



## بررسی لایحه بودجه سال ۱۳۹۹ کل کشور

۳۵. تبصره (۵)

(فرایند انتشار و عرضه اوراق مالی دولتی)

### مقدمه

در حال حاضر انتشار و عرضه اوراق مالی دولت براساس قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران مصوب سال ۱۳۸۴ و مقرره‌های مبتنی بر آن صورت می‌گیرد. بندهای مختلفی از تبصره (۵) لایحه بودجه سال ۱۳۹۹ به فرایند انتشار و عرضه اوراق مالی دولتی اشاره کرده است. تأمین مالی دولت از طریق اوراق مالی دولتی منبعی برای جبران کسری بودجه در لایحه بودجه سال ۱۳۹۹ است.

با توجه به حجم قابل توجه انتشار اوراق مالی توسط دولت در مقایسه با شرکت‌های غیردولتی و البته ماهیت و ملاحظات متفاوت دولت با شرکت‌های غیردولتی، به نظر می‌رسد که حاکم کردن همه قواعدی که برای شرکت‌های غیردولتی در خصوص انتشار و عرضه اوراق وضع شده است، بر دولت صحیح نباشد. به نظر می‌رسد که دولت نیز به این انگاره معتقد است و از سال گذشته تلاش کرده از طریق مجوزهای موردی در قانون بودجه، خود را از رویه‌های حاکم بر انتشار اوراق مالی که از سوی سازمان بورس براساس قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران اعمال می‌شود، مستثنا کند. این روند از لایحه بودجه سال ۱۳۹۸ (جزء‌های «۳» و «۴» بند «م» تبصره (۵)) با مجوز تأسیس نهادهای واسط با مالکیت و مدیریت دولت و حذف تشریفات قانونی مربوط به دارایی‌های پشتوانه اوراق دولت آغاز شد؛ در لایحه بودجه سال ۱۳۹۹ علاوه بر این دو مجوز، مجوزهای دیگری در خصوص ثبت اوراق دولتی و یا نحوه عرضه آنها آمده است.

در ادامه به ابعاد و پیامدهای روندی که از سال گذشته در خصوص فرایند انتشار اوراق دولت و نحوه عرضه آن آغاز شده است؛ پرداخته می‌شود.

مشخصات لایحه

دوره دهم - سال چهارم

شماره ثبت:

۶۸۷

شماره چاپ:

۱۷۱۲

تاریخ چاپ:

۱۳۹۸/۹/۱۸

معاونت پژوهش‌های

اقتصادی

دفتر مطالعات

اقتصادی

مشخصات گزارش

### فرایند انتشار و عرضه اوراق دولتی در لایحه بودجه سال ۱۳۹۹

اوراق مالی اسلامی دولتی مجوز داده شده در لایحه بودجه سال ۱۳۹۹ در مقایسه با قانون بودجه سال ۱۳۹۸ از ۴۸ هزار میلیارد تومان به ۹۴ هزار میلیارد تومان (۹۵ درصد) افزایش داشته است. برای سهولت در فرایند انتشار این اوراق و مهم‌تر از آن تسهیل فروش (عرضه اولیه) اوراق منتشر شده، در اجزای مختلف بند «ک» تبصره (۵) لایحه بودجه سال ۱۳۹۹ جهت مستثنا شدن از فرایندهای انتشار و عرضه اوراق در بازار سرمایه پیشنهاد شده است. اجزای «۴» و «۵» و «۶» بند «ک» تبصره (۵) به شرح ذیل است:

شماره مسلسل:

۲۲۰۱۶۸۲۷

تاریخ انتشار:

۱۳۹۸/۱۰/۱۱

بند «۴»: «وزارت امور اقتصادی و دارایی به نیابت از دولت مسئول انتشار اوراق مالی مربوط به دولت است. این وزارتخانه مجاز است از کلیه روش‌های انتشار اولیه اوراق از جمله عرضه تدریجی، حراج، فروش اوراق به کسر، (کمتر از قیمت اسمی) پذیره‌نویسی و عرضه خصوصی در بازارها استفاده نماید. سازمان بورس و اوراق بهادار و بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران حسب مورد مکلفند نسبت به ارائه اطلاعات مورد نیاز از جمله فهرست آخرین دارندگان اوراق مالی اسلامی دولت به وزارت مذکور و اتخاذ تمهیدات لازم برای استفاده از کلیه روش‌های انتشار اقدام نمایند. بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران در بازار ثانویه اوراق، مجاز به خرید و فروش اوراق مالی اسلامی دولت بوده و از نظر حجم خرید یا فروش و روش خرید یا فروش (از جمله مکانیسم حراج) در راستای سیاستگذاری پولی خود اختیار کامل دارد».

بند «۵»: «به وزارت امور اقتصادی و دارایی اجازه داده می‌شود نسبت به تأسیس نهادهای واسط با مدیریت و مالکیت دولت یا استفاده از نهادهای واسط موضوع قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید با انتقال مالکیت، برای انتشار اوراق بهادار (ارزی - ریالی) اقدام کند».

بند «۶»: «به وزارت امور اقتصادی و دارایی اجازه داده می‌شود رأساً از دارایی‌ها و مطالبات دولت به‌عنوان پشتوانه انتشار اوراق مالی اسلامی موضوع این تبصره بدون رعایت تشریفات قانونی مربوط به بورس استفاده کند. ضوابط و معیار و نحوه اجرا به پیشنهاد وزارتخانه مذکور به تصویب هیئت وزیران می‌رسد».

جزء «۵» لایحه عیناً در قانون بودجه سال ۱۳۹۸ وجود دارد. در جزء «۶» لایحه بودجه سال ۱۳۹۹ تنها عبارت «مربوط به بورس» به قانون بودجه سال ۱۳۹۸ پس از تشریفات قانونی اضافه شده است. هر دوی این دو جزء مربوط به فرایندهای حاکم بر انتشار اوراق است که در آن به وزارت امور اقتصادی و دارایی مجوز اتخاذ رویه‌هایی غیر از رویه‌های حاکم بر بورس داده شده است. اما جزء «۴» که در آن مجوزهایی برای روش‌های عرضه (انتشار) اولیه اوراق بیان شده، برای اولین بار است که در لایحه بودجه آمده است.

این روش‌های عرضه عبارتند از:

۱. عرضه تدریجی
۲. حراج
۳. فروش اوراق به کسر (کمتر از قیمت اسمی)
۴. پذیره‌نویسی و
۵. عرضه خصوصی

به‌طور کلی این رویه دولت که به‌صورت موردی مجوزهایی در خصوص نحوه انتشار و عرضه اولیه اوراق دولتی در قوانین بودجه سالانه می‌گیرد و خود را از قوانین موجود مستثنا می‌کند، صحیح نیست و البته به ایجاد بی‌نظمی در بازار سرمایه منجر خواهد شد. به بیان دیگر اگرچه ملاحظه دولت در خصوص ضرورت تفاوت میان قواعد حاکم بر انتشار و عرضه اوراق مالی دولت با قواعد حاکم بر انتشار و عرضه اوراق مالی شرکتی صحیح به‌نظر می‌رسد و شرایط کنونی هزینه‌های بلاوجهی را برای دولت ایجاد کرده است، اما علاج این مشکل در ارائه یک لایحه مستقل در خصوص انتشار و عرضه اوراق مالی دولتی است که در آن تمام ابعاد و رویه‌های انتشار و عرضه اوراق و ساختار بازار اوراق مالی دولت (بازار معاملات عمده، بازار معاملات خرد و ارتباط آنها با یکدیگر و جایگاه بازار سرمایه در این میان و چگونگی ثبت معاملات و نقل و انتقال آنها و ...) بیان گردد.

به‌طور مشخص در خصوص جزء «۴» لایحه بودجه، بیان عبارات‌های کلی که سابقه‌ای در قوانین کشور نیز ندارند بدون بیان دقیق و ظرایف آن، ضمن ایجاد زمینه بروز فساد، بی‌نظمی‌هایی در بازار اوراق مالی کشور نیز ایجاد خواهد کرد و ممکن است باعث نااطمینانی و بی‌اعتمادی فعالان بازار و سرمایه‌گذاران نسبت به اوراق و معاملات آن شود که چه‌بسا به ضرر خود دولت نیز است.

در حال حاضر اوراق مالی اعم از دولتی (غیر از اسناد خزانه) و غیردولتی از طریق عرضه عمومی به فروش می‌رسد که ابعاد و چارچوب اصلی آن در قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران بیان شده است. اما مصادیقی که برای روش‌های انتشار (عرضه) اولیه اوراق بیان شده مثل عرضه تدریجی، حراج، فروش اوراق به کسر (کمتر از قیمت اسمی)، پذیرهنویسی و عرضه خصوصی اولاً در عرض هم نیستند و با یکدیگر نقاط اشتراک دارند (به‌عنوان نمونه؛ حراج یک روش انتشار اوراق است که می‌تواند به‌طور خصوصی، عمومی، تدریجی یا فروش به کسر صورت پذیرد. همچنین عرضه خصوصی می‌تواند به‌صورت عرضه تدریجی صورت پذیرد؛ پذیرهنویسی نیز روش انتشار اوراق نیست و اساساً موضوعی دیگر است<sup>۱</sup>) و ثانیاً نه در لایحه بودجه و نه در قوانین موجود ابعاد و چارچوب آن بیان نشده است و لذا قابلیت تفسیر و تأویل دارد. ثالثاً عرضه عمومی کاملاً شفاف است، اما عرضه خصوصی یا تدریجی مخصوصاً اگر با فروش اوراق به کسر ترکیب گردد و هیچ مکانیسم افشا و ایجاد شفافیتی هم برای آن تعیین نگردد، کاملاً امکان بروز فساد فراهم می‌شود و کشف نرخ نیز ممکن است به شکل صحیح صورت نگیرد. رابعاً ساختار بازار اوراق مالی دولت در صورت تصویب لایحه نیز مشخص نیست. برای نمونه رابطه میان مثلاً عرضه خصوصی اوراق با مبادلاتی که در بازار سرمایه روی اوراق مالی دولت انجام می‌شود، مشخص نیست. عبارت بازارها نیز که در انتهای این روش‌ها در متن لایحه بیان شده است، بر ابهام موجود می‌افزاید و مشخص نیست مراد دولت غیر از بازار سرمایه، چه بازارهایی است.

در همین راستا در بند «ق» تبصره (۵)<sup>۲</sup> لایحه، وزارت اقتصاد را موظف به ارائه فهرست معامله‌گران اولیه مجاز اوراق دولتی می‌کند. این بند نیز در ادامه جزء «۴» لایحه بودجه، ابهامات دیگری می‌آفریند که اساساً این معامله‌گران مجاز اولیه قرار است چه کاری انجام دهند و چه ویژگی‌هایی دارند و ارتباط آن با رویه‌های موجود چیست.

### جمع‌بندی و پیشنهاد

با توجه به نواقص، ابهامات و اشکالاتی که متن لایحه در خصوص نحوه عرضه (انتشار) اولیه اوراق دولت دارد و پیامدهای منفی که در بازار اوراق مالی دولت ایجاد خواهد کرد، به‌نظر می‌رسد، تصویب این مجوزها مشکلات زیادی را چه در بحث اجرا و چه در بحث نظارت بر آن ایجاد خواهد کرد (البته با عنایت به تفاوت‌ها میان قواعد حاکم بر انتشار و عرضه اوراق مالی دولت با قواعد حاکم بر انتشار اوراق شرکتی، ضروری است دولت با فوریت یک لایحه مستقل در این خصوص ارائه کند). بنابراین می‌بایست دولت در چارچوب روش‌های موجود، انتشار (عرضه) اولیه اوراق مالی خود را کارسازی کند.

در خصوص استفاده از نهادهای واسط با مالکیت و مدیریت دولت و یا بحث تبعیت از تشریفات قانونی مربوط به بورس در خصوص دارایی‌های پشتوانه اوراق نیز اگرچه اولویت با ارائه یک لایحه مستقل است، اما به‌نظر می‌رسد تصویب آن مشکلات جدی ایجاد نخواهد کرد.

۱. طبق قانون بازار اوراق (مصوب ۱۳۸۴) پذیرهنویسی فرایند خرید اوراق بهادار از ناشر و یا نماینده قانونی آن و تعهد پرداخت وجه کامل آن طبق قرارداد است. این فرایند در تمامی روش‌های نام برده در لایحه به‌کار می‌آید.

۲. «وزارت امور اقتصادی و دارایی موظف است ظرف دو ماه پس از اجرای عملیات بازار باز توسط بانک مرکزی، ضمن تعیین فهرست معامله‌گران اولیه مجاز نسبت به پیاده‌سازی الزامات عرضه اولیه اوراق از طریق حراج به نحوی که حداقل سی درصد (۳۰٪) از اوراق مالی اسلامی منتشره دولت پس از عملیات بازار باز در عرضه اولیه به معامله‌گران اولیه مجاز به فروش برسد».