

شماره چاپ: ۱۷۱۲

شماره ثبت: ۶۸۷

دوره دهم - سال چهارم

تاریخ چاپ: ۱۳۹۸/۹/۱۸

# بررسی لایحه بودجه سال ۱۳۹۹ کل کشور ۹. وضعیت بدهی دولت و انتشار اوراق مالی

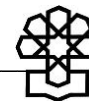
معاونت پژوهش‌های اقتصادی  
دفتر: مطالعات مالی عمومی و توسعه مدیریت

کد موضوعی: ۲۳۰  
شماره مسلسل: ۱۶۷۷۰  
دی‌ماه ۱۳۹۸

## به نام خدا

### فهرست مطالب

۱	چکیده
۲	مقدمه
۳	۱- تصویری از اوراق بدهی در لایحه بودجه سال ۱۳۹۹
۶	۱-۱- منابع حاصل از واگذاری اوراق مالی دولت در لایحه بودجه سال ۱۳۹۹
۷	۱-۲- اوراق ریالی دارای بار مالی برای دولت
۷	۲- ملاحظات انتشار اوراق توسط دولت
۷	۲-۱- بار مالی اوراق در سال ۱۳۹۹
۸	۲-۲- وضعیت عرضه و تقاضا در بازار اوراق
۱۰	۲-۳- ملاحظاتی پیرامون تهاتر بدهی‌های دولت - پیمانکاران و فرصت تهاتر بدهی‌های پیمانکاران - شهرداری‌ها ...
۱۱	۲-۴- لزوم تدوین و ارائه برنامه زمانی انتشار اوراق دولتی
۱۲	۲-۵- بررسی فرایند انتشار و عرضه اوراق مالی دولتی
۱۴	۲-۶- روش‌های جدید فروش اوراق: عرضه تدریجی و فروش اوراق به کسر
۱۵	۲-۷- توثیق اوراق مالی دولتی نزد بانک مرکزی
۱۷	۲-۸- کمیته بند «ک» تبصره «۵» لایحه بودجه سال ۱۳۹۹
۱۸	۲-۹- بند «ز» تبصره «۵» لایحه بودجه سال ۱۳۹۹ - انتشار اوراق بیمه‌ای
۲۰	۳- بدهی‌های دولت
۲۱	نتیجه‌گیری
۲۲	پیشنهادها
۲۳	منابع و مأخذ



## بررسی لایحه بودجه سال ۱۳۹۸ کل کشور ۹. وضعیت بدهی دولت و انتشار اوراق مالی

### چکیده

۱. در لایحه بودجه سال ۱۳۹۹ در مجموع مجوز انتشار ۱۰۹۰ هزار میلیارد ریال انواع اوراق بدهی ریالی به دولت، شرکت‌های دولتی و شهرداری‌ها صادر شده است. میزان این مجوز در قانون بودجه سال ۱۳۹۸ برابر ۶۴۰ هزار میلیارد ریال بوده است.
۲. در جداول کلان لایحه در زیرمجموعه واگذاری دارایی‌های مالی، منابع حاصل از فروش و واگذاری انواع اوراق مالی اسلامی به ارزش ۸۰۰ هزار میلیارد ریال پیش‌بینی شده است. همچنین در بند «د» تبصره «۱۲» به وزارت اقتصاد و امور دارایی مجوز انتشار ۸۰ هزار میلیارد ریال اوراق صکوک اجاره بر پایه دارایی‌های غیرمنقول دستگاه‌های اجرایی با هدف مولدسازی دارایی‌ها به دولت داده شده است. منابع این بند در جدول ۵ ذیل درآمد حاصل از واگذاری دارایی‌های سرمایه‌ای آورده شده است. با احتساب تمامی مجوزهای دریافت شده برای واگذاری اوراق مالی، دولت می‌تواند تا سقف ۸۸۰ هزار میلیارد ریال از منابع حاصل از واگذاری انواع اوراق مالی - اسلامی در مصارف بودجه استفاده نماید.
۳. با توجه به آمار در دسترس، میزان بار مالی (اصل) اوراق سررسید شده در سال ۱۳۹۹ با فرض عدم انتشار اوراق جدید با سررسید سال ۱۳۹۹ در ماه‌های پایانی سال حداقل برابر ۳۷۷ هزار میلیارد ریال است. همچنین میزان برآورد شده فرع (سود) اوراق سررسید شده دولت در سال ۱۳۹۹ حدود ۶۵ هزار میلیارد ریال است که در صورت هرگونه انتشار اوراق نقدی دولت در سال‌های ۱۳۹۸ و ۱۳۹۹ افزایش خواهد یافت. در لایحه بودجه سال ۱۳۹۹ در مجموع حدود ۵۲۷ هزار میلیارد ریال برای پوشش بار مالی ناشی از (سود و سررسید) اوراق سررسید شده در سال ۱۳۹۹ در نظر گرفته شده است.
۴. شهرداری‌های کشور از محل عدم پرداخت تعهدات خود در پروژه‌های مختلف به پیمانکاران در سال‌های مختلف، مبالغ قابل توجهی به آنها بدهکار هستند. پیمانکاران نیز در پروژه‌های خود ملزم به پرداخت مالیات بر ارزش افزوده هستند که بخشی از منابع حاصل از آن به شهرداری‌ها تعلق دارد. می‌توان سازوکاری تعبیه نمود که با اجرای آن مبالغ پرداختی ارزش افزوده سهم شهرداری‌ها با بدهی شهرداری‌ها به پیمانکاران تهاتر شود. این تهاتر می‌تواند کمک شایانی به محدودیت نقدینگی پیمانکاران کرده و بخشی از معوقات آنها از شهرداری‌ها را نیز تسویه نماید.
۵. در راستای شفاف‌سازی برنامه مالی دولت، ایجاد فرصت برای برنامه‌ریزی متقاضیان اوراق دولتی، کاهش اختلال ایجادی در بازار در نتیجه انتشار یکباره و در نتیجه افزایش نقدشوندگی اوراق دولتی (در

بازار ثانویه) لازم است تا دولت برنامه انتشار اوراق خود را تدوین و در اختیار عموم قرار دهد. انتشار این برنامه و نظارت بر اجرای آن از سوی نهادهای نظارتی می‌تواند موجب منظم شدن فرایند استقراض دولت و ایجاد انگیزه برای برنامه‌ریزی بهتر شود. تدوین و پایبندی به این برنامه می‌تواند هماهنگی سیاست‌های دولت در بازار بدهی و سیاست‌های پولی بانک مرکزی را نیز بهبود ببخشد.

۶. با توجه به اینکه لایحه بودجه عملاً بار خرید اوراق مالی دولتی را بر دوش بانک‌های با بیشترین بدهی به بانک مرکزی (بانک مسکن و بانک‌ها و مؤسسات خصوصی ناسالم) می‌اندازد و این امر نیز عملاً با توجه به شرایط کنونی وضعیت این بانک‌ها ناممکن خواهد بود، پیشنهاد می‌شود ضمن تأکید بر اصل وثیقه‌گیری در ازای اعتبار و اجرای عملیات بازار باز، تکلیف حداقل ۵۰ درصدی وثیقه‌دار کردن بدهی به بانک مرکزی از متن لایحه حذف گردد و لذا بانک مرکزی با توجه به وضعیت بانک‌ها و سیاست‌های خود، بحث وثیقه‌گیری اوراق دولتی در ازای اعتبار را در پیش گیرد. از سوی دیگر با توجه به اینکه عدم وجود اوراق مالی دولت در ترازنامه بانک‌ها یکی از دلایل اصلی به تأخیر افتادن اجرای عملیات بازار باز بوده است و نگهداری اوراق مالی دولت از سوی بانک‌ها منجر به بهبود وضعیت نقدینگی و پایداری بانک‌ها خواهد شد و البته تقاضا برای اوراق مالی دولتی هم ایجاد می‌گردد، ضروری است همه بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی ملزم به نگهداری اوراق مالی دولت متناسب با اندازه ترازنامه‌شان شوند. با این حکم عملاً همه بانک‌ها اقدام به خرید اوراق مالی خواهند کرد و مهم‌تر از آن بار خرید اوراق دولتی روی دوش همه مؤسسات اعتباری می‌افتد.

## مقدمه

در سال‌های اخیر دولت در لوایح بودجه سنواتی به منظور انتشار اوراق برای تأمین مالی هزینه‌های جاری، بدهی‌های سررسید شده و طرح‌های تملک دارایی‌های سرمایه‌ای درخواست مجوز کرده است. تبصره «۵» لایحه بودجه سال ۱۳۹۹ نیز به صدور مجوز برای انتشار اوراق مالی توسط دولت، شرکت‌های دولتی و شهرداری‌ها اختصاص دارد. تصمیم‌گیری صحیح در این باره نیازمند در نظر گرفتن ملاحظات پیرامون بار مالی اوراق سررسید شده، توسعه بازار بدهی، مدیریت نقدینگی، شفافیت و مواردی از این دست است.

در این گزارش ابتدا به ارائه تصویری از مجوزهای انتشار اوراق در لایحه بودجه سال ۱۳۹۹ پرداخته شده، در ادامه اعتبار پیش‌بینی شده برای بازپرداخت اوراق سررسید شده در سال ۱۳۹۹ بررسی و نکاتی درباره آن ارائه شده است. سپس ضمن بیان ملاحظات پیرامون تهاتر بدهی‌های دولت و پیمانکاران پیشنهادی برای تهاتر بدهی پیمانکاران و شهرداری‌ها ارائه شده است. در ادامه اهمیت تهیه و ارائه تقویم انتشار اوراق مالی-اسلامی توسط دولت و ملاحظات مربوطه تبیین شده است. در بخش دوم گزارش جریان درآمدها و مخارج دولت در ماه‌های مختلف سال شده است و برای بهبود مدیریت تعهدات و



نقدینگی دولت پیشنهاداتی ارائه شده است. در بخش انتهایی گزارش ضمن بررسی میزان بدهی‌های دولت و شرکت‌های دولتی، نسبت بدهی به تولید ناخالص داخلی محاسبه شده است.

### ۱. تصویری از اوراق بدهی در لایحه بودجه سال ۱۳۹۹

تبصره «۵» و «۱۲» لایحه بودجه سال ۱۳۹۹ به صدور مجوز برای انتشار اوراق بدهی اختصاص داده شده است. در یک نگاه کلی اوراق مطرح شده را می‌توان به **چهار** دسته کلی تقسیم کرد:

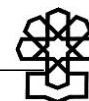
- انواع اوراق مالی - اسلامی ریالی که در بندهای مختلف تبصره «۵» مجوز انتشار آنها به ارزش ۱۰۱۰ هزار میلیارد ریال در مجموع به دولت، شرکت‌های دولتی و شهرداری‌ها داده شده است.
- ۸۰ هزار میلیارد ریال اوراق صکوک اجاره در تبصره «۱۲» که با هدف مولدسازی دارایی‌های دولت بر پایه اموال غیرمنقول مزاد دستگاه‌های اجرایی منتشر می‌شود. **این اوراق تنها در نوع ابزار متفاوت بوده، ولی دارای ماهیت استقراض بوده و واگذاری آن دولت را بدهکار می‌نماید.**
- 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.
- به منظور تسویه بدهی‌های قطعی دولت تا پایان سال ۱۳۹۸ با مطالبات دولت (به صورت جمعی - خرجی) مجوز صدور ۲۰ هزار میلیارد ریال اسناد (اوراق) تسویه خزانه به دولت داده شده است. **این اوراق ماهیت بدهی نداشته و با هدف تهاثر بدهی‌های دولت و بخش غیردولتی صادر می‌شود.**

در جدول ۱ بندهایی از تبصره «۵» و «۱۲» که در لایحه بودجه سال ۱۳۹۹ 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.

(هزار میلیارد ریال)

## جدول ۱. اوراق مجوز داده شده در تبصره‌های «۵» و «۱۲» لایحه بودجه سال ۱۳۹۹

ردیف	تبصره و بند	ناشر	نوع اوراق	موضوع انتشار	تضمین‌کننده	مبلغ در قانون سال ۱۳۹۸	مبلغ در لایحه سال ۱۳۹۹
۱	بند «الف»	شرکت‌های دولتی	اوراق مالی اسلامی (ریالی)	اجرای طرح‌های دارای توجیه فنی-اقتصادی- مالی- زیست محیطی	منتشرکننده	۴۵	۶۵
۲	بند «ب»	دولت	اوراق مالی اسلامی (ریالی- ارزی)	تخصیص اعتبارات قانون بودجه	دولت	۲۹۰	۵۵۰
۳	بند «ه»	دولت	اسناد خزانه اسلامی	ابلاغ اعتبار و تخصیص‌های صادره توسط سازمان برنامه و بودجه از محل اعتبارات هزینه‌ای و تملک دارایی‌های سرمایه‌ای مندرج در قانون بودجه*	دولت	۱۳۰	۲۰۰
۴	بند «و»	دولت	اسناد (اوراق) تسویه خزانه	تسویه بدهی‌های قطعی دولت تا پایان سال ۱۳۹۷ با مطالبات دولت (جمعی- خرجی)	-	۵۰	۲۰
۵	بند «ز»	دولت	اسناد خزانه اسلامی (با سررسید کمتر از یک سال)	استمرار جریان پرداخت‌های خزانه‌داری کل کشور - صرف تخصیص‌های ابلاغی از سوی سازمان برنامه و بودجه (با اولویت اعتبارات استانی)	دولت	۱۰۰	حذف
۶	بند «ح»	دولت	اوراق مالی اسلامی	پرداخت اصل و سود اوراق سررسید شده در سال ۱۳۹۸	دولت	۵۰	۱۰۰
۷	بند «ع»	دولت	اوراق مالی اسلامی	احداث، تکمیل و تجهیز فضاهای آموزشی، پرورشی و ورزشی آموزش و پرورش (سازمان نوسازی)	دولت	۱۰	۱۰
۸	بند «د» تبصره «۱۲»	دولت	صکوک اجاره	مولدسازی دارایی‌های دولت	دولت	-	۸۰
۹	بند «د»	شهرداری‌ها و سازمان‌های وابسته	اوراق مالی اسلامی (ریالی)	حداقل ۵۰ درصد در قطارهای شهری	تضمین‌کننده ۵۰ درصد از اوراق برای طرح‌های قطار شهری دولت بوده و تضمین‌کننده مابقی اوراق شهرداری‌ها هستند.	۸۰	۵۰



مبلغ در لایحه سال ۱۳۹۹	مبلغ در قانون سال ۱۳۹۸	تضمین کننده	موضوع انتشار	نوع اوراق	ناشر	تبصره و بند	ردیف	
۳۵	۳۵	منتشر کننده	سرمایه‌گذاری در طرح‌های نفت و گاز با اولویت میادین مشترک و طرح‌های زیربنایی و توسعه‌ای وزارت صنعت و معدن و تجارت	اوراق مالی اسلامی (ارزی-ریالی)	شرکت‌های تابعه وزارت نفت و صنعت	بند «ط»	۱۰	
۳ میلیارد دلار	۳ میلیارد دلار	منتشر کننده	بازپرداخت اصل و سود اوراق سررسید شده، تسهیلات بانکی و تضامین سررسید شده و بدهی‌های سررسید شده پیمانکاران بیع متقابل	اوراق مالی اسلامی (ریالی - ارزی)	شرکت‌های دولتی تابعه وزارت نفت	بند «ی»	۱۱	
۱۰۹۰	۶۴۰	<b>مجموع اوراق ریالی (دولت، شرکت‌های دولتی و شهرداری‌ها)</b>						
۱۰۴۰	۵۶۰	<b>مجموع اوراق با سقف ریالی مجوز داده شده به دولت و شرکت‌های دولتی</b>						
۹۴۰	۴۸۰	<b>مجموع اوراق ریالی مجوز داده شده به دولت** (مجموع ردیف‌های ۲ و ۳ و ۶ و ۷ و ۸)</b>						
۹۵۲,۵-۹۶۵	۵۰۰-۵۲۰	<b>مجموع اوراق ریالی دارای بار مالی برای دولت***</b>						

\* منابع حاصل از این بند فقط در چارچوب اعتبارات هزینه‌ای و تملک دارایی‌های سرمایه‌ای مندرج در لایحه بودجه سال ۱۳۹۹ قابل هزینه‌کرد است.

\*\* در برنامه ششم توسعه مجوز استفاده از منابع حاصل از واگذاری اوراق در بودجه تا سقف ۵۰۰ هزار میلیارد ریال است با وجود این سقف استفاده از منابع حاصل از واگذاری اوراق در جداول کلان لایحه بودجه سال ۱۳۹۹ برابر ۸۸۰ هزار میلیارد ریال است.

\*\*\* با توجه به اینکه حداقل ۵۰٪ اوراق مرتبط با شهرداری‌ها باید به‌منظور تأمین مالی قطارهای شهری منتشر شوند و دولت ضامن و پرداخت‌کننده اصل و سود ۵۰٪ اوراق مرتبط با قطار شهری است، لذا اوراق دارای بار مالی برای دولت بین ۹۵۲,۵ تا ۹۶۵ هزار میلیارد ریال خواهد بود.

همان‌طور که در جدول ۱ مشاهده می‌شود، در لایحه بودجه سال ۱۳۹۹ در مجموع مجوز انتشار ۱۰۹۰ هزار میلیارد ریال انواع اوراق بدهی ریالی به دولت، شرکت‌های دولتی و شهرداری‌ها صادر شده است. میزان این مجوز در قانون بودجه سال ۱۳۹۸ برابر ۶۴۰ هزار میلیارد ریال بوده است. از ۱۰۹۰ هزار میلیارد ریال انواع اوراق بدهی ریالی، مجوز انتشار ۱۰۴۰ هزار میلیارد ریال آن به دولت و شرکت‌های دولتی اختصاص دارد و ۵۰ هزار میلیارد ریال 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 و بازپرداخت اصل و سود این اوراق برای اجرای طرح‌های قطار شهری، به نسبت ۵۰ درصد برعهده دولت و ۵۰ درصد برعهده صادرکننده است.

### ۱-۱. منابع حاصل از واگذاری اوراق مالی دولت در لایحه بودجه سال ۱۳۹۹

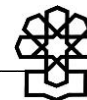
با وجود مجوز انتشار ۹۴۰ هزار میلیارد ریال اوراق توسط دولت در تبصره‌های «۵» و «۱۲»، در جداول کلان لایحه در زیرمجموعه واگذاری دارایی‌های مالی، منابع حاصل از فروش و واگذاری انواع اوراق مالی اسلامی به ارزش ۸۰۰ هزار میلیارد ریال پیش‌بینی شده است. این درحالی است که مجموع اوراق ریالی مجوز داده شده به دولت (با سررسید بیش از یک سال) در تبصره «۵» ارزشی برابر ۸۶۰ هزار میلیارد ریال دارد. در نتیجه دولت از ۸۶۰ هزار میلیارد ریال مجوز اخذ شده در تبصره «۵» قابلیت استفاده از ۸۰۰ هزار میلیارد ریال آن را دارد.

همچنین در بند «د» تبصره «۱۲» به وزارت اقتصاد و امور دارایی مجوز انتشار ۸۰ هزار میلیارد ریال اوراق صکوک اجاره بر پایه دارایی‌های غیرمنقول دستگاه‌های اجرایی با هدف مولدسازی دارایی‌های دولت داده شده است. منابع این بند در جدول ۵ ذیل درآمد حاصل از واگذاری دارایی‌های سرمایه‌ای آورده شده است. لذا در سقف ۸۰ هزار میلیارد ریال از این محل در بودجه دولت استفاده شده است.

**با احتساب تمامی مجوزهای دریافت شده، طبق ارقام مندرج در جدول بودجه، دولت می‌تواند تا سقف ۸۸۰ هزار میلیارد ریال از منابع حاصل از واگذاری انواع اوراق مالی - اسلامی در مصارف بودجه استفاده نماید.**

البته شایان ذکر است که با توجه به آنکه در جدول ۴ قانون برنامه ششم توسعه سقف استفاده از منابع حاصل از واگذاری اوراق مشارکت و اوراق اسلامی ۵۰۰ هزار میلیارد در نظر گرفته شده است، لذا ۳۸۰ هزار میلیارد از منابع پیش‌بینی شده خارج از سقف قانون برنامه است و برای تصویب نیاز به رأی دوسوم نمایندگان مجلس شورای اسلامی دارد.

در تبصره «۵» لایحه بودجه مجوز انتشار ۲۰ هزار میلیارد ریال اوراق تسویه خزانه به دولت داده شده، این اوراق در سرجمع منابع حاصل از فروش و واگذاری انواع اوراق مالی اسلامی با درج عدد ۱ منعکس شده است. به‌منظور برقراری تراز در بودجه (با توجه به ماهیت جمعی - خرجی اوراق مذکور)



باید در زیرمجموعه مصارف بودجه نیز اعتباری به اندازه میزان مجوز اخذ شده در نظر گرفته شود. در قانون بودجه سال ۱۳۹۸ با درج عدد ۱ در جدول ۹ (ردیف‌های متفرقه) این اعتبار منعکس شده است.

## ۲-۱. اوراق ریالی دارای بار مالی برای دولت

مجموع اوراق ریالی دارای بار مالی برای دولت در لایحه سال ۱۳۹۹ بر مبنای مجوزهای داده شده در تبصره‌ها در بازه ۹۵۲/۵ تا ۹۶۵ هزار میلیارد ریال است.<sup>۱</sup> اوراق تضمین شده توسط دولت شامل اوراق منتشر شده توسط دولت (به ارزش ۹۴۰ هزار میلیارد ریال) و بخشی از اوراق منتشر شده توسط شهرداری‌ها و سازمان‌های وابسته است. در صورتی که ۵۰ درصد از اوراق منتشره توسط شهرداری‌ها و سازمان‌های وابسته به طرح‌های قطار شهری اختصاص یابد، با توجه به سهم ۵۰ درصدی دولت در تضمین این اوراق، ۱۲/۵ هزار میلیارد ریال به اوراق تضمین شده توسط دولت از این محل افزوده خواهد شد (در مجموع ارزشی برابر ۹۵۲/۵ هزار میلیارد ریال). در صورتی که تمام اوراق انتشار یافته توسط شهرداری‌ها و سازمان‌های وابسته به طرح‌های قطار شهری اختصاص یابد، ۲۵ هزار میلیارد ریال به اوراق تضمین شده توسط دولت از این محل افزوده خواهد شد. در این صورت مجموع اوراق تضمین شده توسط دولت ۹۶۵/۵ هزار میلیارد ریال خواهد شد. باز پرداخت اصل و سود این اوراق بر عهده دولت است.

## ۲. ملاحظات انتشار اوراق توسط دولت

### ۲-۱. بار مالی اوراق در سال ۱۳۹۹

در لایحه بودجه سال ۱۳۹۹ معادل ۴۰۰ هزار میلیارد ریال بابت بازپرداخت اصل اوراق مالی و حدود ۱۳۰ هزار میلیارد ریال بابت بازپرداخت سود اوراق و تأمین هزینه‌های انتشار و حق عاملیت واگذاری اوراق بهادار پیش‌بینی شده است. علاوه بر این مبلغ ۱۰۰ 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 حدود ۵۲۷ هزار میلیارد ریال برای پوشش بار مالی ناشی از (سود و سررسید) اوراق سررسید شده در سال ۱۳۹۹ در نظر گرفته شده است. این رقم متشکل است از:

- ۴۰۰ هزار میلیارد ریال در ردیف ۱-۱۰۲۰۰۰۰ جدول شماره ۸ تحت عنوان «بازپرداخت اصل

اوراق مشارکت دارای تضمین دولت، اسناد خزانه و سایر اوراق بهادار»

- حدود ۱۲۷ هزار میلیارد ریال از ۱۳۰ هزار میلیارد ریال ردیف ۱-۶۰۰۰۰۰۰ جدول شماره ۹

تحت عنوان «سود و کارمزد اوراق بهادار داخلی و وام‌های خارجی و تأمین هزینه‌های انتشار و حق

۱. در صورت انتشار اوراق در سقف مندرج در جداول (۸۸۰ هزار میلیارد تومان) این رقم کمتر خواهد بود.

عاملیت واگذاری اوراق بهادار». در واقع با مقایسه ارقام قوانین بودجه سال‌های گذشته می‌توان دریافت که از این ردیف مبالغ مربوط به سود وام‌های خارجی (حدود ۱ هزار میلیارد ریال)، کارمزد (حدود ۰/۵ هزار میلیارد ریال) و هزینه‌های انتشار و حق عاملیت واگذاری اوراق بهادار (حدود ۰/۸ هزار میلیارد ریال) چندان قابل توجه نیستند و لذا انتظار می‌رود که مبلغ قابل توجهی از این ردیف (حدود ۱۲۷ هزار میلیارد ریال) به بازپرداخت اوراق مالی داخلی اختصاص داده شود.

علاوه بر این دو مورد دولت مجاز است که:

- طبق مجوز بند «ح» تبصره «۵» برای انتشار جهت بازپرداخت اصل و سود اوراق سررسید شده در سال ۱۳۹۹، دولت مجاز است حداکثر ۱۰۰ هزار میلیارد ریال اوراق منتشر نماید که نیاز بیشتر به بازپرداخت اصل و سود اوراق از این محل استفاده نماید (به عبارت دیگر برای به تعویق انداختن بدهی‌ها با اوراق<sup>۱</sup>).

- با توجه به آمار در دسترس<sup>۲</sup> میزان بار مالی (اصل) اوراق سررسید شده در سال ۱۳۹۹ با فرض عدم انتشار اوراق جدید با سررسید سال ۱۳۹۹ در ماه‌های پایانی سال حداقل برابر ۳۷۷ هزار میلیارد ریال است. همچنین میزان فرع (سود) اوراق دولت در سال ۱۳۹۹ در حدود ۶۵ هزار میلیارد ریال است که در صورت هرگونه انتشار اوراق نقدی جدید توسط دولت در سال ۱۳۹۸ افزایش خواهد یافت.

## ۲-۲. وضعیت عرضه و تقاضا در بازار اوراق

در نتیجه تصویب قانون بودجه سال ۱۳۹۸ دولت مجوز انتشار ۴۳۰ هزار میلیارد ریال اوراق بدهی را دریافت نمود. این مجوز در نتیجه مصوبه شورای هماهنگی سران قوا در سه‌ماهه دوم سال ۱۳۹۸ به حدود ۶۰۰ هزار میلیارد ریال<sup>۳</sup> افزایش یافت. طبق پیش‌بینی سازمان برنامه و بودجه دولت در سال ۱۳۹۸ از رقم فوق حدود ۳۰۰ هزار میلیارد ریال صرف بازپرداخت اصل اوراق سررسید شده خواهد شد. در نتیجه در سال ۱۳۹۸ به‌طور خالص حدود ۳۰۰ هزار میلیارد ریال به حجم اوراق دولتی در بازار افزوده خواهد شد. در لایحه بودجه سال ۱۳۹۹ نیز معادل ۸۸۰ هزار میلیارد ریال مجوز انتشار اوراق جدید برای دولت پیش‌بینی شده است که با احتساب سررسید شدن حدود ۳۸ هزار میلیارد ریال اوراق دولتی در این سال به‌طور خالص بالغ بر ۵۰۰ هزار میلیارد ریال به حجم اوراق دولتی در بازار افزوده خواهد شد.

در نتیجه مصوبات قانون سال‌های ۱۳۹۸ و ۱۳۹۹ در مجموع حدود ۸۰۰ هزار میلیارد ریال عرضه اوراق دولتی در بازار افزوده خواهد شد.

در نتیجه افزایش عرضه قابل توجه در بازار اوراق دولتی و در صورت عدم تعدیل تقاضا متناسب با عرضه افزایش یافته می‌توان انتظار داشت که نرخ تنزیل در این بازار افزایش یابد. باید توجه داشت که

### 1. Roll Over

۲. اطلاعات دریافت شده از فرابورس  
 ۳. از آنجایی که مجوز دریافت شده از شورای هماهنگی اقتصادی سران قوا مجوز برای انتشار اوراق و برداشت از صندوق توسعه ملی به طور مجموع سقف تعیین کرده است لذا نمی‌توان به طور مشخص میزان اوراق منتشره توسط دولت را پیش‌بینی کرد و رقم درج شده در گزارش حداقل مقدار اوراق دارای مجوز است.



هر ساله از محل افزایش ارزش دارایی‌های صندوق‌های با بازدهی ثابت که خریداران اصلی اوراق دولتی هستند تقاضای اوراق دولتی افزایش می‌یابد. همچنین بخشی از اوراق دولتی در اختیار بانک‌های غیردولتی است که بزرگ شدن ترانزنامه این بانک‌ها نیز می‌تواند موجب افزایش تقاضای اوراق شود. دولت نیز در لایحه بودجه سال ۱۳۹۹ احکامی را در راستای افزایش تقاضا برای اوراق منتشره خود ارائه کرده است. این احکام به شرح ذیل هستند:

- جزء «۱» بند «م» تبصره «۵»: وثیقه‌دار نمودن تدریجی بدهی بانک‌ها و مؤسسات اعتباری به‌گونه‌ای که در پایان سال ۱۳۹۹ حداقل ۵۰ درصد بدهی بانک‌ها و مؤسسات اعتباری به بانک مرکزی توثیق به اوراق بدهی منتشره توسط خزانه باشد.

- جزء ۲ «م» تبصره «۵»: اجازه به بانک مرکزی (با تصویب شورای پول و اعتبار) بابت پذیرش اوراق مالی اسلامی منتشره از سوی دولت به ازای درصدی از سپرده‌های قانونی بانک‌ها و مؤسسات اعتباری.

- بند «ر» تبصره «۵»: تعیین حداقل سرمایه‌گذاری صندوق‌های سرمایه‌گذاری با درآمد ثابت از کل دارایی‌های صندوق در اوراق بهادار دولتی برابر با ۵۰ درصد.

در نتیجه اجرای احکام فوق بانک‌ها، مؤسسات اعتباری و صندوق‌های سرمایه‌گذاری ملزم به خرید بخشی از اوراق منتشره توسط دولت خواهند شد. شایان ذکر است که خریداری اوراق توسط شرکت‌های سرمایه‌گذاری (از محل منابع موجود) نیز مشابه خرید بانک‌هاست، زیرا بخش اصلی منابع شرکت‌های سرمایه‌گذاری در حال حاضر در بانک‌ها سپرده‌گذاری شده است.

در جدول ۲ تقاضای ایجاد شده برای اوراق دولتی از محل اجرای احکام فوق برآورد شده است.

**جدول ۲. پیش‌بینی تقاضای ایجاد برای اوراق در لایحه بودجه سال ۱۳۹۹ (هزار میلیارد ریال)**

پیش‌بینی میزان افزایش تقاضای اوراق	اقدام پیشنهاد شده
۱۰۰۰	وثیقه‌دار نمودن تدریجی ۵۰٪ بدهی بانک‌ها و مؤسسات اعتباری
۵	پذیرش اوراق مالی اسلامی دولتی به ازای ۱ درصد از سپرده‌های قانونی <sup>۱</sup>
۲۵۰	الزام صندوق‌ها به سرمایه‌گذاری حداقل ۵۰ درصدی در اوراق دولتی
۱۲۵۵	مجموع

مأخذ: محاسبات تحقیق.

همان‌طور که در جدول ۲ نیز مشاهده می‌شود اجرای احکام فوق‌الذکر می‌تواند به میزان ۱۲۵۵ هزار میلیارد ریال به تقاضای اوراق دولتی بیفزاید.

البته شایان ذکر است که اجرای احکام فوق دارای ملاحظات قابل توجهی است که در ادامه به آنها اشاره می‌شود.

۱. شایسته ذکر است که در متن لایحه بودجه برای این مجوز هیچ رقم و درصدی ذکر نشده است.

### ۲-۳. ملاحظات پیرامون تهاتر بدهی‌های دولت - پیمانکاران و فرصت تهاتر بدهی‌های پیمانکاران - شهرداری‌ها

در سال‌های اخیر در بند «و» تبصره «۵» قانون بودجه کل کشور احکامی مبنی بر تهاتر بدهی‌های دولت و پیمانکاران بخش خصوصی آورده شده است. موضوع این احکام تهاتر بدهی‌های قطعی دولت به اشخاص حقیقی و حقوقی با مطالبات قطعی معوق دولت از آنان است. بخشی از این اشخاص حقوقی خصوصی پیمانکارانی هستند که در طرح‌های تملک دارایی‌های سرمایه‌ای به دولت خدماتی ارائه داده‌اند و دولت تعهدات خود به آنها را پرداخت نکرده است و لذا این تعهدات به معوقه تبدیل شده‌اند. از سویی دیگر این پیمانکاران در مواردی مالیات و هزینه‌های انرژی یا موارد مشابه را به دستگاه‌های دولتی پرداخت نکرده‌اند. این تهاتر امکان آن را فراهم می‌کند تا پیمانکار بدهی خود به دولت را با مطالبات خود از دولت تسویه نموده و از فشار دستگاه‌های اجرایی برای پرداخت معوقات خود رهایی یابد.

در قانون بودجه سال ۱۳۹۸ این تهاتر مشروط به پرداخت ۲۵ درصد بدهی‌ها به صورت نقدی شد. در نگاه اول به نظر می‌رسید در نتیجه حکم دولت باید در تهاتر ۲۵ درصد بدهی خود به پیمانکاران را نقداً تسویه نماید. ولی به دلیل وجود ابهام، دولت در آیین‌نامه اجرایی شرط این تهاتر را پرداخت ۲۵ درصد از معوقات (عمدتاً مالیاتی) توسط پیمانکاران به صورت نقد تعیین نمود.

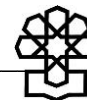
باید توجه کرد که ماهیت این حکم کمک به پیمانکارانی است که به دلیل عدم دریافت معوقات خود از دولت با مسئله نقدینگی مواجه شده و در بسیاری از موارد توان بازپرداخت مالیات و موارد مشابه را ندارند. لذا مشروط کردن تهاتر بدهی‌های دولت و پیمانکاران به پرداخت نقدی موجب ایجاد فشار جدید به پیمانکاران شده و امری مطلوب نیست.

در این راستا پیشنهاد می‌شود تا شرط مذکور از متن حکم بند «و» تبصره «۵» لایحه بودجه سال ۱۳۹۹ حذف شود.

#### متن پیشنهاد

عبارت «مشروط به پرداخت بیست و پنج درصد (۲۵٪) مطالبات مورد تهاتر به صورت نقدی» از بند «و» تبصره «۵» لایحه بودجه سال ۱۳۹۹ حذف شود.

در بسیاری از موارد بدهی‌های دولت به پیمانکاران مربوط به چند دوره گذشته است در حالی که مطالبات دولت از پیمانکاران مربوط به دوره جاری است. در اغلب موارد دولت بدون احتساب هزینه دیرکرد بدهی‌های خود تهاتر را معامله نقدی در نظر گرفته و هیچ مبلغ اضافی برای حفظ قدرت خرید پیمانکاران پرداخت نمی‌کند. در این راستا و به منظور جلوگیری از زیان پیمانکاران از محل تهاتر باید تمهیدات لازم توسط دولت پیش‌بینی شود.



موضوع تهاتر بدهی‌های دولت و پیمانکاران را می‌توان درباره بدهی‌های شهرداری و پیمانکاران نیز مطرح کرد. شهرداری‌های کشور از محل عدم پرداخت تعهدات خود در پروژه‌های مختلف به پیمانکاران در سال‌های مختلف، مبالغ قابل توجهی به آنها بدهکار هستند.<sup>۱</sup> پیمانکاران نیز در تمامی پروژه‌های خود ملزم به پرداخت مالیات بر ارزش‌افزوده هستند که بخش قابل توجهی از منابع حاصل از آن به شهرداری‌ها تعلق دارد. می‌توان سازوکاری تعبیه کرد که با اجرای مبلغ مورد نیاز برای پرداخت مالیات بر ارزش‌افزوده سهم شهرداری‌ها را با بدهی شهرداری‌ها به پیمانکاران تهاتر شود. این تهاتر می‌تواند کمک شایانی به محدودیت نقدینگی پیمانکاران کرده و بخشی از معوقات آنها از شهرداری‌ها را نیز تسویه کند.

#### ۴-۲. لزوم تدوین و ارائه برنامه زمانی انتشار اوراق دولتی

در راستای شفاف‌سازی برنامه مالی دولت، ایجاد فرصت برای برنامه‌ریزی متقاضیان اوراق دولتی، کاهش اختلال ایجادی در بازار در نتیجه انتشار یکباره و در نتیجه افزایش نقدشوندگی اوراق دولتی (در بازار ثانویه) لازم است تا دولت برنامه انتشار اوراق خود را تدوین و در اختیار عموم قرار دهد. انتشار این برنامه و نظارت بر اجرای آن از سوی نهادهای نظارتی می‌تواند موجب منظم شدن فرایند استقراض دولت و ایجاد انگیزه برای برنامه‌ریزی بهتر شود. تدوین و پایبندی به این برنامه همچنین می‌تواند هماهنگی سیاست‌های دولت در بازار بدهی و سیاست‌های پولی بانک مرکزی را نیز بهبود ببخشد.

از جمله کشورهایی که در حال حاضر برنامه زمانی عرضه اوراق دولتی تنظیم کرده و در فضای وب قابل دسترسی است می‌توان به کشورهای عضو اتحادیه اروپا، ایالات متحده آمریکا، ژاپن، کانادا، غنا، اروگوئه، زامبیا، بتسوانا، نیجریه، مصر، هند، مالاوی و تایلند اشاره کرد.

بدین منظور لازم است تا پیش از آغاز سال مالی دولت برنامه کلی انتشار اوراق خود شامل ارقام سقف پیش‌بینی شده برای انتشار اوراق در ماه‌های مختلف سال، تاریخ انتشار و نوع اوراق منتشره را اعلام نماید. همچنین برای اعلام دقیق‌تر برنامه انتشار دولت همراه با جزئیات بیشتر و تغییرات احتمالی لازم است تا برنامه انتشار اوراق برای مقاطع سه‌ماهه نیز تنظیم شده و در یک دوره سه ماه پیش از اولین انتشار به اطلاع عموم برسد. برنامه انتشار سه‌ماهه دارای اطلاعات دقیق‌تر و جزئی‌تری نسبت به برنامه سالیانه است. اطلاعاتی که لازم است در برنامه انتشار سه‌ماهه اوراق دولت درج می‌شود به ترتیب زیر است:<sup>۲</sup>

- نوع اوراق شامل نرخ کوپن ثابت / نرخ کوپن انتظاری (سود علی‌الحساب اوراق مشارکت) / نرخ کوپن شناور / بدون کوپن
- کد ISIN اوراق
- نام منتشرکننده (وزارت اقتصاد)

۱. این مبلغ برای شهرداری تهران حدود ۷۰ هزار میلیارد تومان است.  
۲. گزارش فرابورس ایران - تیر ماه ۱۳۹۶

- تاریخ انتشار اطلاعیه عرضه شامل اعلام حجم و ارزش دقیق عرضه، دامنه قیمت ثبت سفارش، حجم عرضه در هر یک از دو مرحله عرضه و تاریخ حراج
- تاریخ تخصیص و شروع معاملات ثانویه
- تاریخ سررسید
- روش عرضه / حراج
- نرخ کوپن و دوره پرداخت کوپن و دوره به‌روز شدن نرخ شناور (درباره اوراق مصون از تورم)
- حجم و ارزش اوراق در هر عرضه

### متن پیشنهادی

وزارت اقتصاد و امور دارایی موظف است هر ساله برنامه کلی انتشار اوراق دولت در فواصل سه‌ماهه شامل ارقام سقف پیش‌بینی شده برای انتشار اوراق در ماه‌های مختلف، تاریخ انتشار، نوع اوراق منتشره، تاریخ سررسید، روش عرضه، نرخ کوپن و نهاد منتشرکننده را حداقل دو ماه زودتر برای عموم منتشر نماید. کمیته جزء «۱» بند «ک» تبصره «۵» لایحه بودجه سال ۱۳۹۹ و کمیسیون برنامه و بودجه کشور مسئول نظارت بر انتشار برنامه عرضه اوراق دولت و اجرای صحیح آن هستند.

### ۵-۲. بررسی فرایند انتشار و عرضه اوراق مالی دولتی

حجم انتشار اوراق مالی اسلامی دولتی در لایحه بودجه سال ۱۳۹۹ در مقایسه با قانون بودجه سال ۱۳۹۸ 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 و قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران<sup>۱</sup> پیشنهاد شده است. اجزای «۴»، «۵» و «۶» بند «ک» تبصره «۵» به شرح ذیل است:

**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

۱. در حال حاضر انتشار و عرضه اوراق مالی دولتی بر اساس قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران مصوب سال ۱۳۸۴ و مقرره‌های مبتنی بر آن صورت می‌گیرد.



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» نسبت به قانون بودجه سال ۱۳۹۸ اضافه شده است. هر دو جزء فوق 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: عرضه تدریجی، حراج، فروش اوراق به کسر (کمتر از قیمت اسمی)، پذیرهنویسی و عرضه خصوصی

به‌طور کلی این رویه دولت که به‌صورت موردی مجوزهایی در خصوص نحوه انتشار و عرضه اولیه اوراق دولتی در قوانین بودجه سالیانه می‌گیرد و خود را از قوانین موجود مستثنا می‌کند، صحیح نیست و البته منجر به ایجاد بی‌نظمی در بازار سرمایه 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 عبارت‌های 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 می‌شود که چه بسا به ضرر خود دولت نیز هست.

در همین راستا بند «ق» تبصره «۵»<sup>۱</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.

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، به نظر می‌رسد، تصویب این مجوزها مشکلات زیادی را چه در بحث اجرا و چه در بحث نظارت بر آن ایجاد خواهد کرد و ضروری است دولت با فوریت یک لایحه مستقل در این خصوص ارائه کند. بنابراین باید دولت در چارچوب همین روش‌های موجود که الان هم از آن تبعیت می‌کند، انتشار (عرضه) اولیه اوراق مالی خود را کارسازی کند.

## ۲-۶. روش‌های جدید فروش اوراق: عرضه تدریجی و فروش اوراق به کسر

### عرضه تدریجی<sup>۲</sup>

عرضه تدریجی یا Reopening یا Tap Issuance فرایندی است که طی آن به منتشرکننده اوراق اجازه داده می‌شود تا بخشی از اوراق منتشره خود را در تاریخی پس از تاریخ انتشار و در قیمت بازار به فروش رساند. البته قیمت اسمی، نرخ سود و تاریخ سررسید اوراق با تأخیر عرضه شده با سایر اوراق یکی بوده ولی تاریخ انتشار آن متفاوت خواهد بود.

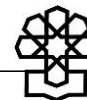
در عرضه یکباره تمامی اوراق منتشر شده (که تاریخ انتشار، تاریخ سررسید، نرخ کوپن و قیمت اسمی مشابه دارند) در یک تاریخ معین (تاریخ انتشار) در بازار عرضه می‌شوند. درحالی که در فرایند عرضه تدریجی به جای عرضه تمامی اوراق در یک تاریخ معین، منتشرکننده بخشی از آن را در یک مرحله به بازار عرضه می‌کند و سپس باقی‌مانده اوراق را در چند مرحله و با توجه به شرایط بازار عرضه می‌کند. در نتیجه این فرایند نقدشوندگی اوراق افزایش خواهد یافت و اوراق با قیمت مناسب‌تری به فروش می‌رسد.

عرضه تدریجی معمولاً توسط دولت و بر روی اوراق مالی انجام می‌گیرد. پیش از انتشار اوراق لازم است ناشر امکان بازانتشار و حجم بازانتشار را در ابتدای انتشار قید کرده و مجوز مربوط را کسب نماید. ولی زمان بازانتشار می‌تواند از قبل مقرر شده باشد یا نامشخص و به صلاحدید ناشر باشد.

دریافت قیمت‌های خریداران در فرایند بازانتشار، برخلاف عرضه اولیه اوراق که معمولاً توسط حراج یک‌روزه به فروش می‌رسند، طی چند روز خواهد بود. بنابراین دولت می‌تواند در شرایطی که بازار مساعد

۱. «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».

۲. گزارش فرابورس ایران - بهمن ۱۳۹۷



است اقدام به افزایش حجم انتشار نماید. علاوه بر این مزیت، ناشر می‌تواند در شرایط مقتضی که نیاز مجدد به تأمین نقدینگی داشت، اقدام به بازانتشار نماید.

فرایند بازانتشار صرفه به مقیاس اقتصادی برای ناشر دارد. برای مثال نیازی به پرداخت برخی هزینه‌های مربوط به عرضه عمومی اولیه اوراق نیست؛ از جمله کارمزد مربوط به ارکان مانند متعهد پذیرهنویسی، مقام ناظر بازار سرمایه، بورس مربوط و سپرده‌گذاری مرکزی، هزینه بیمه دارایی پایه و هزینه کارمزد معاملات سرمایه‌گذاران اولیه.

### فروش اوراق به کسر

فروش اوراق به کسر عبارت است از فروش اوراق در بازار به قیمتی پایین‌تر از قیمت اسمی. در حال حاضر در مواقع خاصی که احتمال فروش اوراق دولت در قیمت اسمی در بازار کم است دولت مجبور است تا درصدی از ارزش اسمی اوراق را برای پذیرهنویسی اوراق به تعهدکنندگان پذیرهنویس بپردازد تا در صورت فروش نرفتن اوراق آن را خریداری کنند. در حالی که با مجوز صادره برای استفاده از روش فروش به کسر، دولت می‌تواند بدون پرداخت درصد پذیرهنویسی قیمت فروش اوراق را کمی پایین‌تر از قیمت اسمی قرار داده تا اوراق در بازار خریداری شود.

### ۲-۷. توثیق اوراق مالی دولتی نزد بانک مرکزی

در بند «م» تبصره «۵» لایحه بودجه سال ۱۳۹۹ حکمی با هدف توثیق اوراق مالی دولتی توسط بانک‌ها نزد بانک مرکزی به شرح زیر مطرح شده است:

«۱. به منظور اجرای سیاست پولی و مدیریت نرخ‌های سود (در راستای کنترل بلندمدت نقدینگی) و کنترل تورم و در راستای اجرای عملیات بازار باز و اعطای اعتبار در قبال وثیقه، به بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران اجازه داده می‌شود به تدریج بدهی بانک‌ها و مؤسسات اعتباری (شامل خط اعتباری و اضافه برداشت) را وثیقه‌دار نماید به گونه‌ای که در پایان سال، حداقل پنجاه (۵۰٪) درصد بدهی بانک‌ها و مؤسسات اعتباری به بانک مرکزی توثیق به اوراق بدهی منتشره به خزانه باشد. سازمان بورس اوراق بهادار مکلف به همکاری در توثیق اوراق بدهی خزانه نزد بانک مرکزی است.

طبق آخرین داده‌های در دسترس، بانک‌های دولتی تخصصی بابت خط اعتباری دریافتی و بانک‌های خصوصی و مؤسسات اعتباری غیربانکی بابت اضافه برداشت، بیشترین بدهی را به بانک مرکزی دارند. در نگاهی دقیق‌تر ۶۸ درصد مانده بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی متعلق به بانک مسکن و بانک‌های خصوصی ناسالم است.<sup>۱</sup>

۱. بررسی لایحه بودجه سال ۱۳۹۹ کل کشور، بند «م» تبصره «۵» (بانک‌ها و اوراق مالی اسلامی دولت)، گزارش مرکز پژوهش‌های مجلس.

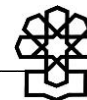
عملیاتی شدن حکم جزء «۱» بند «م» لایحه بودجه سال ۱۳۹۹، در مورد بانک‌های خصوصی ناسالم که بخش قابل توجهی از (۴۳ درصد) مانده بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی متعلق به آنهاست، غیرممکن بوده و اساساً نمی‌تواند هدف دولت در ایجاد تقاضا برای اوراق را در این بخش محقق نماید. این حکم همچنین مانعی برای اجرای این مصوبه در سایر بانک‌ها خواهد شد. بانک‌های دولتی و خصوصی شده نیز می‌توانند به بهای کاهش رشد تسهیلات‌دهی (تشدید رکودی) و یا فروش اموال، اوراق دولت خریداری و نزد بانک مرکزی توثیق کنند که البته در شرایط رکودی، بهای سنگینی است. در نتیجه بخشی از بانک‌ها متخلف از این مصوبه خواهند بود و برخی دیگر نیز تحت فشار نقدینگی قرار خواهد گرفت و مجبور به کاهش رشد تسهیلات‌دهی خواهند شد.

با توجه به اینکه لایحه بودجه عملاً بار خرید اوراق مالی دولتی را بر دوش بانک‌های با بیشترین بدهی به بانک مرکزی (بانک مسکن و بانک‌ها و مؤسسات خصوصی ناسالم) می‌اندازد و این امر نیز عملاً با توجه به شرایط کنونی وضعیت این بانک‌ها ناممکن خواهد بود، پیشنهاد می‌شود ضمن تأکید بر اصل وثیقه‌گیری در ازای اعتبار و اجرای عملیات بازار باز، تکلیف حداقل ۵۰ درصدی وثیقه‌دار کردن بدهی به بانک مرکزی از متن لایحه حذف گردد و لذا بانک مرکزی با توجه به وضعیت بانک‌ها و سیاست‌های خود، بحث وثیقه‌گیری اوراق دولتی در ازای اعتبار را در پیش گیرد. از سوی دیگر با توجه به اینکه عدم وجود اوراق مالی دولت در ترازنامه بانک‌ها یکی از دلایل اصلی به تأخیر افتادن اجرای عملیات بازار باز بوده است و نگهداری اوراق مالی دولت از سوی بانک‌ها منجر به بهبود وضعیت نقدینگی و پایداری بانک‌ها خواهد شد و البته تقاضا برای اوراق مالی دولتی هم ایجاد می‌گردد، ضروری است همه بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی ملزم به نگهداری اوراق مالی دولت متناسب با اندازه ترازنامه شان شوند. با این حکم عملاً همه بانک‌ها اقدام به خرید اوراق مالی خواهند کرد و مهم‌تر از آن بار خرید اوراق دولتی روی دوش همه مؤسسات اعتباری می‌افتد.

البته با توجه به اینکه بخشی از بانک‌ها به‌ویژه بانک‌های دولتی و خصوصی شده در حال حاضر نیز مطالبات قابل توجهی از دولت دارند، ضروری است بخشی از مطالبات آنها از دولت نیز اوراق بهادار سازی شود. حکمی که در سال گذشته در لایحه بودجه دولت بود و توسط مجلس نیز تصویب شد، اما دولت امسال این امر را در لایحه خود حذف کرده است.

### متن پیشنهادی

پیشنهاد می‌شود جزء «۱» بند «م» تبصره «۵» لایحه بودجه سال ۱۳۹۹، حذف و متن زیر جایگزین شود:  
 «۱. به منظور اجرای سیاست پولی و مدیریت نرخ‌های سود (در راستای کنترل بلند مدت نقدینگی) و کنترل تورم و در راستای اجرای عملیات بازار باز و اعطای اعتبار در قبال وثیقه، به بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران اجازه داده می‌شود به تدریج بدهی بانک‌ها و مؤسسات اعتباری (شامل خط



اعتباری و اضافه برداشت) را وثیقه‌دار نماید. به گونه‌ای که در پایان سال، حداقل پنجاه (۵۰٪) درصد بدهی بانک‌ها و مؤسسات اعتباری به بانک مرکزی توثیق به اوراق بدهی منتشره به خزانه باشد. بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی موظف‌اند به نحوی عمل کنند که در پایان سال ۱۳۹۹، ارزش بازاری اوراق مالی اسلامی منتشره از سوی دولت، حداقل ۲ درصد از مانده دارایی‌های آنها را تشکیل دهد. بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی متخلف، مشمول جزء «۳» و جزء «۴» بند «الف» ماده (۱۴) قانون برنامه ششم خواهند بود. دولت موظف است نسبت به اوراق بهادارسازی حداقل ۱۵ درصد از مانده بدهی‌های قطعی و حسابرسی شده خود به بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی، اقدام نماید. سازمان بورس اوراق بهادار مکلف به همکاری در توثیق اوراق بدهی خزانه نزد بانک مرکزی در اجرای این حکم است.

#### ۸-۲. کمیته بند «ک» تبصره «۵» لایحه بودجه سال ۱۳۹۹

طی دو سال گذشته به‌رغم شکل‌گیری کمیته‌ای براساس بند «ک» تبصره «۵» قانون بودجه به‌منظور هماهنگی در خصوص مدیریت اوراق دولتی از ظرفیت حقوقی، فنی و قانونی این کمیته در جهت بهبود مدیریت بدهی‌های دولتی به خوبی استفاده نشده است و همچنان مسائلی مانند مشخص نبودن سیاست پولی بانک مرکزی در مورد نرخ سود در طی سال و مشخص نبودن کسری نقدی ماهیانه دولت توسط سازمان برنامه سبب شده این کمیته نتواند کارایی لازم را جهت استخراج برنامه انتشار اوراق مالی و تعمیق بازار اوراق مالی ایفا نماید. بنابراین لازم است وظایف ارکان مختلف این کمیته (بانک مرکزی، وزارت اقتصاد و سازمان برنامه) به گونه‌ای تصریح شود که این کمیته بتواند مأموریت خود، که ایجاد هماهنگی و نظارت بر نحوه انتشار اوراق دولت است را به خوبی ایفا نماید. بنابراین برای حل این مسئله پیشنهاد می‌شود بند «ک» به شکل زیر تکمیل شود:

#### متن پیشنهادی

به منظور مدیریت تبعات احتمالی انتشار اوراق بهادار ریالی برای بازارهای پول و سرمایه کشور، کمیته‌ای متشکل از وزیر امور اقتصادی و دارایی، رئیس کل بانک مرکزی و رئیس سازمان برنامه و بودجه کشور تشکیل می‌شود. این کمیته موظف است استراتژی مدیریت بدهی دولت (اعم از میزان و نحوه انتشار، زمانبندی، بازارپذیری و نرخ سود اسمی اوراق) را تعیین و بر اجرای آن نظارت کند. این کمیته براساس چشم‌انداز سیاست پولی توسط بانک مرکزی، چارچوب ماهیانه منابع و مصارف اعلامی توسط سازمان برنامه و بودجه و برنامه انتشار اوراق اعلامی توسط وزارت امور اقتصادی و دارایی، به‌صورت ماهیانه با تشکیل جلسه درخصوص نحوه مدیریت بدهی دولت و تأمین مالی دولت تصمیم‌گیری می‌نماید.

## ۹-۲. بند «ز» تبصره «۵» لایحه بودجه سال ۱۳۹۹ - انتشار اوراق بیمه‌ای

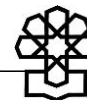
بند «ز» تبصره «۵» لایحه بودجه سال ۱۳۹۹ به انتشار اوراق بیمه‌ای توسط بیمه مرکزی و مؤسسات بیمه بازرگانی در بازار سرمایه اشاره می‌کند. این بند از لایحه بودجه سال ۱۳۹۹ که برای اولین بار در بودجه سالیانه مطرح شده است، به موضوع اعطای مجوز انتشار اوراق بیمه اتکایی می‌پردازد.

در اوراق بیمه اتکایی؛ بانی اوراق بیمه‌ای که شرکت بیمه است؛ از طریق ناشر (نهاد واسط) به انتشار اوراق اقدام می‌کند و منابع حاصل از فروش اوراق را سرمایه‌گذاری می‌کند. اصل و سود حاصل از سرمایه‌گذاری‌های شرکت بیمه؛ منبع جبران خسارت‌های احتمالی موضوع بیمه است که اوراق براساس آن منتشر شده است. چنانچه حادثه رخ دهد؛ براساس قرارداد و سهم جبران زیان توسط دارندگان اوراق؛ از اصل و سود حاصل از سرمایه‌گذاری ایشان کسر می‌شود و چنانچه مقداری باقی بماند به دارندگان اوراق داده می‌شود. به‌طور مشابه؛ چنانچه حادثه رخ ندهد؛ تمامی اصل و سود حاصل از سرمایه‌گذاری‌ها و بخشی از حق بیمه‌ای که توسط شرکت دریافت شده، برای دارندگان اوراق (بیمه‌گران اتکایی) خواهد بود. با توجه به این توضیحات؛ مشخص می‌شود که خریداری این اوراق با ریسک بالایی همراه است و سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر به این نوع از اوراق تمایل خواهند داشت که عمدتاً سرمایه‌گذاران نهادی هستند. انتشار این نوع اوراق که ریسک بیمه‌گری را به خریداران اوراق منتقل می‌کند در کشورهای متعددی متداول است.

بند «ز» لایحه بودجه سال ۱۳۹۹ که برای اولین بار در لایحه بودجه سنواتی دولت پیش‌بینی شده است، به سازوکار انتشار اوراق بیمه‌ای اشاره دارد. این بند دارای ابعاد مختلفی است که در ذیل بدان اشاره می‌شود.

۱. با توجه به اینکه بودجه سالیانه کشور به دخل و خرج دولت و شرکت‌های دولتی ارتباط دارد؛ به‌نظر می‌رسد که بحث از شرکت‌های خصوصی بیمه‌ای ارتباطی به بودجه سالیانه دولت نداشته باشد. لذا اختیار مجوزدهی انتشار اوراق بیمه‌ای به بیمه‌ها در اختیار بیمه مرکزی و در چارچوب دستورالعمل‌های مربوطه باشد و ضرورتی به بیان آن در بودجه نیست. اما با توجه به ماهیت دولتی بیمه مرکزی، اعطای مجوز جهت انتشار اوراق در قانون ضروری است. لذا با توجه به شرایط تحریمی مناسب است بیمه مرکزی در کنار سایر ابزار خود برای پوشش ریسک بیمه اتکایی بازار، از این ابزار نیز بهره برده و ریسک اتکایی بازار بیمه را تا سقف معینی به بازار سرمایه انتقال دهد.

۲. در ذیل بند «ز» آمده است که انتشار اوراق بیمه اتکایی «به شرط تضمین و بازپرداخت اصل و سود توسط خود؛ اقدام شود». منظور این بند آن است که بانی اوراق بیمه‌ای که شرکت‌های بیمه‌ای هستند؛ لازم است تا اصل وجوه حاصل از انتشار اوراق و سود سرمایه‌گذاری‌های صورت گرفته از آن منابع را تضمین کنند. این شرط با ماهیت انتشار اوراق بیمه اتکایی و انتقال ریسک به خارج از شرکت‌های بیمه در تعارض است. به بیانی شفاف‌تر؛ همان‌طور که در قسمت پیشین اشاره شد؛ در



صورت وقوع حادثه منابع حاصل از انتشار اوراق و سود حاصل از سرمایه‌گذاری آنها جهت پرداخت خسارت هزینه می‌شود؛ لذا تضمین اصل و سود اوراق موضوعیتی نخواهد داشت.

البته ذکر این نکته ضروری است که لازم است که محل سرمایه‌گذاری منابع حاصل از انتشار اوراق باید در فعالیتهای کم‌ریسک و نقد شونده سرمایه‌گذاری گردد و بیمه مرکزی بر سرمایه‌گذاری آن نظارت کند. در خصوص اوراقی بیمه‌ای که توسط بیمه مرکزی منتشر می‌شود لازم است تا این نظارت توسط شورای عالی بیمه صورت پذیرد. به هر حال؛ خریداران اوراق بیمه اتکایی باید از درجه ریسک بالایی برخوردار باشند و لازم است تا سازمان بورس قبل از معاملات این اوراق بیانیه پذیرش ریسک را به خریداران این اوراق ارائه دهد. به بع این ریسک‌پذیری؛ بازده انتظاری اوراق بالاتر خواهد بود. لذا لازم است به منظور افزایش مشارکت عمومی مردم و نهادهای مالی در جذب ریسک شرکت‌های بیمه‌ای و همچنین کاهش و شفافیت هزینه‌های مربوط انتشار اوراق بیمه‌ای؛ نهادهای ناظر بازار پول، سرمایه و بیمه از نرخ‌گذاری دستوری برای این قسم از اوراق اجتناب کنند و براساس ماهیت ریسک موضوع انتشار اوراق و عرضه و تقاضای بازار؛ نرخ منطقی آن کشف شود.

با توجه به شرایط کشور و عدم استفاده از بیمه اتکایی شرکت‌های خارجی و عدم توان شرکت‌های اتکایی داخلی و همچنین نیاز نظام بیمه‌ای کشور به بیمه اتکایی، وجود ظرفیت بیمه‌گری اتکایی و وجود بسترهای موجود در بازار سرمایه این امکان را فراهم می‌آورد تا بتوان بخشی از بیمه اتکایی نظام بیمه‌ای کشور را از طریق بازار سرمایه به سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر منتقل کرد و موجب رونق صنعت بیمه و بورس و در نهایت منجر به رونق تولید در اقتصاد کشور شد. این مهم با انتشار اوراق بیمه اتکایی محقق می‌گردد. لذا با توجه به ابهام‌ها و ایرادهایی که در بند «ز» لایحه بودجه سال ۱۳۹۹ قرار دارد؛ متن پیشنهادی زیر ارائه می‌گردد.

### متن پیشنهادی

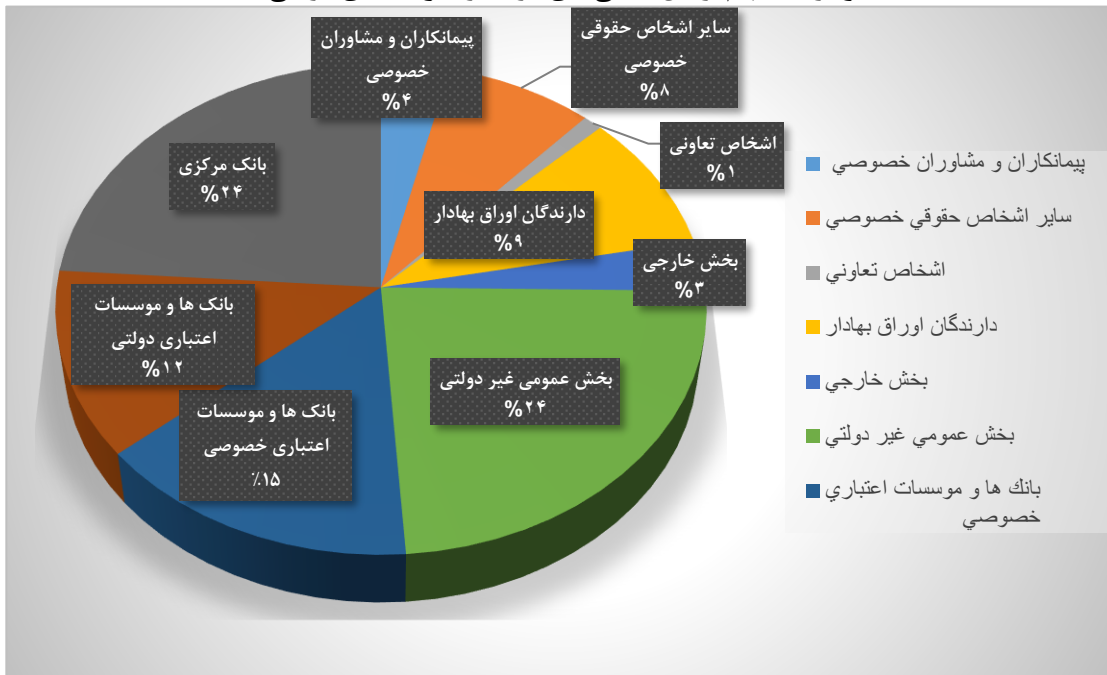
به منظور پوشش‌های بیمه‌ای و همچنین بهادارسازی ریسک‌های بیمه‌ای، به بیمه مرکزی جمهوری اسلامی ایران اجازه داده می‌شود تا سقف یک هزار میلیارد (۱۰۰۰۰۰۰۰۰۰۰۰) ریال در بازار سرمایه نسبت به انتشار اوراق بهادار بیمه‌ای در چارچوب قوانین و مقررات اقدام نمایند. سازمان بورس و اوراق بهادار موظف است قبل از معاملات این اوراق بیانیه پذیرش ریسک را به خریداران این اوراق ارائه دهد.

### ۳. بدهی‌های دولت

مجموع بدهی‌های دولت و شرکت‌های دولتی تا پایان سال ۱۳۹۷ بالغ بر ۷۳۵۹ هزار میلیارد ریال برآورد شده است.<sup>۱</sup> از این میزان بدهی بالغ بر ۴۴۲۱ هزار میلیارد ریال (۶۰ درصد) آن بدهی دولت و مبلغ ۲۹۳۷ هزار میلیارد ریال (۴۰ درصد) آن بدهی شرکت‌های دولتی است.

ترکیب بدهی‌های دولت و شرکت‌های دولتی در پایان سال ۱۳۹۷ در نمودار ۳ ارائه داده شده است.

نمودار ۴. سهم از کل بدهی‌های دولت و شرکت‌های دولتی

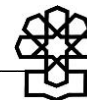


مأخذ: گزارش مجاری ایجاد بدهی، مرکز پژوهش‌های مجلس.

همان‌طور که در نمودار ۳ مشخص است بدهی‌های دولت و شرکت‌های دولتی به بانک‌های خصوصی<sup>۲</sup> و دولتی بزرگ‌ترین سهم (۲۷ درصد) از مجموع بدهی‌ها را تشکیل می‌دهد. بدهی‌های دولت و شرکت‌های دولتی به بانک مرکزی ۲۴ درصد از مجموع بدهی‌ها را تشکیل می‌دهد. سهم بزرگی از این بدهی‌ها در نتیجه گشایش اعتبار اسنادی ارزی توسط بانک مرکزی برای شرکت‌ها و دستگاه‌های اجرایی حاصل شده است.

بدهی‌های دولت و شرکت‌های دولتی به بخش عمومی غیردولتی ۲۴ درصد از مجموع بدهی‌ها را تشکیل می‌دهد. بدهی دولت به نهادهای عمومی غیردولتی متعلق به سازمان تأمین اجتماعی و صندوق‌های

۱. برنامه سالانه دولت، ۱۳۹۹.  
 ۲. عمدتاً بانک‌های خصوصی‌سازی شده.



بازنشستگی است که بار مالی قابل توجه و به تبع آن مشکلات فراوانی را برای آنها ایجاد کرده است. بدهی دولت به پیمانکاران و مشاوران خصوصی که از محل بودجه طرح‌های تملک دارایی‌های سرمایه‌ای در سال‌های مختلف ایجاد شده است تا پایان سال ۱۳۹۷ در حدود ۲۷۰ هزار میلیارد ریال است. این میزان بدهی به بخش خصوصی موجب قرارگرفتن بنگاه‌ها در تنگنای مالی و در نتیجه عدم توانایی آنها برای پرداخت تعهدات و سرمایه‌گذاری جدید شده است.

تنها ۹ درصد از بدهی‌های دولت به صورت اوراق بهادار است. مهم‌ترین دلایل این مسئله را می‌توان عدم توسعه کافی بازار بدهی و کند بودن روند اوراق‌سازی بدهی‌های دولت بیان کرد.

طبق محاسبات صورت گرفته، در پایان سال ۱۳۹۷ نسبت بدهی دولت و شرکت‌های دولتی به تولید ناخالص داخلی حدود ۳۰ درصد است.<sup>۱</sup> نکته قابل توجه درباره نسبت بدهی‌های دولت به تولید ناخالص داخلی آن است که صورت این کسر یعنی مانده بدهی‌های دولت باید به‌طور سالیانه تجدید ارزیابی شده و یا با نرخ مشخصی تعدیل شود. از آن جهت که در حال حاضر این تعدیل انجام نمی‌شود لذا هر ساله با افزایش نرخ تورم مخرج کسر که تولید ناخالص داخلی به قیمت‌های جاری است، به صورت اسمی زیاد شده در حالی که صورت تغییر نمی‌کند. در نتیجه کاهش این نسبت به صورت سالیانه دور از انتظار نیست. این امر باعث می‌شود تا این نسبت کمتر از میزان واقعی خود برآورد شود و لذا قابل اتکا نیست.

### نتیجه‌گیری

۱. در سال ۱۳۹۸ به‌طور خالص حدود ۳۰۰ هزار میلیارد ریال به حجم اوراق دولتی در بازار افزوده خواهد شد. در لایحه بودجه سال ۱۳۹۹ نیز معادل ۸۸۰ هزار میلیارد ریال مجوز انتشار اوراق جدید برای دولت پیش‌بینی شده است که با احتساب سررسید شدن حدود ۳۸ هزار میلیارد ریال اوراق دولتی در این سال به‌طور خالص بالغ بر ۵۰۰ هزار میلیارد ریال به حجم اوراق دولتی در بازار افزوده خواهد شد.

در نتیجه مصوبات قانون سال‌های ۱۳۹۸ و ۱۳۹۹ در مجموع در حدود ۸۰۰ هزار میلیارد ریال عرضه اوراق دولتی در بازار افزوده خواهد شد.

در نتیجه افزایش عرضه قابل توجه در بازار اوراق دولتی و در صورت عدم اجرای سیاست‌های ایجاد تقاضا می‌توان انتظار داشت که نرخ تنزیل در این بازار افزایش یابد.

۲. دولت در لایحه بودجه سال ۱۳۹۹ احکامی را در راستای افزایش تقاضا برای اوراق منتشره خود ارائه کرده است. اجرای احکام فوق‌الذکر می‌تواند به میزان ۵۹ هزار میلیارد ریال به تقاضای اوراق دولتی بیفزاید. البته شایان ذکر است که اجرای احکام فوق دارای ملاحظات قابل توجهی است که باید در نظر گرفته شود.

۱. این نسبت از تقسیم کل بدهی‌های دولت و شرکت‌های دولتی شامل بدهی به سایر اشخاص حقوقی دولتی (مستخرج از گزارش عملکرد مالی دولت در سال ۱۳۹۸) بر تولید ناخالص داخلی به قیمت جاری (حساب‌های ملی منتشره توسط مرکز آمار برای سال ۱۳۹۷) محاسبه شده است.

با احتساب تمامی مجوزهای دریافت شده و براساس ارقام مندرج در جداول، دولت می‌تواند تا سقف ۸۸۰ هزار میلیارد ریال از منابع حاصل از واگذاری انواع اوراق مالی - اسلامی در مصارف بودجه استفاده نماید.

البته شایسته ذکر است که با توجه به آنکه در جدول شماره ۴ قانون برنامه ششم توسعه سقف استفاده از منابع حاصل از واگذاری اوراق مشارکت و اوراق اسلامی ۵۰۰ هزار میلیارد در نظر گرفته شده است، لذا ۳۸۰ هزار میلیارد از منابع پیش‌بینی شده خارج از سقف قانون برنامه است و برای تصویب نیاز به رأی دوسوم نمایندگان مجلس شورای اسلامی دارد.

۳. در رابطه با حکم تهاتر بدهی‌های دولت و اشخاص حقیقی و حقوقی تعاونی و خصوصی باید توجه داشت که ماهیت این حکم کمک به پیمانکارانی است که به دلیل عدم دریافت معوقات خود از دولت با مسئله نقدینگی مواجه شده و در بسیاری از موارد توان بازپرداخت مالیات و موارد مشابه را ندارند. لذا مشروط کردن تهاتر بدهی‌های دولت و پیمانکاران به پرداخت ۲۵ درصد از مورد تهاتر به صورت نقدی موجب ایجاد فشار جدید به پیمانکاران شده و امری مطلوب نیست.

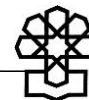
۴. با توجه به نواقص، ابهامات و اشکالاتی که متن لایحه در خصوص نحوه عرضه (انتشار) اولیه اوراق دولت دارد و پیامدهای منفی که در بازار اوراق مالی دولت ایجاد خواهد کرد، به نظر می‌رسد، تصویب این مجوزها مشکلات زیادی را چه در بحث اجرا و چه در بحث نظارت بر آن ایجاد خواهد کرد و ضروری است دولت با فوریت یک لایحه مستقل در این خصوص ارائه کند. بنابراین باید دولت در چارچوب همین روش‌های موجود که الان هم از آن تبعیت می‌کند، انتشار (عرضه) اولیه اوراق مالی خود را کارسازی کند.

### پیشنهادها

۱. عبارت «مشروط به پرداخت بیست و پنج درصد (۲۵٪) مطالبات مورد تهاتر به صورت نقدی» از بند «و» تبصره «۵» لایحه بودجه سال ۱۳۹۹ حذف شود.

۲. پیشنهاد الحاقی به بند «ک» تبصره «۵»: وزارت اقتصاد و امور دارایی موظف است هر ساله برنامه کلی انتشار اوراق دولت در فواصل سه‌ماهه شامل ارقام سقف پیش‌بینی شده برای انتشار اوراق در ماه‌های مختلف، تاریخ انتشار، نوع اوراق منتشره، تاریخ سررسید، روش عرضه، نرخ کوپن و نهاد منتشرکننده را حداقل دو ماه زودتر برای عموم منتشر نماید. کمیته بند «ک» تبصره «۵» لایحه بودجه سال ۱۳۹۹ و کمیسیون برنامه و بودجه کشور مسئول نظارت بر انتشار برنامه عرضه اوراق دولت و اجرای صحیح آن هستند.

۳. پیشنهاد جایگزین جزء «۱» بند «م» تبصره «۵» به منظور اجرای سیاست پولی و مدیریت نرخ‌های سود (در راستای کنترل بلندمدت نقدینگی) و کنترل تورم و در راستای اجرای عملیات بازار باز و اعطای اعتبار



در قبال وثیقه، به بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران اجازه داده می‌شود به تدریج بدهی بانک‌ها و مؤسسات اعتباری (شامل خط اعتباری و اضافه برداشت) را وثیقه‌دار نماید. به گونه‌ای که در پایان سال، حداقل پنجاه (۵۰٪) درصد بدهی بانک‌ها و مؤسسات اعتباری به بانک مرکزی توثیق به اوراق بدهی منتشره به خزانه باشد. بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی موظف‌اند به نحوی عمل کنند که در پایان سال ۱۳۹۹، ارزش بازاری اوراق مالی اسلامی منتشره از سوی دولت، حداقل ۲ درصد از مانده دارایی‌های آنها را تشکیل دهد. بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی متخلف، مشمول جزء «۳» و جزء «۴» بند «الف» ماده (۱۴) قانون برنامه ششم خواهند بود. دولت موظف است نسبت به اوراق بهادارسازی حداقل ۱۵ درصد از مانده بدهی‌های قطعی و حسابرسی شده خود به بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی، اقدام نماید. سازمان بورس اوراق بهادار مکلف به همکاری در توثیق اوراق بدهی خزانه نزد بانک مرکزی در اجرای این حکم است.

۴. پیشنهاد جایگزین جزء «۱» بند «ک» تبصره «۵»: «به منظور مدیریت تبعات احتمالی انتشار اوراق بهادار ریالی برای بازارهای پول و سرمایه کشور، کمیته‌ای متشکل از وزیر امور اقتصادی و دارایی، رئیس کل بانک مرکزی و رئیس سازمان برنامه و بودجه کشور تشکیل می‌شود. این کمیته موظف است استراتژی مدیریت بدهی دولت (اعم از میزان و نحوه انتشار، زمانبندی، بازارپذیری و نرخ سود اسمی اوراق) را تعیین و بر اجرای آن نظارت کند. این کمیته براساس چشم‌انداز سیاست پولی توسط بانک مرکزی، چارچوب ماهیانه منابع و مصارف اعلامی توسط سازمان برنامه و بودجه و برنامه انتشار اوراق اعلامی توسط وزارت امور اقتصادی و دارایی به صورت ماهیانه با تشکیل جلسه در خصوص نحوه مدیریت بدهی دولت و تأمین مالی دولت تصمیم‌گیری می‌نماید».

۵. پیشنهاد اصلاح بند «ز» تبصره «۵»: به منظور پوشش‌های بیمه‌ای و همچنین بهادارسازی ریسک‌های بیمه‌ای، به بیمه مرکزی جمهوری اسلامی ایران اجازه داده می‌شود تا سقف یک هزار میلیارد (۱۰۰۰۰۰۰۰۰۰۰۰) ریال در بازار سرمایه نسبت به انتشار اوراق بهادار بیمه‌ای در چارچوب قوانین و مقررات اقدام نمایند. سازمان بورس و اوراق بهادار موظف است قبل از معاملات این اوراق بیانیه پذیرش ریسک را به خریداران این اوراق ارائه دهد.

### منابع و مأخذ

۱. بودجه‌های سالیانه.
۲. قوانین مختلف کشور.
۳. گزارش‌های عملکرد مالی دولت در سال‌های ۱۳۹۷ و ۱۳۹۸.
۴. گزارش فرابورس ایران، بهمن‌ماه ۱۳۹۷.
۵. گزارش فرابورس ایران، تیرماه ۱۳۹۶.



مرکز پژوهش‌ها  
مجلس شورای اسلامی

شماره مسلسل: ۱۶۷۷۰

شناسنامه گزارش

عنوان گزارش: بررسی لایحه بودجه سال ۱۳۹۹ کل کشور ۹. وضعیت بدهی دولت و انتشار اوراق مالی

نام دفتر: مطالعات مالیه عمومی و توسعه مدیریت (گروه بودجه)

تهیه و تدوین: محمدحسین معماریان

همکاران: محمدمامین صلواتیان و میثم خسروی (مطالعات اقتصادی)

ناظران علمی: سیدمحمدهادی سبحانیان، داریوش ابوحمزہ، سیدعباس پرهیزکاری



واژه کلیدی:

- بودجه سال ۱۳۹۹ کل کشور

تاریخ انتشار: ۱۳۹۸/۱۰/۲۹