی ناشی از اصل و سود اوراق سررسید شده در سال ۱۳۹۷ نیز در حدود ۳۵۰ هزار میلیارد ریال (بدون در نظر گرفتن ۳۰ هزار میلیارد ریال اوراق تسویه خزانه) خواهد بود. مطابق با محاسبات صورت گرفته بر مبنای گزارش‌های دولت و داده‌های بانک مرکزی، در پایان سال ۱۳۹۵ نسبت کل بدهی‌های دولت و شرکت‌های دولتی به تولید ناخالص داخلی (GDP) بالغ بر ۵۰ درصد است. این نسبت به میزان قابل توجهی از سقف تعیین شده در برنامه ششم توسعه بیشتر است. مقدار بالای این نسبت در کنار سهم قابل توجه سایر بدهی‌های دولت و شرکت‌های دولتی (غیر از اوراق)، لزوم توجه بیشتر به بدهی‌های غیراوراقی را در کنار کنترل انتشار اوراق نشان می‌دهد. اولین چالش مهم پیش روی افزایش انتشار اوراق مالی، عدم شفافیت عملکرد این اوراق است. بر مبنای بند «پ» ماده (۱) قانون رفع موانع تولید، دولت مکلف بوده است «همزمان با ارائه لایحه بودجه، جدول بدهی‌ها و مطالبات قطعی شده و تعهدات دولت به اشخاص حقوقی خصوصی و تعاونی و مؤسسات عمومی غیردولتی و بانک‌ها و مؤسسات اعتباری و تعهدات آنها به دولت را که به تأیید سازمان حسابرسی کشور رسیده است، به مجلس شورای اسلامی ارائه کند». این در حالی است که در لایحه ۱۳۹۷ چنین جدولی ارائه نشده است. چالش دوم انحراف اوراق بدهی از فلسفه اولیه خود و تبدیل شدن به ابزاری برای ایجاد بدهی، تسویه بدهی‌های قبلی با بدهی‌های جدید و تأمین هزینه‌های جاری است. چالش سوم رقابت میان دولت و بانک‌ها در جذب منابع سرمایه‌گذاران است که منجر به افزایش نرخ سود اوراق و سپرده‌ها شده و هزینه تأمین مالی برای بنگاه‌ها را افزایش خواهد داد. به‌منظور جلوگیری از تعمیق و گسترش چالش‌های مذکور لازم است در بودجه سال ۱۳۹۷ تمهیدات مقتضی پیش‌بینی شود. برخی از این اقدامات و راهکارها عبارتند از:

۱. اضافه کردن بانک مرکزی به چرخه تهاتر بدهی‌های دولت و بخش خصوصی در بند «و» تبصره «۵» که می‌تواند از فشار بدهی‌های دولت بر بخش غیردولتی به میزان قابل توجهی بکاهد.
۲. جلوگیری از انتشار اوراق برای بدهی جدید به طوری که دولت نسبت به سال ۱۳۹۶ دهکارت‌تر نشود.
۳. تعیین سقف برای نسبت انتشار اوراق به منابع عمومی به طوری که از مقدار این نسبت در سال ۱۳۹۶ بیشتر نشود.

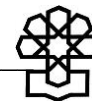
### مقدمه

سال‌های اخیر دولت در لوایح بودجه سنواتی درخواست مجوز به منظور انتشار اوراق برای تأمین مالی موارد مختلف نظیر هزینه‌های جاری، بدهی‌های سررسید شده و طرح‌های تملک سرمایه‌ای می‌کند. تبصره «۵» لایحه بودجه سال ۱۳۹۷ نیز به صدور مجوز برای انتشار اوراق مالی توسط دولت، شرکت‌های دولتی و شهرداری‌ها اختصاص یافته است. تصمیم‌گیری صحیح در این باره نیازمند در نظر گرفتن ملاحظات پیرامون بار مالی، فلسفه انتشار، شفافیت، پایداری مالی دولت و مواردی از این دست است. در این گزارش ابتدا به ارائه تصویری از مجوزهای انتشار اوراق در لایحه بودجه ۱۳۹۷ پرداخته شده، در ادامه بار مالی اوراق سررسید شده در سال ۱۳۹۷ محاسبه و نکاتی درباره آن ارائه شده است. در بخش بعد ضمن بررسی میزان بدهی‌های دولت و شرکت‌های دولتی، با محاسبه سهم اوراق از این بدهی‌ها به اهمیت بدهی‌های غیراوراقی اشاره شده است. سپس چالش‌های اصلی پیش روی انتشار اوراق جدید تبیین گردیده است. در بخش پایانی، ابعاد پولی انتشار اوراق بررسی شده و در نهایت نقش و عملکرد کمیته نظارت بر انتشار اوراق مورد ارزیابی قرار گرفته است.

### ۱. تصویری از اوراق بدهی در لایحه بودجه سال ۱۳۹۷

تبصره «۵» لایحه بودجه ۱۳۹۷ به صدور مجوز برای انتشار اوراق بدهی اختصاص داده شده است. در یک نگاه کلی اوراق مطرح شده در این تبصره را می‌توان به **چهار** دسته کلی تقسیم کرد:

- دسته اول انواع اوراق بدهی ریالی هستند که در بندهای مختلف این تبصره مجوز انتشار آنها به ارزش ۷۰۵ هزار میلیارد ریال به دولت، شرکت‌های دولتی و شهرداری‌ها داده شده است.
- علاوه بر اوراق ریالی، مجوز انتشار ۳ میلیارد دلار اوراق مالی - اسلامی نیز به صورت ریالی - ارزی به شرکت‌های تابعه وزارت نفت داده شده است. معادل ریالی این اوراق (با نرخ دلار ۳۵۰۰۰ ریال) برابر ۱۰۵ هزار میلیارد ریال می‌باشد.
- علاوه بر دو مورد ذکر شده به منظور تسویه بدهی‌های قطعی دولت تا پایان سال ۱۳۹۶ با



مطالبات دولت (به صورت جمعی- خرجی) مجوز صدور ۳۰ هزار میلیارد ریال اسناد (اوراق) تسویه خزانه به دولت داده شده است.

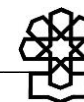
- دسته چهارم بخشی از اسناد خزانه اسلامی است که با سررسید زیر یک سال توسط دولت منتشر شده و هدف آن استمرار جریان پرداخت‌های خزانه کشور است. به دلیل اینکه مطابق با متن بند «ز» تبصره «۵» انتقال تعهدات مربوط به این اسناد به سال آینده ممنوع می‌باشد، رقم این اوراق در جداول لایحه بودجه منعکس نمی‌شود.

در جدول ۱ تبصره‌ها و بندهایی که در لایحه بودجه ۱۳۹۷ به انتشار هر یک از چهار دسته اوراق ذکر شده اختصاص دارد به تفکیک منتشرکننده، نوع اوراق، موضوع انتشار، تضمین‌کننده و مبلغ اوراق آورده شده است.

(میلیارد ریال)

## جدول ۱. اوراق مجوز داده شده در لایحه بودجه سال ۱۳۹۷

تبصره و بند	ناشر	نوع اوراق	موضوع انتشار	تضمین کننده	مبلغ
تبصره «۵» بند «ب»	دولت	اوراق مالی اسلامی (ریالی-ارزی)	طرح‌های تملک دارایی‌های سرمایه‌ای نیمه‌تمام و طرح‌های ساماندهی دانشگاه‌ها	دولت	۲۶۰
تبصره «۵» بند «هـ»	دولت	اسناد خزانه اسلامی	طرح‌های تملک دارایی‌های سرمایه‌ای، خرید تضمینی محصولات استراتژیک کشاورزی، مابه‌التفاوت قیمت تضمینی محصولات با قیمت فروش، تأدیه بدهی سازمان‌های بیمه سلامت و مطالبات تولیدکنندگان برق	دولت	۹۵
تبصره «۵» بند «و»	دولت	اسناد (اوراق) تسویه خزانه	تسویه بدهی‌های قطعی دولت تا پایان سال ۱۳۹۶ با مطالبات دولت (جمعی - خرجی)	دولت	۳۰
تبصره «۵» بند «ز»	دولت	اسناد خزانه اسلامی (با سررسید کمتر از یک سال)	استمرار جریان پرداخت‌های خزانه‌داری کل کشور	دولت	۱۰۰
تبصره «۵» بند «ح»	دولت	اوراق مالی اسلامی	پرداخت اصل و سود اوراق سررسید شده در سال ۱۳۹۷	دولت	۵۰
تبصره «۵» بند «د»	شهرداری‌ها و سازمان‌های وابسته	اوراق مالی اسلامی (ریالی)	حداقل ۵۰ درصد در قطارهای شهری	تضمین کننده ۵۰ درصد از اوراق برای طرح‌های قطار شهری دولت بوده و تضمین کننده مابقی اوراق شهرداری‌ها هستند.	۸۰
تبصره «۵» بند «الف»	شرکت‌های دولتی وابسته به وزارتخانه‌ها، سازمان‌های دولتی دانشگاه‌ها، مؤسسات آموزش عالی و پژوهشی، پارک‌های علم و فناوری	اوراق مالی اسلامی (ریالی)	اجرای طرح‌های دارای توجیه فنی-اقتصادی-مالی	منتشر کننده	۷۰



تبصره و بند	ناشر	نوع اوراق	موضوع انتشار	تضمین کننده	مبلغ
تبصره «۵» بند «ط»	شرکت‌های تابعه وزارت نفت و صنعت	اوراق مالی اسلامی (ارزی-ریالی)	سرمایه‌گذاری در طرح‌های نفت و گاز با اولویت میداین مشترک و طرح‌های زیربنایی و توسعه‌ای وزارت صنعت	منتشرکننده	۵۰
تبصره «۵» بند «ی»	شرکت‌های تابعه وزارت نفت	اوراق مالی اسلامی (ریالی - ارزی)	بازپرداخت اصل و سود اوراق سررسید شده، تسهیلات بانکی و تضامین سررسید شده و بدهی‌های سررسید شده پیمانکاران بیع متقابل	منتشرکننده	۳ میلیارد دلار
مجموع اوراق ریالی - ارزی لایحه بودجه سال ۱۳۹۷					
مجموع اوراق ریالی لایحه بودجه سال ۱۳۹۷					
(دولت، شرکت‌های دولتی و شهرداری‌ها)					
مجموع اوراق ریالی انتشار یافته توسط دولت و شرکت‌های دولتی					
مجموع اوراق ریالی انتشار یافته توسط دولت (با سررسید بیش از یک سال)					
مجموع اوراق ریالی تضمین شده توسط دولت (با سررسید بیش از یک سال)					
۴۷۵-۴۵۵					

همان‌طور که در جدول ۱ مشاهده می‌شود، در لایحه بودجه ۱۳۹۷ در مجموع مجوز انتشار ۷۳۵ هزار میلیارد ریال انواع اوراق بدهی ریالی به دولت، شرکت‌های دولتی و شهرداری‌ها صادر شده است. انتشار این اوراق ماهیت استقراض از بخش خصوصی را دارد. از ۷۳۵ هزار میلیارد ریال انواع اوراق بدهی ریالی، مجوز انتشار ۶۵۵ هزار میلیارد ریال آن به دولت و شرکت‌های دولتی اختصاص دارد و ۸۰ هزار میلیارد ریال مابقی سهم شهرداری و سازمان‌های وابسته است. مطابق با بند «د» تبصره «۵»، حداقل ۵۰ درصد از این اوراق منتشره باید به طرح‌های قطار شهری اختصاص یابد. تضمین بازپرداخت اصل و سود این اوراق برای اجرای طرح‌های قطار شهری، به نسبت ۵۰ درصد برعهده دولت و ۵۰ درصد برعهده صادرکننده است.

در جداول کلان لایحه در زیرمجموعه واگذاری‌های دارایی‌های مالی، منابع حاصل از فروش و واگذاری انواع اوراق مالی اسلامی به ارزش ۳۸۵ هزار میلیون ریال پیش‌بینی شده است. این رقم از حاصل جمع اوراق ریالی منتشر شده توسط دولت و اسناد (اوراق) تسویه خزانه حاصل شده است. این درحالی است که مجموع اوراق ریالی انتشاریافته توسط دولت (با سررسید بیش از یک سال) ارزشی برابر ۴۳۵ هزار میلیارد ریال دارد. این اختلاف ۵۰ هزار میلیارد ریالی ناشی از درج عدد ۱ به جای منابع حاصل از انتشار ۵۰ هزار میلیارد ریال اوراق مالی اسلامی به منظور پرداخت اصل و سود اوراق سررسید شده در سال ۱۳۹۷ در ردیف ۳۱۰۱۰۷ جدول ۵ لایحه است.

مجموع اوراق ریالی تضمین شده توسط دولت در لایحه ۱۳۹۷ از ۴۵۵ تا ۴۷۵ هزار میلیارد ریال است. اوراق تضمین شده توسط دولت شامل اوراق منتشر شده توسط دولت (به ارزش ۴۳۵ هزار میلیارد ریال) و بخشی از اوراق منتشر شده توسط شهرداری‌ها و سازمان‌های وابسته است. در صورتی که ۵۰ درصد از اوراق منتشر شده توسط شهرداری‌ها و سازمان‌های وابسته به طرح‌های قطار شهری اختصاص یابد، با توجه به سهم ۵۰ درصدی دولت در تضمین این اوراق، ۲۰ هزار میلیارد ریال به اوراق تضمین شده توسط دولت از این محل افزوده خواهد شد (در مجموع ارزشی برابر ۴۵۵ هزار میلیارد ریال). در صورتی که تمام اوراق انتشاریافته توسط شهرداری‌ها و سازمان‌های وابسته به طرح‌های قطار شهری اختصاص یابد، ۴۰ هزار میلیارد ریال به اوراق تضمین شده توسط دولت از این محل افزوده خواهد شد. در این صورت مجموع اوراق تضمین شده توسط دولت ۴۷۵ هزار میلیارد ریال خواهد شد.

## ۲. ملاحظات انتشار اوراق توسط دولت

### ۲-۱. بار مالی اوراق در سال ۱۳۹۷

در سال ۱۳۹۷ دولت ۲۳۰ هزار میلیارد تومان بابت بازپرداخت اصل اوراق و ۷۰ هزار میلیارد ریال بابت بازپرداخت سود اوراق پیش‌بینی کرده است. علاوه بر این دو، ۵۰ هزار میلیارد ریال نیز از محل انتشار اوراق جدید به منظور پرداخت اصل و سود اوراق سررسید شده در نظر گرفته شده است. با توجه به



موارد ذکر شده در مجموع بار مالی ناشی از اوراق منتشره در سال ۱۳۹۷ در حدود ۱۳۵۰ هزار میلیارد ریال خواهد بود. این رقم متشکل است از:

– ۲۳۰ هزار میلیارد ریال اعتبار در نظر گرفته شده برای بازپرداخت اصل اوراق سررسید شده در سال ۱۳۹۷،

– ۷۰ هزار میلیارد ریال اعتبار در نظر گرفته شده برای بازپرداخت سود اوراق سررسید شده در سال ۱۳۹۷،

– ۵۰ هزار میلیارد ریال اوراق در نظر گرفته شده برای انتشار جهت بازپرداخت اصل و سود اوراق سررسید شده در سال ۱۳۹۷.

طبق لایحه، اوراق تازه منتشر شده دولت در سال ۱۳۹۷، ۱/۴ برابر اصل اوراق سررسید شده در این سال است که نشان‌دهنده افزایش خالص اوراق موجود در بازار است. در لایحه بودجه سال ۱۳۹۷ دولت ۳۱۰ هزار میلیارد ریال بابت بازپرداخت اصل اوراق سررسید شده در نظر گرفته است. این درحالی است که در همین سال ۴۳۵ هزار میلیارد ریال اوراق جدید توسط دولت منتشر شده است. بدین ترتیب می‌توان گفت که خالص افزایش اوراق بدهی دولت در سال ۱۳۹۷ حدود ۱۲۵ هزار میلیارد ریال است. با افزودن ۲۴۹ هزار میلیارد ریال خالص افزایش اوراق در سال ۱۳۹۶ به این مبلغ، مجموع افزایش اوراق موجود در بازار، ۳۷۴ هزار میلیارد ریال (بر مبنای ارقام قانون بودجه ۱۳۹۶ و لایحه بودجه ۱۳۹۷) به دست می‌آید.

## ۲-۲. میزان بدهی‌های دولت و شرکت‌های دولتی و لزوم توجه به بدهی‌های غیراوراقی

مجموع بدهی‌های دولت و شرکت‌های دولتی در سه‌ماهه اول سال ۱۳۹۷ نسبت به انتهای سال ۱۳۹۶، ۵ درصد کاهش یافته است. در این مدت بدهی شرکت‌های دولتی کاهش و بدهی‌های دولت افزایش یافته است. بدهی‌های دولت و شرکت‌های دولتی در پایان سال ۱۳۹۶ و سه‌ماهه اول سال ۱۳۹۷ به شرح ذیل است:

جدول ۲. بدهی‌های دولت و شرکت‌های دولتی (هزار میلیارد ریال)

عنوان	پایان اسفند ۱۳۹۵	پایان خرداد ۱۳۹۶
بدهی دولت	۳۳۹۱	۳۵۸۷
بدهی شرکت‌های دولتی	۴۰۲۷	۳۵۵۳
جمع بدهی دولت و شرکت‌های دولتی	۶۵۷۵	۶۲۵۷

مآخذ: گزارش مالی دولت و محاسبات تحقیق.

۱. این رقم شامل اوراق تسویه خزانه نمی‌شود.

۲. آخرین آمار منتشره از بدهی‌های دولت و شرکت‌های دولتی.

همان‌طور که در جدول ۲ نیز مشاهده می‌شود مجموع بدهی‌های دولت و شرکت‌های دولتی تا انتهای خردادماه ۱۳۹۶ بالغ بر ۶۲۵۷ هزار میلیارد ریال برآورد شده است که از این رقم، ۳۵۸۷ هزار میلیارد ریال (۵۷ درصد) آن بدهی‌های دولت و ۳۵۵۳ هزار میلیارد ریال (۴۳ درصد) آن بدهی شرکت‌های دولتی است. البته باید توجه داشت به دلیل اینکه دولت اوراق بدهی خود را بیشتر در نیمه دوم امسال منتشر کرده است، لذا حجم قابل توجهی از اوراق در سرجمع بدهی‌های دولت تا پایان خردادماه منعکس نشده‌اند، لذا انتظار می‌رود میزان بدهی دولت در انتهای سال افزایش یابد. باید توجه داشت که بخش کوچکی از بدهی‌های فوق مورد تأیید سازمان حسابرسی قرار گرفته اگرچه بخش قابل توجهی از این بدهی‌ها نیازمند تأیید سازمان مذکور نیستند.

**براساس محاسبات صورت گرفته، در پایان سال ۱۳۹۵ نسبت کل بدهی‌های دولت و شرکت‌های دولتی به تولید ناخالص داخلی (GDP) بالغ بر ۵۰ درصد است.<sup>۱</sup> این نسبت به میزان قابل توجهی از سقف تعیین شده در برنامه ششم توسعه بیشتر است.**

مطابق با ماده (۸) قانون برنامه ششم توسعه دولت موظف است که شاخص نسبت بدهی‌های دولت و شرکت‌های دولتی به تولید ناخالص داخلی (GDP) را در سطح حداکثر چهل درصد (۴۰٪) حفظ نماید. در تبصره‌های این ماده افزایش این نسبت تا سقف چهل و پنج درصد (۴۵٪) با تشخیص وزیر امور اقتصاد و دارایی و تصویب هیئت وزیران امکانپذیر شده است. همچنین در شرایط اضطراری دولت می‌تواند با تصویب مجلس شورای اسلامی برای مدت محدود این نسبت را تا سقف پنجاه درصد (۵۰٪) افزایش دهد.

با توجه به اینکه شاخص نسبت بدهی‌های دولت و شرکت‌های دولتی به تولید ناخالص داخلی در سال ۱۳۹۵، ۵۱/۷ درصد بوده است، اندازه این شاخص به میزان ۱۲ درصد از سقف تعیین شده در برنامه ششم تجاوز نموده و حتی بیشتر از مقدار قابل تصویب توسط هیئت وزیران است. رسیدن شاخص به این اندازه حتی با تصویب مجلس مجاز نبوده است، اما در عمل بدون مجوز مجلس اتفاق افتاده است. اندازه این شاخص و اختلاف آن از میزان مجاز تعیین شده در قانون برنامه ششم توسعه، نشان‌دهنده بالا بودن میزان بدهی‌های دولت و شرکت‌های دولتی است. از طرف دیگر در تبصره «۵» لایحه بودجه سال ۱۳۹۷ مجوز انتشار ۵۲۵ هزار میلیارد ریال اوراق ریالی و ۳ میلیارد دلار اوراق ارزی ریالی صادر شده است که منجر به ایجاد بار مالی برای دولت و شرکت‌های دولتی شده و مانده بدهی‌های آنها را افزایش می‌دهد، لذا در صورت تصویب مفاد تبصره «۵» لایحه بودجه مقادیر زیادی به بدهی‌های دولت و شرکت‌های دولتی اضافه شده و مانده بیش از حد مجاز این بدهی‌ها را مجدداً افزایش خواهد داد.

۱. این نسبت از تقسیم کل بدهی‌های دولت و شرکت‌های دولتی شامل بدهی به سایر اشخاص حقوقی دولتی (مستخرج از گزارش پنج‌ماهه عملکرد مالی دولت در سال ۱۳۹۶) بر تولید ناخالص داخلی به قیمت پایه (گزارش بانک مرکزی از شاخص‌های عمده اقتصادی سه‌ماهه چهارم ۱۳۹۵) محاسبه شده است.



جدول ۳ مانده بدهی دولت و شرکت‌های دولتی ناشی از اوراق منتشر شده در سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۵ را در انتهای سال ۱۳۹۵ نشان می‌دهد.

### جدول ۳. بدهی ایجاد شده ناشی از اوراق منتشره تا پایان سال ۱۳۹۵

(هزار میلیارد ریال)

مانده بدهی ناشی از اوراق	بازپرداخت اوراق در بودجه‌های سنواتی <sup>۱</sup>	جمع اوراق منتشر شده	۱۳۹۵	۱۳۹۴	۱۳۹۳	مرجع منتشرکننده اوراق بهادار
			عملکرد انتشار اوراق	عملکرد انتشار اوراق	عملکرد انتشار اوراق	
		۶۳۳/۷	۴۸۸/۳۵	۱۱۲	۳۳/۳۵	دولت
		۴	۴	۰	۰	شرکت‌های دولتی
۴۷۷,۷	۱۶۰	۶۳۷/۷	۴۹۲/۳۵	۰	۳۳/۳۵	مجموع

مأخذ: محاسبات تحقیق.

همان‌طور که جدول ۳ نشان می‌دهد، مانده بدهی دولت و شرکت‌های دولتی از انتشار اوراق طی سال‌های ۱۳۹۳-۱۳۹۵، ۴۷۷ هزار میلیارد ریال است. با توجه به محاسبات جدول ۳ و کل مانده بدهی‌های دولت (۶۵۷۵) هزار میلیارد ریال در پایان سال (۱۳۹۵)، می‌توان دریافت که ۷ درصد از بدهی‌های دولت و شرکت‌های دولتی تا پایان سال ۱۳۹۵ در قالب اوراق مالی است.<sup>۲</sup> در نتیجه ۹۳ درصد از بدهی‌های دولت و شرکت‌های دولتی خارج از اوراق ایجاد شده است. این بخش از بدهی‌ها خارج از بودجه دولت بوده و نظارت کمتری بر آنها می‌شود. افزایش بدون ضابطه بدهی‌های مذکور موجب افزایش ریسک عدم توانایی بازپرداخت شده و تبعات اجتماعی فراوانی به همراه خواهد داشت. علاوه بر بدهی‌های دولت و شرکت‌های دولتی، بدهی‌های غیراوراقی ایجاد شده توسط شهرداری‌ها (هر چند که به وسیله دولت ضمانت نشده باشند) نیز در صورت نکول مانند بدهی‌های مربوط به مؤسسات مالی و اعتباری غیرمجاز تبعات سنگینی برای حاکمیت به همراه خواهد داشت، لذا پیشنهاد می‌شود که نظارت مجلس بر این بخش از بدهی‌های دولت نیز تقویت شود و علاوه بر جدیت در جلوگیری از افزایش مجموع بدهی‌های دولت و شرکت‌های دولتی میزان ایجاد بدهی توسط شهرداری‌ها نیز کنترل شود، لذا به نظر می‌رسد علاوه بر تعیین سقف مجاز نسبت بدهی به تولید ناخالص داخلی نیاز است مواردی که موجب افزایش بدهی می‌شوند به صورت دقیق احصا و به مجلس شورای اسلامی ارائه گردد.<sup>۳</sup>

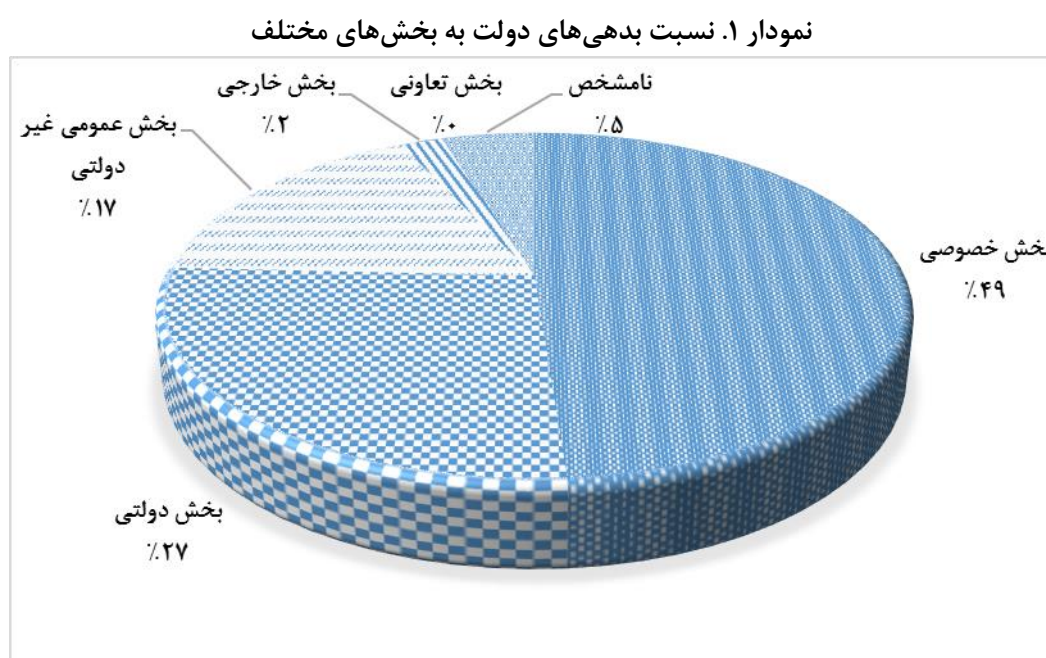
۱. با فرض تحقق ارقام در نظر گرفته شده در بودجه سال‌های ۱۳۹۴ و ۱۳۹۵ (این ارقام ممکن است به صورت کامل محقق نشده باشد).

۲. لازم به ذکر است که این نسبت در سال ۱۳۹۶ بزرگتر خواهد بود، زیرا اوراق منتشره در این سال به مقدار قابل توجهی افزایش یافته است.

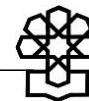
۳. بدهی ممکن است ناشی از عدم تخصیص بودجه تصویب شده باشد یا اینکه دستگاه یا شرکت به منظور انجام فعالیتی اقدام به ایجاد بدهی نماید.

۲-۳. فقدان شفافیت در عملکرد و میزان بدهی‌های دولت از محل انتشار اوراق بهادار بر مبنای بند «پ» ماده (۱) قانون رفع موانع تولید، دولت مکلف بوده است «همزمان با ارائه لایحه بودجه، جدول بدهی‌ها و مطالبات قطعی شده و تعهدات دولت به اشخاص حقوقی خصوصی و تعاونی و مؤسسات عمومی غیردولتی و بانک‌ها و مؤسسات اعتباری و تعهدات آنها به دولت را که به تأیید سازمان حسابرسی کشور رسیده است، به مجلس شورای اسلامی ارائه کند». این در حالی است که در لایحه ۱۳۹۷ چنین جدولی ارائه نشده است. ارائه این جدول از آن جهت حائز اهمیت است که پایه اجرای ماده (۸) قانون برنامه ششم توسعه می‌باشد. بر مبنای ماده (۸) قانون مذکور «نسبت بدهی‌های دولت به تولید ناخالص داخلی تا سقف ۴۰ درصد مجاز دانسته شده است» و کنترل آن زمانی امکانپذیر است که اطلاعات مزبور در اختیار مجلس شورای اسلامی قرار گیرد.

۲-۴. تسویه حداکثری مطالبات بخش غیردولتی از دولت با استفاده از اوراق تسویه خزانه در نمودار ۱ نسبت بدهی‌های دولت به تفکیک به بخش خصوصی، دولتی، عمومی غیردولتی، خارجی و تعاونی نمایش داده شده است.

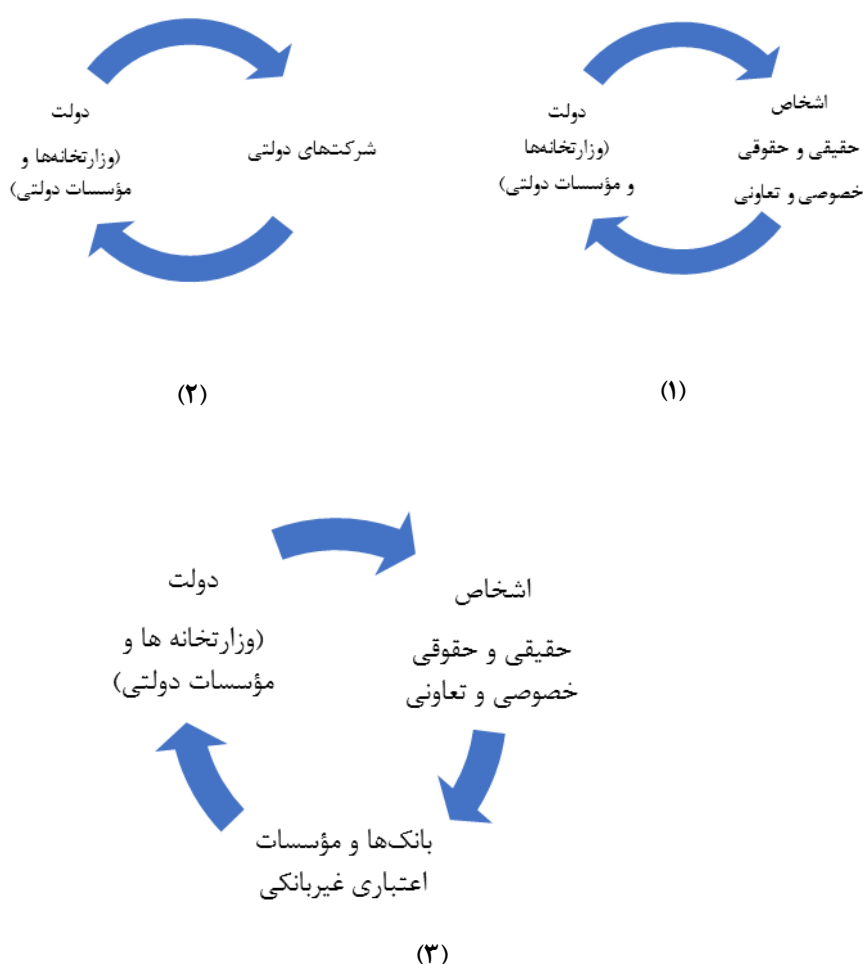


مأخذ: گزارش مالی دولت.



همان‌طور که مشاهده می‌شود بیشترین سهم بدهی‌های دولت به بخش خصوصی (در حدود ۴۹ درصد) است. عدم ساماندهی این بدهی‌ها می‌تواند منجر به محدودیت مالی و بالا رفتن احتمال ورشکستگی بنگاه‌های فعال در این بخش شود. در لایحه بودجه سال ۱۳۹۷ در بند «و» تبصره «۵»، به تهاتر زنجیره‌ای مطالبات و بدهی‌های دولت پرداخته شده است که از طریق اسناد تسویه خزانه قابل انجام خواهد بود. سه مسیر پیشنهادی در بند «و» تبصره «۵» برای تسویه بدهی دولت که شامل بدهی به بانک‌ها نیز می‌شود در شکل ۱ نمایش داده شده است. مسیر (۱) و (۲) مشابه قانون بودجه ۱۳۹۶ است. مسیر ۳ که در لایحه ۱۳۹۷ اضافه شده است به این معناست که دولت به طلبکارانش اوراق تسویه خزانه بدهد و این اشخاص اوراق را به جای بدهی‌شان به بانک‌ها بدهند و بانک‌ها نیز بدهی خود را به دولت بپردازند.

شکل ۱. مسیرهای طراحی شده برای تسویه بدهی دولت در لایحه بودجه ۱۳۹۷

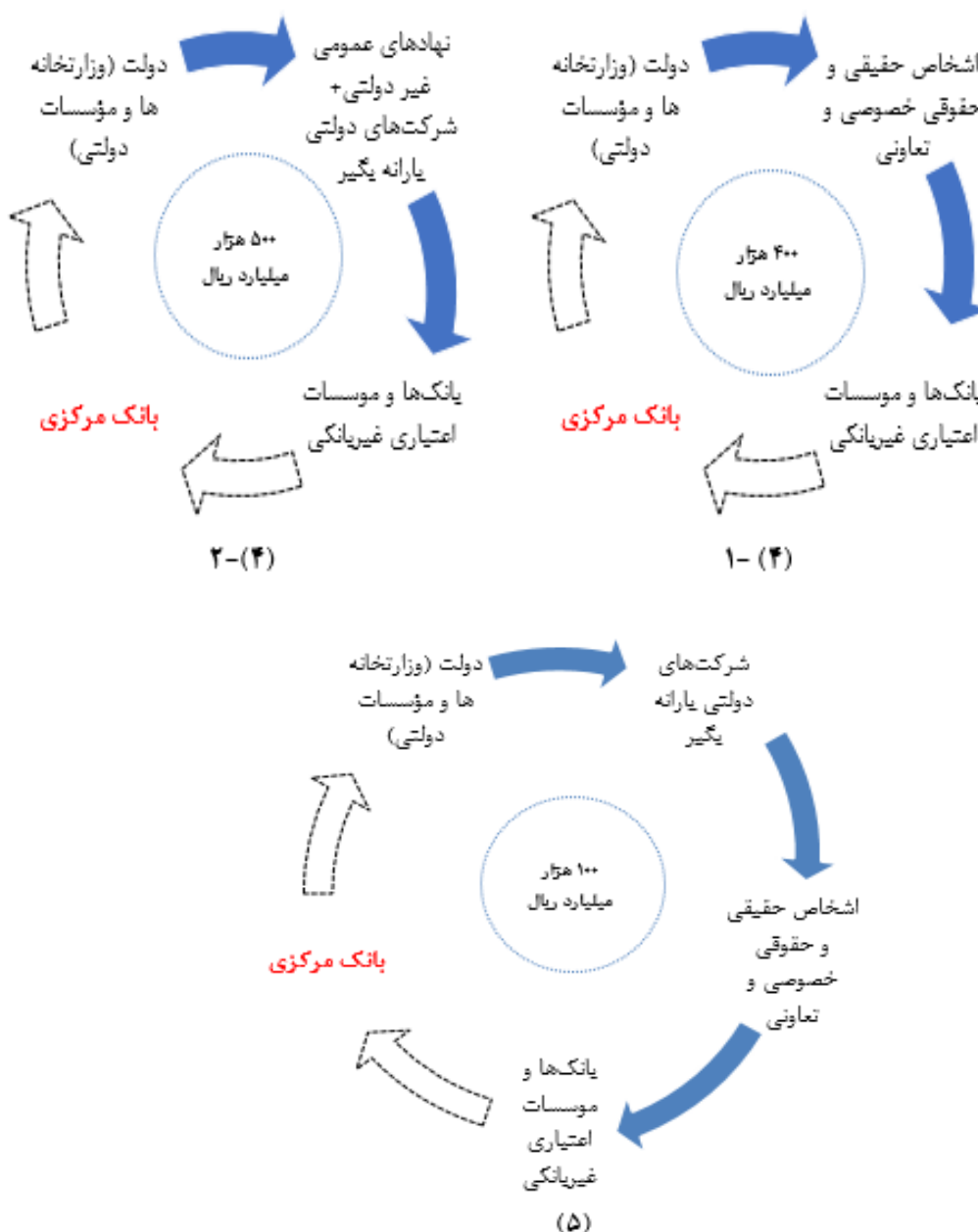


عامل محدودکننده<sup>۱</sup> در مسیر (۳) بدهی بانک‌ها به دولت است. به این معنا که علی‌رغم بدهی هزار هزار میلیارد ریالی دولت به بخش خصوصی و بدهی ۱۱۰۰ هزار میلیارد ریالی دولت به نهادهای عمومی غیردولتی و انبوه بدهی این اشخاص به بانک‌ها، تنها به میزان بدهی بانک‌ها به دولت که حتماً از سی هزار میلیارد ریال کمتر است، امکان تسویه بدهی دولت میسر خواهد بود و لذا تنها بخش کوچکی از بدهی‌های دولت به بخش غیردولتی قابل تسویه است و با این روند هرساله شاهد افزایش بدهی دولت به بخش غیردولتی خواهیم بود، اما با توجه به بدهی چشمگیر بانک‌ها به بانک مرکزی، در صورتی که بانک مرکزی به زنجیره فوق اضافه شود، حجم بدهی‌های قابل تسویه (تا مبلغ ۱۰۰۰ هزار میلیارد ریال) افزایش خواهد یافت:

با اضافه شدن بانک مرکزی، بدهی دولت به طلبکاران با بدهی این اشخاص به بانک‌ها و بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی تسویه می‌شود و در نهایت بدهی دولت به بانک مرکزی جانشین بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی در ترازنامه بانک مرکزی می‌شود. برای مثال در جریان اجرای این حکم دولت با اعطای یک برگ اسناد تسویه خزانه به ارزش ۱۰۰ واحد به یکی از پیمانکاران طلبکار، بدهی خود را به وی تسویه می‌کند و پیمانکار نیز با تحویل سند مذکور به بانک ۱۰۰ واحد از بدهی خود را به بانک تسویه می‌کند. همچنین بانک نیز با ارائه سند تسویه خزانه، ۱۰۰ واحد از بدهی خود را به بانک مرکزی تسویه می‌کند. در نهایت این سند به‌عنوان سند بدهی دولت در بانک مرکزی نگهداری خواهد شد. مسیرهای تسویه بدهی دولت با حضور بانک مرکزی در شکل ۲ نمایش داده شده است.



شکل ۲. مسیرهای پیشنهادی برای تسویه بدهی دولت با حضور بانک مرکزی



لازم به تذکر است که در این فرآیند مجموع دارایی‌ها یا بدهی‌های بانک مرکزی تغییری نمی‌کند و پایه پولی ثابت است، تنها یکسری تغییرات حسابداری رخ می‌دهد که هزینه‌ای در پی نخواهد داشت. لذا پیشنهاد می‌شود زنجیره‌های فوق‌الذکر شامل بانک مرکزی به متن بند «و» اضافه شده و جهت استفاده از این ظرفیت سقف هزار هزار میلیارد ریال در نظر گرفته شود. با توجه به سقف در نظر گرفته شده برای این موضوع، پیمانکاران بخش خصوصی و تعاونی و نهادهای عمومی غیردولتی، شرکت‌های دولتی یارانه‌بگیر، بانک‌ها، دولت و بانک مرکزی به منافع قابل توجهی دست پیدا خواهند کرد.

## ۵-۲. انحراف از فلسفه اولیه انتشار اوراق بدهی

تأمین مالی از طریق بدهی موجب ایجاد هزینه‌های بعدی برای بازپرداخت نرخ بهره خواهد شد. مطابق با منطق اقتصادی تنها مخارجی که به موجب آنها کارآیی اقتصاد به میزان این هزینه‌های اضافی افزایش یابد می‌توانند از طریق ایجاد بدهی تأمین مالی شوند. بررسی اوراق بدهی دولتی نشان می‌دهد که بسیاری از این اوراق برای تأمین مالی هزینه‌های جاری منتشر شده‌اند که قابلیت بازپرداخت بدهی را از طریق افزایش کارآیی ندارند. در کنار این مسئله حجم بالای اوراق بدهی دولتی می‌تواند موجبات ناپایداری مالی دولت را فراهم کرده و بار مالی زیادی را به دولت‌های بعدی منتقل نماید.

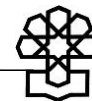
دولت یازدهم در ابتدای فعالیت خود اعلام کرد که به دنبال ساماندهی بدهی‌های خود است. براساس بند «الف» ماده (۱) آیین‌نامه اجرایی بند «ط» تبصره «۶» قانون بودجه سال ۱۳۹۳ کل کشور<sup>۱</sup> مقرر بود اسناد خزانه اسلامی بابت بدهی‌های مسجل شده طرح‌های تملک دارایی‌های سرمایه‌ای و مابه‌التفاوت قیمت تمام شده برق و آب با قیمت تکلیفی فروش آن در سنوات قبل به شرکت‌های برق و آب واگذار شود، اما اکنون این اوراق به ابزاری برای ایجاد بدهی و یا تسویه بدهی‌های قبلی با بدهی‌های جدید<sup>۲</sup> و به‌خصوص تأمین هزینه‌های جاری تبدیل شده است. بنابراین دولت از هدف خود که ساماندهی بدهی‌ها است منحرف شده، اسناد خزانه برای ایجاد بدهی‌های جدید به‌کار می‌رود و حجم بدهی‌ها در حال افزایش است. با توجه به وابستگی بودجه به این نوع اوراق به‌طور قطع بار مالی این اوراق در سال‌های بعد افزایش خواهد یافت و بخش زیادی از مخارج بودجه دولت باید صرف بازپرداخت اصل و سود این اوراق شود.

## ۳. ابعاد پولی و بانکی انتشار اوراق

انتشار اوراق مالی (افزایش عرضه اوراق) به‌طور کلی منجر به کاهش قیمت و افزایش نرخ سود آنها خواهد شد. در واقع دولت یا سایر منتشرکنندگان اوراق برای جذاب‌تر کردن آنها برای خریداران، می‌بایست نرخ سود بالاتری را در نظر بگیرند. در این شرایط سایر بازیگران و به‌طور ویژه بانک‌ها نیز در رقابت با دولت، می‌بایست نرخ سود سپرده‌های بانکی را افزایش دهند، در غیر این صورت سپرده‌گذارانی که برای کسب سود، اقدام به سپرده‌گذاری در حساب‌های مدت‌دار کرده بودند، در سبد دارایی (پورتفو) خود اوراق مالی را جایگزین سپرده‌های بلندمدت خواهند کرد.

رقابت میان دولت و بانک‌ها در جذب منابع سرمایه‌گذاران منجر به افزایش نرخ سود اوراق و سپرده‌ها می‌شود، به‌واسطه افزایشی که بانک برای جبران هزینه‌های خود بر روی نرخ سود تسهیلات

۱. ماده (۱۰) قانون برنامه ششم توسعه کشور نیز به ساماندهی بدهی‌های دولت از طریق اوراق اشاره دارد.  
 ۲. شایان ذکر است که انتشار اوراق به این شکل (انتشار اوراق جدید برای تسویه و پرداخت سود اوراق قبلی) شبیه ربوی بودن نیز دارد.



اعمال می‌کند، بنگاه‌های خصوصی نیز دچار مشکل می‌شوند و هزینه‌های تأمین مالی برای آنها نیز افزایش خواهد یافت. در عین حال به واسطه افزایش نرخ سود در اقتصاد - به‌طور ویژه بازار بین بانکی - و به تبع آن افزایش هزینه تأمین ذخایر مورد نیاز بانک‌ها، تسهیلات‌دهی (خلق پول) بانک‌ها نیز کاهش می‌یابد، لذا بنگاه‌های خصوصی از دو ناحیه کاهش تسهیلات‌دهی بانک‌ها و افزایش نرخ سود تسهیلات متضرر خواهند شد.

بر این اساس انتشار اوراق مالی ریالی با حجم قابل توجه - بیش از ۷۰۰ هزار میلیارد ریال - که در لایحه بودجه سال ۱۳۹۷ تجویز شده است، در شرایط کنونی اقتصاد کشور با توجه به وضعیت بانک‌ها و بنگاه‌ها به‌ویژه بنگاه‌های کوچک و متوسط هزینه‌های زیادی خواهد داشت. سیاست اعلامی کنونی بانک مرکزی براساس آنچه در ۳۰ مردادماه در قالب بخشنامه ۸ بندی درخصوص نرخ سود علی‌الحساب به بانک‌ها ابلاغ شده است،<sup>۱</sup> کاهش نرخ سود بانکی می‌باشد. در بند اول این بخشنامه بیان شده است: «از ابتدای روز شنبه مورخ ۱۳۹۶/۰۶/۱۱ بانک‌ها و مؤسسات اعتباری موظفند نرخ سود علی‌الحساب سپرده‌های سرمایه‌گذاری مدت‌دار یک‌ساله را که برابر ضوابط اعلامی در بخشنامه شماره ۱۱۶۵۹۵ مورخ ۱۳۹۵/۰۴/۱۴ حداکثر ۱۵ درصد سالیانه اعلام شده بود، به‌طور دقیق رعایت کنند. نرخ سود علی‌الحساب مذکور برای سپرده‌های کوتاه‌مدت عادی (روزشمار) حداکثر ۱۰ درصد سالیانه است». در طول سال منتهی به مردادماه ۱۳۹۶ بانک‌ها عملاً به دستورالعمل بانک مرکزی درخصوص نرخ سود علی‌الحساب که البته براساس توافق و پیشنهاد خودشان شکل گرفته بود،<sup>۲</sup> توجهی نمی‌کردند و بعضاً نرخ‌های سود ۲۲ درصدی و بالاتر را به سپرده‌های روزشمار پرداخت می‌کردند. علت این امر را می‌توان در اعمال سیاست‌های انقباضی بانک مرکزی در جهت کنترل تورم، وضعیت نامطلوب ترازنامه بانک‌ها و رقابت شدید آنها برای جذب سپرده و تلاش برای جلوگیری از انتقال آن به سایر بانک‌ها و در نهایت عرضه اوراق مالی دولت که به‌عنوان جایگزینی برای سپرده‌گذاری مطرح بود (رقابت بانک‌ها با دولت)، تحلیل کرد. در نهایت بانک مرکزی مجدداً در مردادماه ۱۳۹۶ بر مصوبه سال گذشته خود تأکید کرد و البته ۱۱ روز به مردم و بانک‌ها برای بستن قراردادهایی با نرخ‌های حال بالاتر فرصت داد، اما در نهایت از ۱۱ شهریورماه ۱۳۹۶ مصوبه خود را اجرایی کرد. صرفنظر از میزان اجرای واقعی این بخشنامه از سوی بانک‌ها، انتشار اوراق مالی که در لایحه ۱۳۹۷ تجویز شده است، در نقطه مقابل سیاست اعلامی بانک مرکزی قرار دارد و احتمال به مخاطره افتادن آن را افزایش می‌دهد.

همان‌گونه که پیش‌تر نیز بیان شد، انتشار اوراق مالی، به‌واسطه رقابت دولت با بانک‌ها برای جذب منابع، فشار بر بانک‌ها برای افزایش نرخ سود سپرده‌ها را افزایش می‌دهد. صرفنظر از به مخاطره افتادن سیاست اعلامی بانک مرکزی، افزایش نرخ سود بانکی، وضعیت ترازنامه‌ای بانک‌های کشور را وخیم‌تر

1. <http://cbi.ir/showitem/۱۶۷۴۰.aspx>

2. <http://cbi.ir/showitem/۱۴۸۸۵.aspx>

خواهد کرد. براساس آخرین آمارهای منتشر شده توسط بانک مرکزی حجم نقدینگی در پایان شهریورماه ۱۳۹۶ به ۱۳۸۹۹/۵ هزار میلیارد ریال رسیده است که نسبت به همین زمان در سال گذشته بیش از ۲۳/۸ درصد رشد یافته است که در این میان سهم رشد شبه پول (که بخش غالب آن را سپرده‌های سرمایه‌گذاری تشکیل می‌دهد) از رشد پول (که بخش غالب آن را سپرده‌های دیداری تشکیل می‌دهد) بیشتر بوده است. سهم شبه پول از کل نقدینگی شهریورماه ۱۳۹۶ برابر با ۸۷/۹ است درحالی که سهم آن از حجم نقدینگی در پایان اسفند ۱۳۹۵ برابر با ۸۶/۹ درصد بوده است. درواقع به واسطه سهم قابل توجه سپرده‌های هزینه‌ای بانک‌ها (سپرده‌هایی مدت‌دار که به آنها سود تعلق می‌گیرد) افزایش نرخ سود، هزینه‌های بانک‌ها را به شدت افزایش می‌دهد و با توجه به این که پرداخت سود از طریق افزایش حجم سپرده‌ها صورت می‌گیرد، طرف بدهی‌های ترانزنامه بانک‌ها را منبسط خواهد کرد. در طرف دیگر، درآمد و به عبارت دیگر عایدی بانک‌ها از دارایی‌ها به واسطه سهم بالای دارایی‌های غیرمولد (منجمد یا موهومی) بسیار کاهش یافته است، لذا افزایش نرخ سود در عین حال که شکاف درآمد- هزینه بانک را افزایش می‌دهد، شکاف دارایی‌ها و بدهی‌ها را نیز تشدید می‌کند که این نیز مخاطرات بسیار زیادی برای شبکه بانکی کشور و به تبع آن کل اقتصاد دارد.

با توجه به وضعیت رکودی بنگاه‌های تولیدی کشور که بخش عمده آن نیز به واسطه کاهش دسترسی آنها به تسهیلات بانکی و افزایش نرخ سود تسهیلات می‌باشد، فروش اوراق مالی دولتی و فشاری که به واسطه آن بر روی نرخ سود سپرده‌ها و به تبع آن نرخ سود تسهیلات ایجاد می‌شود، به ضرر بخش حقیقی اقتصاد خواهد بود. درواقع با توجه به این که بیش از ۸۰ درصد تأمین مالی کشور، از طریق بانک‌ها صورت می‌گیرد، افزایش نرخ سود تسهیلات بانکی و کاهش حجم آن آثار قابل توجهی بر بنگاه‌های کشور که تنها راه دسترسی آنها به منابع مالی از طریق بانک‌ها است، خواهد داشت. در بازار سرمایه نیز افزایش عرضه اوراق که منجر به افزایش نرخ سود آنها می‌شود، آنچنان که در سال جاری و سال گذشته شاهد بودیم، آثار منفی بر بورس خواهد داشت.

بانک مرکزی برای جلوگیری از افزایش نرخ سود که تبعات و آثار آن در بالا ذکر شد، می‌تواند از طریق خرید اوراق مالی دولت، از فشار عرضه اوراق بر نرخ سود بکاهد، اما هزینه آن افزایش پایه پولی و به تبع افزایش نقدینگی خواهد بود. در این صورت هدف اصلی اعلامی بانک مرکزی و آنچه از سوی دولت اعلام می‌شود، یعنی کاهش نرخ تورم، در مخاطره خواهد افتاد، لذا در شرایطی که دولت برای پرداخت هزینه‌ها و جبران کسری‌ها اقدام به انتشار اوراق مالی می‌کند، مجموعه فرصت بانک مرکزی برای تحقق اهداف خود، به شدت محدود می‌شود.



#### ۴. مدیریت تبعات احتمالی انتشار اوراق

در جزء «۱» بند «ک» تبصره «۵» با توجه به پیامدهای انتشار اوراق مالی در بازار پول و سرمایه کشور، کمیته‌ای برای مدیریت آن تعبیه شده است: «به‌منظور مدیریت تبعات احتمالی انتشار اوراق مالی اسلامی در بازارهای پول و سرمایه کشور، کمیته‌ای متشکل از رئیس سازمان برنامه و بودجه کشور، وزیر امور اقتصاد و دارایی و رئیس کل بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران بر نحوه انتشار اوراق فوق‌الذکر توسط بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران توسط این کمیته تعیین می‌شود».

سابقه این کمیته به قانون بودجه سال ۱۳۹۶ باز می‌گردد. در لایحه بودجه سال ۱۳۹۶ سازوکاری برای تعیین نرخ سود اوراق و یا بازخرید آنها توسط بانک مرکزی تعبیه نشده بود، اما در فرآیند تصویب آن در مجلس، کمیته‌ای شبیه به آنچه در لایحه بودجه ۱۳۹۷ وجود دارد، پیشنهاد شده و در نهایت در جزء «۱» بند «ل» تبصره «۵» قانون بودجه سال ۱۳۹۶ تعبیه شد. «به‌منظور مدیریت تبعات احتمالی انتشار اوراق بهادار ریالی برای بازارهای پول و سرمایه کشور، کمیته‌ای متشکل از یک نفر از اعضای کمیسیون اقتصادی مجلس با انتخاب مجلس به‌عنوان ناظر، وزیر امور اقتصاد و دارایی، رئیس کل بانک مرکزی و رئیس سازمان برنامه و بودجه کشور بر نحوه انتشار اوراق ریالی موضوع این قانون نظارت خواهند کرد. نرخ‌های سود اسمی اوراق منتشره و میزان مجاز خرید اوراق توسط بانک مرکزی توسط این کمیته تعیین می‌شود». در کمیته پیشنهادی در لایحه بودجه ۱۳۹۷، نماینده مجلس عضو کمیسیون اقتصادی حذف شده است. از سوی دیگر مأموریت کمیته که در قانون بودجه ۱۳۹۶ تنها محدود به اوراق ریالی بود، به کل اوراق مالی اعم از ریالی و ارزی تعمیم یافته است.

مدیریت نرخ سود در اقتصاد جزء وظایف بانک مرکزی است و بانک مرکزی از طریق ابزارهایی که در اختیار دارد، می‌بایست نرخ سود را در مسیری هدایت کند که اهداف تعیین شده درخصوص تورم، تولید و اشتغال و ثبات مالی محقق شود. یکی از ابزارهای بانک مرکزی برای مدیریت نرخ سود در این مسیر خرید و یا فروش اوراق مالی است که در شرایط کنونی یکی از ابزارهای بانک مرکزی برای جلوگیری از افزایش نرخ سود، خرید اوراق مالی است که البته این امر منجر به افزایش پایه پولی در اقتصاد خواهد شد.

در جزء «۱» بند «ک» تبصره «۵» اما وظیفه تعیین نرخ سود و میزان خرید اوراق مالی توسط بانک مرکزی برعهده کمیته سه نفره رئیس سازمان برنامه و بودجه کشور، وزیر اقتصاد و رئیس کل بانک مرکزی گذاشته شده است. نگاهی به ترکیب کمیته و انگیزه‌ها و دغدغه‌های آنها نشان می‌دهد که در میان اکثریت اعضا (رئیس سازمان برنامه و بودجه و وزیر اقتصاد) دغدغه تأمین مالی و بودجه‌ای دولت اولویت اول را دارد و دغدغه‌های پولی در اولویت دوم قرار خواهد گرفت.

برونداد این کمیته با توجه به ترکیب آن یا افزایش نرخ سود اوراق برای جذاب‌تر کردن آنها است و یا افزایش پولی به واسطه اجبار بانک مرکزی برای خرید اوراق که هر دو تبعات و آثار نامطلوبی خواهد داشت. به نظر می‌رسد که تعبیه چنین کمیته‌ای با این وظایف در تبصره «۵» لایحه بودجه سال ۱۳۹۷ به معنای تضعیف و حتی بالاتر از آن تسخیر سیاستگذار پولی است.

جزء «۲» بند «ک» تبصره پا را فراتر نهاده و طی آن «اوراق و اسناد منتشره جهت تسویه بدهی دولت موضوع بندهای «ح»، «ز» و «و» از هرگونه بررسی در کمیته مزبور مستثنا شده است». این به معنای آن است که بانک مرکزی از مشارکت در تصمیم‌گیری در تعیین نرخ سود این اوراق منع شده و نرخ سود توسط خود دولت صورت خواهد گرفت. نتیجه این جزء بند «ک» تبصره «۵» نیز اختلال در سیاستگذاری پولی و به تبع آن ایجاد اختلال در بازار پول و سرمایه کشور خواهد بود. نکته جالب توجه آن است که شبیه چنین مفادی در جزء «۴» بند «ل» تبصره «۵» قانون بودجه سال ۱۳۹۶ وجود دارد: «اوراق منتشره جهت تسویه بدهی دولت موضوع بندهای «ح»، «ز» و «و» این تبصره از سقف مذکور مستثنا است». در واقع در جزء «۲» بند «ل» تبصره «۵» سقفی برای انتشار اوراق مالی توسط دولت گذاشته شده بود که در جزء «۴» اوراقی که برای تسویه بدهی دولت منتشر می‌شد از این سقف مستثنا شده بود، اما در لایحه بودجه ۱۳۹۷ این استثنا برای اوراقی که جهت تسویه بدهی‌های دولت منتشر می‌شد، حفظ شد و تنها موضوع استثنا تغییر کرد که آن هم بررسی در کمیته مذکور می‌باشد.

با توجه به جایگاه نرخ سود اوراق مالی و تأثیرات آن بر سایر بخش‌های اقتصاد، به نظر می‌رسد صحیح‌تر آن است که تعیین نرخ سود اوراق و همچنین میزان خرید اوراق توسط بانک مرکزی نه در کمیته مزبور، بلکه توسط سیاستگذار پولی یعنی بانک مرکزی صورت گیرد. همچنین می‌بایست استثنا اوراقی که جهت تسویه بدهی دولت منتشر می‌شود، نیز حذف گردد.

### نتیجه‌گیری

۱. در لایحه بودجه ۱۳۹۷ در مجموع مجوز انتشار ۷۳۵ هزار میلیارد ریال انواع اوراق بدهی ریالی به دولت، شرکت‌های دولتی و شهرداری‌ها صادر شده است. انتشار این اوراق ماهیت استقراض از بخش خصوصی را دارد. از ۷۳۵ هزار میلیارد ریال انواع اوراق بدهی ریالی، مجوز انتشار ۶۵۵ هزار میلیارد ریال آن به دولت و شرکت‌های دولتی اختصاص دارد و ۸۰ هزار میلیارد ریال مابقی سهم شهرداری و سازمان‌های وابسته است.

۲. در جداول کلان لایحه در زیرمجموعه واگذاری‌های دارایی‌های مالی، منابع حاصل از فروش و واگذاری انواع اوراق مالی اسلامی به ارزش ۳۸۵ هزار میلیون ریال پیش‌بینی شده است. این رقم از حاصل جمع اوراق ریالی منتشر شده توسط دولت و اسناد (اوراق) تسویه خزانه حاصل شده است. این



درحالی است که مجموع اوراق ریالی انتشاریافته توسط دولت (با سررسید بیش از یک سال) ارزشی برابر ۴۳۵ هزار میلیارد ریال دارد. این اختلاف ۵۰ هزار میلیارد ریالی ناشی از قرار دادن عدد ۱ به جای منابع حاصل از انتشار ۵۰ هزار میلیارد ریال اوراق مالی اسلامی به منظور پرداخت اصل و سود اوراق سررسید شده در سال ۱۳۹۷ در ردیف ۳۱۰۱۰۷ جدول ۵ لایحه است.

۳. در سال ۱۳۹۷ دولت ۲۳۰ هزار میلیارد تومان بابت بازپرداخت اصل اوراق و ۷۰ هزار میلیارد ریال بابت بازپرداخت سود اوراق پیش‌بینی کرده است. به‌علاوه، ۵۰ هزار میلیارد ریال نیز از محل انتشار اوراق جدید به منظور پرداخت اصل و سود اوراق سررسید شده در لایحه تعبیه شده است. با توجه به موارد ذکر شده در مجموع بار مالی ناشی از اوراق منتشره در سال ۱۳۹۷ در حدود ۱۳۵۰ هزار میلیارد ریال خواهد بود.

۴. مطابق با محاسبات صورت گرفته، در پایان سال ۱۳۹۵ نسبت کل بدهی‌های دولت و شرکت‌های دولتی به تولید ناخالص داخلی (GDP) بالغ بر ۵۰ درصد است.<sup>۲</sup> این نسبت به میزان قابل توجهی از سقف تعیین‌شده در برنامه ششم توسعه بیشتر است.

۵. ۷ درصد از بدهی‌های دولت و شرکت‌های دولتی تا پایان سال ۱۳۹۵ در قالب اوراق مالی است.<sup>۳</sup> در نتیجه ۹۳ درصد از بدهی‌های دولت و شرکت‌های دولتی خارج از چارچوب اوراق و اکثراً در سال‌های قبل ایجاد شده است. این بخش از بدهی‌ها در خارج از بودجه دولت بوده و گاهاً دارای نظارت دقیق نیستند.

۶. بر مبنای بند «پ» ماده (۱) قانون رفع موانع تولید، دولت مکلف بوده است «همزمان با ارائه لایحه بودجه، جدول بدهی‌ها و مطالبات قطعی شده و تعهدات دولت به اشخاص حقوقی خصوصی و تعاونی و مؤسسات عمومی غیردولتی و بانک‌ها و مؤسسات اعتباری و تعهدات آنها به دولت را که به تأیید سازمان حسابرسی کشور رسیده است، به مجلس شورای اسلامی ارائه کند». این درحالی است که در لایحه سال ۱۳۹۷ چنین جدولی ارائه نشده است.

۷. در لایحه بودجه ۱۳۹۷ نسبت به لایحه بودجه ۱۳۹۶، یک مسیر جدید برای تسویه بدهی دولت پیشنهاد شده است که شامل بانک‌ها نیز می‌شود. این زنجیره به این معناست که دولت به طلبکارانش اوراق تسویه خزانه بدهد و این اشخاص اوراق را به جای بدهی‌شان به بانک‌ها بدهند و بانک‌ها نیز بدهی خود را به دولت بپردازند. عامل محدودکننده این روش، بدهی بانک‌ها به دولت است به این معنا که علی‌رغم بدهی هزار میلیارد ریالی دولت به بخش خصوصی و بدهی ۱۱۰۰ هزار میلیارد ریالی دولت به نهادهای عمومی غیردولتی و انبوه بدهی این اشخاص به بانک‌ها، تنها به میزان بدهی بانک‌ها

۱. این رقم شامل اوراق تسویه خزانه نمی‌شود.

۲. این نسبت از تقسیم کل بدهی‌های دولت و شرکت‌های دولتی شامل بدهی به سایر اشخاص حقوقی دولتی (مستخرج از گزارش پنج‌ماهه عملکرد مالی دولت در سال ۱۳۹۶) بر تولید ناخالص داخلی به قیمت پایه (گزارش بانک مرکزی از شاخص‌های عمده اقتصادی سه‌ماهه چهارم ۱۳۹۵) محاسبه شده است.

۳. شایان ذکر است که این نسبت در سال ۱۳۹۶ بزرگتر خواهد بود، زیرا اوراق منتشره در این سال به مقدار قابل توجهی افزایش یافته است.

به دولت که حتماً از ۳۰ هزار میلیارد ریال کمتر است، امکان تسویه بدهی دولت میسر خواهد بود، لذا تنها بخش کوچکی از بدهی‌های دولت به بخش غیردولتی قابل تسویه است.

۸. دولت در انتشار اوراق در سال‌های اخیر، از هدف خود که **ساماندهی بدهی‌ها** است، منحرف شده و اوراق بدهی به ابزاری برای ایجاد بدهی، تسویه بدهی‌های قبلی با بدهی‌های جدید و تأمین هزینه‌های جاری تبدیل شده است.

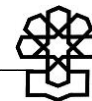
۹. رقابت میان دولت و بانک‌ها در جذب منابع سرمایه‌گذاران در عین حال که منجر به افزایش نرخ سود اوراق و سپرده‌ها شده و هزینه تأمین مالی برای آنها را افزایش خواهد داد، به واسطه افزایشی که بانک برای جبران هزینه‌های خود بر روی نرخ سود تسهیلات اعمال می‌کند، بنگاه‌های خصوصی نیز دچار مشکل می‌شوند و هزینه‌های تأمین مالی برای آنها نیز افزایش خواهد یافت. در عین حال به واسطه افزایش نرخ سود در سطح اقتصاد - به‌طور ویژه بازار بین بانکی - و به تبع آن افزایش هزینه‌های تأمین ذخایر مورد نیاز بانک‌ها، تسهیلات‌دهی (خلق پول) بانک‌ها نیز کاهش می‌یابد، لذا بنگاه‌های خصوصی از دو ناحیه کاهش تسهیلات‌دهی بانک‌ها و افزایش نرخ سود تسهیلات متضرر خواهند شد.

۱۰. انتشار اوراق مالی ریالی با حجم قابل توجه - بیش از ۷۰۰ هزار میلیارد ریال - که در لایحه بودجه سال ۱۳۹۷ تجویز شده است، در شرایط کنونی اقتصاد کشور با توجه به وضعیت بانک‌ها و بنگاه‌ها به‌ویژه بنگاه‌های کوچک و متوسط هزینه‌های زیادی خواهد داشت.

۱۱. پرونداد کمیته مدیریت تبعات احتمالی انتشار اوراق مالی اسلامی که در جزء «۱» بند «ک» تبصره «۵» به تشکیل آن اشاره شده است، با توجه به ترکیب آن، یا افزایش نرخ سود اوراق برای جذاب‌تر کردن آنها است و یا افزایش پولی به واسطه اجبار بانک مرکزی برای خرید اوراق که هر دو تبعات و آثار نامطلوبی خواهد داشت. به نظر می‌رسد که تعبیه چنین کمیته‌ای با این وظایف در تبصره «۵» لایحه بودجه ۱۳۹۷ به معنای تضعیف و حتی بالاتر از آن تسخیر سیاستگذار پولی است.

### پیشنهادها

۱. از آنجایی که افزایش بدون ضابطه بدهی‌های غیراوراقی دولت، شرکت‌های دولتی و شهرداری‌ها (هرچند که به‌وسیله دولت ضمانت نشده باشند) در صورت نکول مانند بدهی‌های مربوط به مؤسسات مالی و اعتباری غیرمجاز تبعات سنگین اجتماعی به‌همراه خواهد داشت، لذا پیشنهاد می‌شود که نظارت مجلس بر این بخش از بدهی‌های دولت نیز تقویت شود و علاوه بر جدیت در جلوگیری از افزایش مجموع بدهی‌های دولت و شرکت‌های دولتی میزان ایجاد بدهی توسط شهرداری‌ها نیز کنترل شود. بدین منظور علاوه بر تعیین سقف مجاز نسبت بدهی به تولید ناخالص داخلی نیاز است مواردی که موجب افزایش بدهی می‌شوند به‌صورت دقیق احصا و به مجلس شورای اسلامی ارائه گردد.



۲. دولت در راستای اجرای بند «پ» ماده (۱) قانون رفع موانع تولید، ارائه جدول بدهی‌ها و مطالبات قطعی شده و تعهدات به اشخاص حقوقی خصوصی و تعاونی و مؤسسات عمومی غیردولتی و بانک‌ها و مؤسسات اعتباری و تعهدات آنها به دولت را به مجلس شورای اسلامی ارائه دهد.

۳. با توجه به این که طبق آمار بانک مرکزی در شهریور ۱۳۹۶، بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی بالغ بر ۱۱۰۰ هزار میلیارد ریال است، اضافه شدن بانک مرکزی به زنجیره تهاطری بدهی می‌تواند بخش بزرگی از بدهی دولت به پیمانکاران بخش خصوصی و تعاونی و نیز بخش عمومی غیردولتی که براساس گزارش وزارت امور اقتصادی و دارایی به ترتیب بالغ بر ۱۰۰۰ و ۱۱۰۰ هزار میلیارد ریال است، بدهی پیمانکاران به بانک‌ها و بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی را تسویه نمایند، لذا پیشنهاد می‌شود زنجیره‌های فوق‌الذکر شامل بانک مرکزی به متن بند «و» اضافه شده و جهت استفاده از این ظرفیت سقف هزار هزار میلیارد ریال در نظر گرفته شود.

متن پیشنهادی برای اصلاح بند «ک» تبصره «۵» لایحه بودجه کشور:

بند «ک»:

۱. به منظور مدیریت تبعات احتمالی انتشار اوراق مالی اسلامی در بازارهای مالی کشور، نرخ‌های سود اسمی اوراق موضوع این تبصره و میزان مجاز خرید این اوراق توسط بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، توسط این بانک تعیین می‌شود.

۲. نحوه صدور انتشار اوراق مربوط به شرکت‌ها و دستگاه‌هایی که بدون تضمین دولت منتشر می‌شود، نیز مشمول جزء «۱» این بند می‌باشد.

۳. وزارت امور اقتصاد و دارایی به نیابت از دولت مسئول انتشار اوراق مالی مربوط به دولت است.

۴. به منظور ثبات و پایداری مالی دولت لازم است از گسترش و تعمیق بدهی‌های دولت جلوگیری کرد. برای این منظور دو سناریو قابل طرح است:

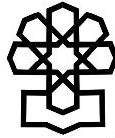
- عدم افزایش خالص بدهی ناشی از انتشار اوراق در سال ۱۳۹۷ نسبت به سال ۱۳۹۶،

- عدم افزایش نسبت بدهی (اوراق) به منابع عمومی در سال ۱۳۹۷ نسبت به سال ۱۳۹۶.

۵. با توجه به جایگاه نرخ سود اوراق مالی و تأثیرات آن بر سایر بخش‌های اقتصاد، به نظر می‌رسد صحیح‌تر آن است که تعیین نرخ سود اوراق و همچنین میزان خرید اوراق توسط بانک مرکزی توسط سیاستگذار پولی یعنی خود بانک مرکزی صورت گیرد. همچنین می‌بایست استثنائاً اوراقی که جهت تسویه بدهی دولت منتشر می‌شود، نیز حذف گردد.

### منابع و مأخذ

۱. بودجه‌های سالیانه.
۲. قوانین مختلف کشور.
۳. گزارش‌های عملکرد مالی دولت در سال ۱۳۹۶.
4. Holtfrerich, Carl-Ludwig; Feld, Lars P.; Heun, Werner et al. (2016): Government debt: causes, effects and limits. Berlin, 76 pages.



مرکز پژوهش‌ها  
مجلس شورای اسلامی

شماره مسلسل: ۱۵۷۰۴

شناسنامه گزارش

شماره چاپ: ۷۶۰

دوره دهم - سال دوم

شماره ثبت: ۳۴۸

تاریخ چاپ: ۱۳۹۶/۹/۲۱

عنوان گزارش: بررسی لایحه بودجه سال ۱۳۹۷ کل کشور ۶۵. وضعیت بدهی دولت و انتشار اوراق مالی  
نام دفاتر: مطالعات اقتصاد بخش عمومی، مطالعات اقتصادی

تهیه و تدوین کنندگان: محمدحسین معاریان، سیدمهدی حسینی دولت‌آبادی، سیدمهدی بنی‌طبا

همکاران: سیدعباس پرهیزکاری، سیدسجاد پادام

ناظران علمی: محمد قاسمی، سید محمدهادی سبحانیان، داریوش ابوحمزه

منتقاضی: کمیسیون تلفیق

ویراستار تخصصی: \_\_\_\_\_

ویراستار ادبی: \_\_\_\_\_



واژه‌های کلیدی: \_\_\_\_\_

تاریخ انتشار: ۱۳۹۶/۱۰/۱۸