



بررسی مصوبات کمیسیون تلفیق لایحه بودجه سال ۱۳۹۹ کل کشور

بندهای «ک» و «ق» تبصره (۵)

(فرایند انتشار اوراق مالی دولت)

مقدمه

در حال حاضر انتشار و عرضه اوراق مالی دولت همانند سایر شرکت‌های غیردولتی براساس قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران مصوب سال ۱۳۸۴ و قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید به‌منظور تسهیل اجرای سیاست‌های کلی اصل چهل‌وچهارم قانون اساسی مصوب سال ۱۳۸۸ و مقرره‌های مبتنی بر آنها صورت می‌گیرد.

مشخصات لایحه

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، به‌نظر می‌رسد که حاکم کردن همه قواعدی که برای شرکت‌های غیردولتی در خصوص انتشار و عرضه اوراق وضع شده است، بر دولت صحیح نباشد. به‌نظر می‌رسد دولت نیز به این انگاره معتقد است و از سال گذشته تلاش کرده است که 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، مستثنی کند.

دوره دهم - سال چهارم

شماره ثبت:

۶۸۷

شماره چاپ:

۱۷۱۲

تاریخ چاپ:

۱۳۹۸/۹/۱۸

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 گزارش کمیسیون تلفیق لایحه بودجه سال ۱۳۹۹ نیز در بندهای مختلفی از تبصره «۵» احکامی در خصوص مستثنی کردن فرایند انتشار و عرضه اوراق مالی دولت از قوانین جاری آمده است که در ادامه بررسی خواهد شد.

معاونت پژوهش‌های

اقتصادی

دفتر: مطالعات

اقتصادی

مسئله اصلی در ضرورت تفاوت قائل شدن میان انتشار اوراق مالی دولت و اوراق مالی سایر نهادها نیست؛ بلکه نحوه ورود قانونگذار به این مسئله است. ورود موردی در قوانین موقت، ضمن ایجاد اختلال و بی‌نظمی در فرایندهای کنونی در حوزه اجرا، انسجام قوانین را نیز از بین خواهد برد. لذا پیشنهاد مرکز پژوهش‌ها آن است که دولت طی یک لایحه مستقل به اصلاح فرایند انتشار و عرضه اوراق مالی دولت اقدام کند.

مشخصات گزارش

شماره مسلسل:

۲۲۰۱۶۹۳۷

تاریخ انتشار:

۱۳۹۸/۱۲/۱۴

فرایند انتشار و عرضه اوراق دولتی در گزارش کمیسیون تلفیق لایحه بودجه سال ۱۳۹۹

حجم انتشار اوراق مالی اسلامی دولتی در لایحه بودجه سال ۱۳۹۹ و به تبع آن گزارش کمیسیون تلفیق لایحه بودجه سال ۱۳۹۹ در مقایسه با قانون بودجه سال ۱۳۹۸ افزایش قابل توجهی داشته است. برای سهولت در فرایند انتشار این اوراق و مهم‌تر از آن تسهیل فروش (عرضه اولیه) اوراق منتشر شده، در برخی از اجزاء بند «ک» و بند «ق» تبصره «۵» لایحه بودجه ۱۳۹۹، احکامی جهت مستثنی شدن از فرایندهای انتشار و عرضه اوراق در بازار سرمایه پیشنهاد شده است.

جزء «۴» بند «ک» تبصره «۵»

گزارش کمیسیون تلفیق	لایحه بودجه سال ۱۳۹۹
<p>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 از نظر حجم خرید یا فروش (از جمله مکانیسم حراج) در راستای سیاستگذاری پولی خود اختیار کامل دارد.</p>	<p>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 از نظر حجم خرید یا فروش (از جمله مکانیسم حراج) در راستای سیاستگذاری پولی خود اختیار کامل دارد.</p>

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. در متن لایحه روش‌های دیگری که البته لزوماً در عرض یکدیگر نیز نیستند، برای عرضه اوراق پیشنهاد شده است که البته روش عرضه خصوصی در گزارش کمیسیون تلفیق حذف شده است. با توجه به اینکه روش‌های بیان شده کلی است و تعریف و حدود و ثغور آنها نیز مشخص نشده است، در مقام تطبیق با سایر قوانین و در مقام اجرا مشکلاتی ایجاد خواهد کرد. به عنوان نمونه مشخص نیست در روش فروش اوراق به کسر، مقدار کسر (فاصله میان قیمت اسمی و قیمتی که اوراق به فروش می‌رود) چگونه و در چه شرایطی تعیین می‌شود؟ این مسئله از این جهت مهم است که نحوه اجرای این روش بر هزینه‌های دولت اثرگذار است. نکته مهم آن است که در قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران اساساً فروش اوراق به کسر مطرح نشده و طبیعتاً قواعد حاکم بر آن نیز مشخص نیست. از سوی دیگر عبارت «بازارها» در متن حکم پیشنهادی ابهام دارد؛ چراکه در حال حاضر تنها یک بازار اولیه وجود دارد. با توجه به متن بند «ق» تبصره «۵» به نظر می‌رسد که بازار دیگری غیر از آنچه در حال حاضر وجود دارد، مدنظر بوده که البته ابعاد و مختصات آن هم مشخص نیست.

بند «ق» تبصره «۵»

گزارش کمیسیون تلفیق	لایحه بودجه سال ۱۳۹۹
بدون تغییر	<p>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، اقدام کند.</p>

در این بند نیز دولت به دنبال آن است که حداقل سی درصد از اوراق مالی که منتشر می‌کند، به اشخاص خاصی که آنها را معامله‌گران اولیه می‌نامد و البته معیارهای آنها را نیز مشخص نکرده است، بفرشد. اما مشخص نیست آیا این حراج در همین بازار کنونی است یا یک بازار خاص برای این اشخاص ایجاد خواهد شد و اگر حالت دوم است - که این‌گونه به نظر می‌رسد - شرایط و چارچوب‌های این بازار چیست. از سوی دیگر با توجه به اجرایی شدن عملیات بازار باز از سوی بانک مرکزی، شرط اجرای عملیات بازار باز در صدر این حکم بلاموضوع است.

به‌طور کلی با توجه به تحولاتی که در حوزه سیاستگذاری پولی (اجرای عملیات بازار باز و اعطای اعتبار در ازای وثیقه که عمدتاً اوراق مالی دولت است) و افزایش حجم انتشار اوراق مالی دولت، ضروری است بازار اوراق مالی دولت با توجه به این مسائل و البته تسهیل در فرایند انتشار و عرضه اوراق باز طراحی شود که این نیازمند یک لایحه مستقل درخصوص بازار اوراق مالی دولت است. به‌عنوان نمونه در کشورهایی مثل ترکیه، کانادا یا پاکستان، این بانک مرکزی است که به نمایندگی از خزانه‌داری، حراج‌گر اوراق مالی دولت است؛ این در حالی است که بانک مرکزی در چارچوب قوانین موجود، به‌واسطه اینکه قانون اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران اساساً در چارچوب بازار سرمایه نوشته شده است، چنین وظیفه‌ای ندارد. به همین سیاق مسائل مهم دیگری نیز وجود دارد که نیاز به بازنگری و بازطراحی دارد.

جزء «۵» بند «ک» تبصره «۵»	
گزارش کمیسیون تلفیق	لایحه بودجه سال ۱۳۹۹
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 واسط موضوع قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید با انتقال مالکیت، برای انتشار اوراق بهادار (ارزی - ریالی) و تأسیس نهاد مولدساز دارایی‌های دولت برای انتشار اوراق مالی - اسلامی مربوط اقدام کند.	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.

دولت در لایحه بودجه سال ۱۳۹۸ مجوز تأسیس نهاد واسط دولتی را برای تسهیل فرایند انتشار اوراق مالی از مجلس درخواست کرد که مجلس هم موافقت کرد. نهاد واسط در ماده (۱) قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید به‌منظور تسهیل اجرای سیاست‌های کلی اصل چهل و چهارم (۴۴) قانون اساسی مصوب سال ۱۳۸۸ این‌گونه تعریف شده است: «نهاد واسط؛ یکی از نهادهای مالی موضوع قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران است که می‌تواند با انجام معاملات موضوع عقود اسلامی نسبت به تأمین مالی از طریق انتشار اوراق بهادار اقدام نماید». در لایحه بودجه سال ۱۳۹۹ مجدداً این مجوز درخواست شد. در متن مصوب کمیسیون تلفیق نسبت به لایحه تغییراتی صورت گرفته است که متن حکم را به نوعی بی‌معنا کرده است. همان‌گونه که در جدول بالا مشخص است به‌جای کلمه «یا» در لایحه، در متن مصوب کمیسیون تلفیق، کلمه «با» آمده است که باعث شده متن متعارض شود. از سوی دیگر واژه «ریالی» از متن لایحه حذف شده است و این در شرایطی است که عمده اوراق مالی دولت به‌صورت ریالی منتشر می‌شود. لذا این تغییر، موجب می‌شود مجوز مذکور تنها برای اوراق مالی ارزی صادر شود و برای انتشار اوراق ریالی، دولت می‌بایست همان سازوکار قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران را دنبال کند که در تعارض با هدف دولت برای پیشنهاد این حکم است.

در انتهای متن مصوبه اجازه تأسیس «نهاد مولدساز دارایی‌های دولت برای انتشار اوراق مالی اسلامی مربوط» اضافه شده است که

دولت در لایحه آن را درخواست نکرده بود. ماهیت این نهاد، ساختار، نحوه کارکرد آن و مهم‌تر از همه، وظیفه این نهاد مشخص نیست. نهاد واسط که در صدر این حکم آمده بود، سابقه‌ای در قوانین بازار سرمایه دارد و تنها مجوز نهاد واسط دولتی داده شده است، اما «نهاد مولدساز» که توسط کمیسیون تلفیق به متن اضافه شده، هیچ سابقه‌ای در قوانین و مقررات کشور ندارد؛ ضمن آنکه ممکن است از جهت توسعه تشکیلات برای دولت هزینه داشته باشد که محل تأمین این هزینه هم مبهم است.

جزء «۶» بند «ک» تبصره «۵»	
گزارش کمیسیون تلفیق	لایحه بودجه سال ۱۳۹۹
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. قراردادهای عادی نقل‌وانتقال دارایی‌های موضوع این جزء در حکم سند رسمی محسوب می‌شود. ضوابط و معیار و نحوه اجرا به پیشنهاد وزارتخانه مذکور به تصویب هیئت وزیران می‌رسد.	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.

در جزء «۶» بند «ک» تبصره «۵» نیز «مربوط به بورس» از لایحه دولت حذف و جمله «قراردادهای عادی نقل‌وانتقال دارایی‌های موضوع این جزء در حکم سند رسمی محسوب می‌شود» به لایحه دولت اضافه شده است. حذف عبارت «مربوط به بورس»، حدود و ثغور عدم رعایت تشریفات قانونی را عمومیت داده است و این معنا مستفاد می‌شود که در استفاده از دارایی‌ها و مطالبات دولت، به‌عنوان پشتوانه انتشار اوراق مالی اسلامی، نیازی به رعایت هیچ قانونی نیست. عبارت الحاقی نیز ضرورت استفاده از دفاتر اسناد رسمی برای رسمی شدن نقل‌وانتقالات دارایی‌های پشتوانه اوراق را از بین برده است و متن قراردادهای عادی منعقد در این خصوص را در حکم اسناد رسمی می‌داند. این امر باعث می‌شود برخی از روندهای بوروکراتیک و هزینه‌های مربوط به انتشار اوراق مالی دولت حذف گردد که در جهت حرکت کلی دولت در مسیر تسهیل فرایند اوراق مالی است.

جمع‌بندی و پیشنهادها

با توجه به توضیح‌هایی که در متن داده شد، به‌طور کلی اولویت آن است که تسهیل فرایند عرضه اوراق مالی دولت و به‌طور کلی چارچوب انتشار و عرضه اوراق مالی دولت و بازیگران آن و ارتباط میان آنها در قالب یک لایحه مستقل پیگیری شود؛ مجوزهای موردی برای مستثنی شدن نسبت به قوانین موجود درخصوص انتشار اوراق مالی، باعث ایجاد بی‌نظمی در بازار اوراق مالی دولت خواهد شد. از سوی دیگر حدود و ثغور مجوزهای درخواست شده از سوی دولت برای انتشار اوراق مالی، به‌واسطه ظرفیت محدود بندها و تبصره‌های بودجه، به‌صورت دقیق مشخص نمی‌شود که این نیز باعث ایجاد مشکلات هم در مقام تطبیق با سایر قوانین و هم در مقام اجرا خواهد شد.

با توجه به هزینه‌های مالی و اجرایی که رعایت رویه‌های مربوط به بورس درخصوص نحوه انتشار اوراق مالی برای دولت ایجاد کرده است و حجم قابل توجه انتشار اوراق مالی دولت در سال آینده، اعطای مجوز تأسیس نهاد واسط یا استفاده از نهادهای واسط موجود به دولت و یا مجوز عدم رعایت تشریفات مربوط به بورس درخصوص نقل‌وانتقال دارایی‌های پشتوانه اوراق مالی دولت در صورت رعایت

ملاحظات شرعی مربوط به انتشار اوراق مالی، مشکلات جدی ایجاد نخواهد کرد. البته همان گونه که بیان شد تأسیس نهاد مولدساز دارایی های دولت که در متن لایحه دولت نبوده و ماهیت و چارچوب و وظایف آن نیز مشخص نیست، پیشنهاد نمی گردد. اصلاحات پیشنهادی در جدول زیر بیان شده است.^۱

متن مصوب کمیسیون تلفیق	متن پیشنهادی
وزارت امور اقتصادی و دارایی به نیابت از دولت مسئول انتشار اوراق مالی مربوط به دولت است. این وزارتخانه مجاز است از کلیه روش های انتشار اولیه اوراق از جمله عرضه تدریجی، حراج، فروش اوراق به کسر، (کمتر از قیمت اسمی) پذیره نویسی 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 روش های 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 سازوکار حراج) در راستای سیاستگذاری پولی خود اختیار کامل دارد.	وزارت امور اقتصادی و دارایی به نیابت از دولت مسئول انتشار اوراق مالی مربوط به دولت است. این وزارتخانه مجاز است از کلیه روش های انتشار اولیه اوراق از جمله عرضه تدریجی، حراج، فروش اوراق به کسر، (کمتر از قیمت اسمی) پذیره نویسی 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 روش های 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 سازوکار حراج) در راستای سیاستگذاری پولی خود اختیار کامل دارد.
به وزارت امور اقتصادی و دارایی اجازه داده می شود نسبت به تأسیس نهادهای واسط با مدیریت و مالکیت دولت با استفاده از نهادهای واسط موضوع قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید با انتقال مالکیت، برای انتشار اوراق بهادار (ارزی - ریالی) و تأسیس نهاد مولدساز دارایی های دولت برای انتشار اوراق مالی - اسلامی مربوط اقدام کند.	به وزارت امور اقتصادی و دارایی اجازه داده می شود نسبت به تأسیس نهادهای واسط با مدیریت و مالکیت دولت با استفاده از نهادهای واسط موضوع قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید با انتقال مالکیت، برای انتشار اوراق بهادار (ارزی - ریالی) و تأسیس نهاد مولدساز دارایی های دولت برای انتشار اوراق مالی - اسلامی مربوط اقدام کند.
به وزارت امور اقتصادی و دارایی اجازه داده می شود رأساً از دارایی ها و مطالبات دولت به عنوان پشتوانه انتشار اوراق مالی اسلامی موضوع این تبصره بدون رعایت تشریفات قانونی استفاده کند. قراردادهای عادی نقل و انتقال دارایی های موضوع این جزء در حکم سند رسمی محسوب می شود. ضوابط و معیار و نحوه اجرا به پیشنهاد وزارتخانه مذکور به تصویب هیئت وزیران می رسد.	به وزارت امور اقتصادی و دارایی اجازه داده می شود با رعایت قواعد شرعی مربوط به انتشار اوراق مالی رأساً از دارایی ها و مطالبات دولت به عنوان پشتوانه انتشار اوراق مالی اسلامی موضوع این تبصره بدون رعایت تشریفات قانونی مربوط به بورس استفاده کند. قراردادهای عادی نقل و انتقال دارایی های موضوع این جزء در حکم سند رسمی محسوب می شود. ضوابط و معیار و نحوه اجرا به پیشنهاد وزارتخانه مذکور به تصویب هیئت وزیران می رسد.
وزارت امور اقتصادی و دارایی موظف است ظرف دو ماه پس از اجرای عملیات بازار باز توسط بانک مرکزی، ضمن تعیین فهرست معامله گران اولیه مجاز نسبت به پیاده سازی 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 معامله گران اولیه مجاز به فروش برسد، اقدام کند.	حذف کل

۱. بخش هایی که روی آن خط کشیده شده است، به معنای آن است که پیشنهاد حذف داده شده است و بخش هایی که زیر آنها خط کشیده شده است، به معنای متن پیشنهادی الحاقی می باشد.