

# بررسی لایحه بودجه سال ۱۳۹۵ کل کشور ۵۵. تحلیل انتشار اوراق بهادار توسط دولت

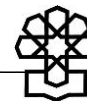
کد موضوعی: ۲۲۰  
شماره مسلسل: ۱۴۷۷۲  
اسفندماه ۱۳۹۴

معاونت پژوهش‌های اقتصادی  
دفتر: مطالعات اقتصادی

## به نام خدا

### فهرست مطالب

۱	چکیده
۲	مقدمه
۲	۱. تحلیل نظری انتشار اوراق
۳	۱-۱. بررسی اوراق اسلامی در مقایسه با اوراق متعارف
۱۰	۱-۲. تحلیل نظری آثار اوراق قرضه در اقتصاد متعارف
۱۶	۲. بررسی بندهای مربوط به اوراق بهادار در بودجه سال ۱۳۹۵
۱۹	۳. مشکلات پیش روی انتشار اوراق
۱۹	۳-۱. حجم بالای اوراق و نبود ظرفیت اقتصادی برای فروش اوراق
۲۰	۳-۲. عدم تبیین و بررسی دقیق انتفاعی بودن
۲۱	۳-۳. نظارت ناقص بانک مرکزی، سازمان حسابرسی و سازمان بورس بر اوراق منتشره:
۲۲	۳-۴. عدم شفافیت در سرمایه گذاری و انتشار اوراق
۲۲	۳-۵. خطر تسویه اوراق قبلی با اوراق فعلی
۲۳	۳-۶. فشار بر منابع سیستم بانکی
۲۳	۳-۷. افزایش بدهی دولت به شبکه بانکی و افزایش مطالبات غیر جاری بانکها
۲۵	۳-۸. چسبندگی نرخ سود بانکی و ایجاد احتمالی بحران
۲۵	۳-۹. تشدید کسری بودجه دولتی
۲۵	۳-۱۰. شبهه ربوی بودن اوراق
۲۶	۴. اظهار نظر کارشناسی در مورد تبصره های مرتبط با انتشار اوراق در لایحه بودجه
۳۸	نتیجه گیری
۳۹	پیشنهاد های سیاستی
۴۰	منابع و مأخذ



## بررسی لایحه بودجه سال ۱۳۹۵ کل کشور ۵۵. تحلیل انتشار اوراق بهادار توسط دولت

### چکیده

انتشار اوراق بهادار توسط دولت و روند تبدیل بدهی به اوراق، از این جهت که نوعی تأمین مالی و جبران کسری بودجه از محل منابع داخلی بوده و دیگر، دولت‌ها متوسل به جبران کسری بودجه از طریق افزایش پایه پولی نمی‌شوند، دارای مزیت است، اما باید توجه داشت که لایحه پیشنهادی بودجه سال ۱۳۹۵ با افزایش حداقل دوونیم برابری اوراق بهادار مربوط به دولت و همچنین امکان افزایش این اوراق تا حدود حداقل ۵ برابری سال گذشته<sup>۱</sup>، با توجه به تجربه سال‌های گذشته و شرایط فعلی اقتصاد، عملاً اقدام به استقراض حجم بالایی از وجوه متعلق به بخش خصوصی نموده است. این اقدام اگرچه در ظاهر حاصل از کسری شدید بودجه دولت و کاهش قیمت نفت و برای اصلاح ظاهری تراز بودجه می‌باشد، اما حقیقتاً ریشه در مشکلات ساختاری اقتصاد و ناشی از عدم کارایی بخش دولتی، رکود اقتصادی و افزایش برخی هزینه‌های زاید دولت می‌باشد؛ از این جهت یکی از مشکلات اصلی ساختاری در اقتصاد ایران عدم حضور جدی بخش خصوصی در اقتصاد ایران است. با بررسی مبانی نظری انتشار اوراق و تجربه انتشار اوراق در سال‌های گذشته و ساختارهای انتشار اوراق به‌نظر می‌رسد فروش این حجم از اوراق منجر به مشکلات ساختاری بیشتر، رکود بیشتر و با توجه به وضعیت نرخ سود بانکی، منجر به حرکت به سمت بحران بانکی بشود. لذا با تجربه سال‌های گذشته، پیشنهاد می‌شود سازوکارهای نظارتی در عملکرد اوراق مخصوصاً اوراق بودجه‌ای به نحو صحیح و جدی فراهم شود و در صورت انجام این سازوکارها میزان مصوب اوراق، بجز اوراق تسویه، با ضریب ۲۴ درصد محاسبه و در بودجه اصلاح شود و بقیه هزینه‌ها از درآمدهای حاصل از واگذاری باقیمانده سهام دولتی بانک‌های خصوصی شده، جلوگیری از فرار مالیاتی بیش از ۵۰ درصد و کاهش مخارج غیرضرور و واگذاری واقعی دارایی‌ها و شرکت‌های دولتی، به‌صورت کارشناسی باشد. در ضمن لازم است یک سامانه برخط شفافیت از تمام زوایا با همراهی شفاف ناظران اوراق در تمام مراحل تشکیل شده و وضعیت کامل اوراق را به‌انظار عموم مردم و مشتریان برساند؛ این امر می‌تواند منجر به اصلاح ساختار انتشار اوراق شده و مقدمه‌ای برای کارکرد صحیح این اوراق – با توجه به جهت‌گیری سیاست‌های کلی

۱. عبارت حداقل از این جهت است که متأسفانه در تبصره «۵» بند «د» چنین آمده است: «مجاز فروش اوراق مشارکت سنوات گذشته تا سقف تعیین شده سال صدور در سال ۱۳۹۵ نافذ است» و همچنین در تبصره «۱۶» لایحه بودجه سال ۱۳۹۵، امکان افزایش دو برابری میزان انتشار اوراق بهادار پیشنهادی وجود دارد.

نظام همانند اقتصاد مقاومتی در استفاده متنوع از اوراق - و انتقال مالکیت بخش دولتی به بخش خصوصی شود. همچنین دولت باید بابت بازپرداخت بدهی‌های انباشته خود از جانب مانده اوراق بهادار دولتی نزد شبکه بانکی در سال‌های قبل، منابع مربوطه را در بودجه لحاظ کند.

## مقدمه

به‌طور معمول دولت‌ها دارای کسری بودجه بوده و مخارج آنها از درآمدهایشان بیشتر می‌باشد. با توجه به این مسئله دولت‌ها به دنبال راه‌های از بین بردن کسری بودجه و یا حداقل تخفیف این کسری می‌باشند. به‌طور کلی هیچ راه‌حل فوری برای حل کسری بودجه به‌عنوان یک مشکل تاریخی وجود ندارد. برای کاهش کسری بودجه، کاهش مصارف و هزینه‌ها و افزایش منابع درآمدی دولت همانند درآمدهای مالیاتی، فروش دارایی و ثروت همانند منابع طبیعی (نفت و گاز) و همچنین کاهش بدهی‌ها و تعهدات توصیه می‌شود.<sup>۱</sup> به‌طور کلی، انتشار اوراق قرضه، افزایش پایه پولی؛ کاهش هزینه‌های دولتی؛ دستکاری و پایین نگه داشتن نرخ بهره و دیگر ابزارهای افزایش رشد اقتصادی؛ افزایش مالیات و کمک مالی خارجی،<sup>۲</sup> فروش مالکیت دولتی و افزایش بهره‌وری، از راه‌های دیگر تأمین کسری مالی دولتی می‌باشند. در این میان اوراق قرضه<sup>۳</sup> یکی از راه‌های معمول کاهش کسری و یا افزایش دارایی دولت‌ها<sup>۴</sup> محسوب می‌شود. دولت جمهوری اسلامی ایران، در بودجه پیشنهادی سال ۱۳۹۵، انتشار انواع اوراق مشارکت، صکوک و اوراق خزانه اسلامی مربوط به دولت را پیشنهاد کرده است که در مجموع نسبت به سال گذشته دارای رشد ۱۵۰ درصدی بوده و حدود ۱۰ درصد منابع عمومی دولت را نیز تشکیل می‌دهد.

در این گزارش ابتدا انتشار اوراق دولتی و آثار کلان آن در اقتصاد بررسی می‌شود. بعد از بررسی بندهای مربوط به اوراق و تحلیل نظری انتشار این اوراق، مشکلات پیش‌روی انتشار اوراق در ایران تحلیل می‌شود. در پایان نیز نتایج و توصیه‌های سیاستی حاصل از بررسی ابعاد مختلف اوراق بهادار دولتی بررسی خواهد شد.

## ۱. تحلیل نظری انتشار اوراق

از آنجا که به‌نظر می‌رسد، کارکردهای خرد و کلان اوراق بهادار یک عنصر لازم برای تحلیل انتشار این اوراق می‌باشد. لذا ابتدا با بررسی اجمالی کارکرد حقیقی اوراق مشارکت، اوراق خزانه اسلامی و اوراق

۱. وهاب فلیچ، ۱۳۹۴.

2. Smith, 2013.

۳. و یا به‌طور کلی، می‌توان گفت اوراق مشارکت، زیرا کارکرد واقعی این دو، جدای از کارکرد نظری آنها، یکسان بوده و هر دو دارای نتایج یکسانی می‌باشند.

۴. از راه‌های دیگر افزایش سرمایه وضع مالیات‌های عمومی (Exactionss And Impact Fees)، هدایای بین‌دولتی و درآمد بخش دولتی می‌باشد (Elmer, 2005).



صکوک اسلامی در مقایسه با اوراق قرضه متعارف، آثار آنها را تحلیل کرده و سپس آثار اقتصادی اوراق قرضه در اقتصاد متعارف بررسی می‌شود.

## ۱-۱. بررسی اوراق اسلامی در مقایسه با اوراق متعارف

در این بخش ابتدا به صورت گذرا به مفاهیم و تعاریف مرتبط می‌پردازیم و سپس بعد از آن با بررسی شرایط و عملکرد فعلی اوراق مورد بحث، به تحلیل عملکرد حقیقی آنها خواهیم پرداخت:

### الف) تعاریف و جایگاه قانونی

اوراق بهادار، اسنادی هستند که درآمد یا دارایی آتی قرض‌دهندگان را گواهی می‌کنند و همچنین تعهداتی را که برای افراد یا بنگاه‌های منتشرکننده این اوراق (ناشران) نشان می‌دهد. این اوراق از منظر اینکه گواهی مالکیت دارنده آن نشان‌دهنده مشارکت دارنده گواهی در سود و زیان ناشر است یا تنها سند مؤید بدهی است، به اوراق بدهی (مانند اوراق قرضه) و اوراق دارایی (مانند سهام) تقسیم می‌شود.<sup>۱</sup>

اوراق بدهی، توافقی قراردادی است که ضمن آن قرض‌گیرنده تعهد می‌کند تا به دارنده این اوراق (بزار مالی) مقدار مشخصی دارایی (بیشتر در قالب پول) در دوره‌های زمانی مشخص (بهره و پرداخت‌های اصلی)<sup>۲</sup> تا یک زمان مشخص (تاریخ سررسید)<sup>۳</sup> پرداخت کند. سررسید ابزارهای بدهی<sup>۴</sup> تعداد سال‌ها از زمان ایجاد بدهی تا زمان پایان مدت تعهد<sup>۵</sup> است. ابزارهای مالی را با توجه به تاریخ سررسید آنها به کوتاه‌مدت (در صورتی که سررسید یک سال و کمتر باشد) و بلندمدت (در صورتی که سررسید بیشتر از یک سال باشد) تقسیم‌بندی کرده‌اند. در مقابل ابزارهای بدهی، اوراق دارایی<sup>۶</sup> وجود دارند که نشان‌دهنده شریک بودن دارنده آن در درآمد خالص (درآمد پس از هزینه‌ها و مالیات) و دارایی یک بنگاه یا واحد اقتصادی است. اوراق دارایی اغلب پرداخت‌های دوره‌ای (سود قابل تقسیم)<sup>۷</sup> را برای دارندگان آنها فراهم می‌کنند و همه آنها در زمره اوراق بلندمدت جای می‌گیرند زیرا تاریخ سررسید معینی ندارند.<sup>۸</sup> (از منظر دیگر و با توجه به اوراقی که در بازار مبادله می‌شود، می‌توان بازارهای مالی را به بازار پول و بازار سرمایه تقسیم کرد. به دلیل اینکه ابزارهای بدهی که در بازار پول مبادله می‌شوند کوتاه‌مدت هستند، حداقل نوسان قیمت را دارند و حداقل ریسک متوجه آنان است.

1. Matthews, Giuliiodori, & Mishkin, 2013, p. 24.

2. Principal payments

3. Maturity date

4. Debt instrument

5. Expiration date

6. Equities

7. Dividends

8. Matthews et al. , 2013, p. 25.

انواع اوراق بهادار در بازار پول عبارتند از: اسناد خزانه،<sup>۱</sup> اسناد بانکی،<sup>۲</sup> گواهی سپرده،<sup>۳</sup> اوراق تجاری،<sup>۴</sup> سپرده‌های بین‌بانکی،<sup>۵</sup> توافق بازخرید طلائی<sup>۶</sup> و... . انواع اوراق بهادار در بازار سرمایه عبارتند از: سهام، اوراق رهنی،<sup>۷</sup> اوراق قرضه شرکتی،<sup>۸</sup> اوراق قرضه دولت، اوراق قرضه محلی، اوراق قرضه بانک‌ها و موارد دیگر. بعد از آشنایی اجمالی با انواع اوراق متعارف، در زیر به تعریف برخی اوراق و سپس جایگاه قانونی آنها خواهیم پرداخت.

#### – اوراق قرضه

در یک تعریف، اوراق قرضه یک نوع از سرمایه‌گذاری است که نشان‌دهنده یک وام بین یک قرض‌گیرنده و یک قرض‌دهنده است. در این مسئله همانند گرفتن یک وام از یک بانک، یک فرد می‌تواند قرض‌دهنده و دولت یا یک شرکت به‌عنوان انتشاردهنده اوراق، یک قرض‌گیرنده خواهد بود. در این وام، انتشاردهنده اوراق قرضه، قول می‌دهد که پرداخت‌های منظم بهره با نرخ مشخص را تا تاریخ معینی به مقداری که وام گرفته است، بپردازد.<sup>۹</sup>

#### – اوراق مشارکت

بانک مرکزی در سال ۱۳۷۳ دستورالعمل انتشار اوراق مشارکت را در ۵۹ ماده تصویب کرد. دستورالعمل مذکور، انتشار اوراق مشارکت را در چارچوب عقد مشارکت مدنی قرار می‌دهد. بر این اساس، بهای هر ورقه مشارکت سهم‌الشرکه دارنده آن است. طبق ماده (۱)، دستورالعمل بانک مرکزی مرتبط با اوراق مشارکت در سال ۱۳۷۳، «اوراق مشارکت، اوراق بهاداری است که با مجوز بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران برای تأمین بخشی از منابع مالی مورد نیاز طرح‌های سودآور تولیدی و خدماتی (به‌استثنای امور بازرگانی) در چارچوب عقد مشارکت مدنی توسط سازمان مجری طرح که مالکیت آن را دارد منتشر می‌شود. هر ورقه نشان‌دهنده میزان سهم‌الشرکه دارنده آن در مشارکت است. با فروش اوراق مشارکت رابطه وکیل و موکل بین سازمان و خریدار اوراق مشارکت محقق می‌شود. سازمان به وکالت از طرف خریداران اوراق می‌تواند نسبت به مصرف وجوه حاصل از فروش اوراق جهت اجرای طرح و خریدوفروش هرگونه کالا، خدمت و دارایی مربوط به طرح اقدام نماید. انتقال اوراق در رابطه وکالت موجود خدشه‌ای وارد نمی‌نماید و این رابطه تا سررسید اوراق بین سازمان و دارندگان اوراق نافذ و معتبر است.<sup>۱۰</sup>

1. Treasury bills

2. Bank bills

3. Certificates of deposit

4. Commercial paper

5. Interbank deposits

6. Gilt repurchase agreements

7. Mortgages

8. Corporate bonds

9. Investment Industry Association Of Canada, Bonds, An introduction to bond basics, January 2008

۱۰. شناسایی ابزارهای مالی کاربردپذیر در بازار سرمایه ایران، اسفندماه ۱۳۷۷، به آدرس:

[http://imps.ac.ir/uploads/1\\_21\\_03\\_8.pdf](http://imps.ac.ir/uploads/1_21_03_8.pdf)



### – صکوک اجاره

اوراق بهاداری است که دارنده آن به صورت مشاع، مالک بخشی از دارایی است که منافع آن براساس قرارداد اجاره به مصرف کننده یا بانی واگذار شده است. در صکوک اجاره حق استفاده از منافع دارایی یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها در برابر اجاره بها از مالک به شخص دیگری منتقل می‌شود.<sup>۱</sup>

### – اسناد خزانه اسلامی

این اسناد، اوراق بهادار با نام و یا بی‌نامی است که خزانه‌داری کل (وزارت امور اقتصادی و دارایی) با سررسید معین منتشر نموده و در برابر بدهی‌های بخش دولتی به بانک مرکزی، شبکه بانکی و پیمانکاران طرف قرارداد در طرح‌های تملک دارایی‌های سرمایه‌ای مورد نظر به بهای اسمی در اختیار بانک مرکزی، بانک‌های بستانکار، پیمانکاران و سایر بستانکاران قرار می‌دهد. این اسناد با دوره‌های سررسید کمتر از یک سال و حداکثر تا پنج سال منتشر می‌شوند. بازپرداخت اسناد خزانه در سررسید توسط وزارت امور اقتصادی و دارایی تضمین می‌شود و قبل از سررسید، از قابلیت تنزیل در بازار ثانویه برخوردار است.<sup>۲</sup> اسناد خزانه اسلامی بدون سود بوده و هیچ‌گونه پرداخت میان دوره‌ای تحت عنوان سود نخواهند داشت و سرمایه‌گذاران از مابه‌التفاوت قیمت خرید اوراق و ارزش اسمی دریافتی آن در سررسید، منتفع خواهند شد. دارندگان اوراق، مبلغ اسمی را در سررسید از دولت دریافت می‌کنند.<sup>۳</sup>

### – اوراق تسویه

اوراق تسویه و یا تسویه خزانه، اوراقی است که دولت این اوراق را صادر کرده و در اختیار اشخاص حقیقی و حقوقی خصوصی و تعاونی طلبکار و متقابلاً بدهکار قرار می‌دهد جمع مبلغ اوراق تسویه خزانه که به موجب این ماده صادر می‌شود و در اختیار طلبکاران قرار می‌گیرد، به صورت جمعی - خرجی در بودجه‌های سنواتی درج می‌شود.<sup>۴</sup>

۱. حسینی، حکمت و کاشف، ۱۳۹۲.

۲. قضاوی و بازمحمدی، ۱۳۸۹.

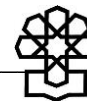
3. <http://www.ifb.ir/FAQ.aspx?Id=1>

۴. بخشی از ماده (۲) قانون رفع موانع تولید، مصوب سال ۱۳۹۳ مجلس شورای اسلامی.

جدول ۱. انواع اوراق بهادار منتشره در ایران برای تأمین مالی دولت و برخی قوانین مرتبط با این اوراق

عنوان قانونی	برخی قوانین مرتبط	متن ماده
اوراق بهادار اسلامی (صکوک)	ماده (۲۶) قانون رفع موانع تولید رقابت‌پذیر و ارتقای نظام مالی کشور بند «الف» تبصره «۵»، بند «د» تبصره «۵» و بند «ب» تبصره «۲۰» لایحه بودجه سال ۱۳۹۵	ماده (۲۶) - کلیه معاملات ثانویه اوراق مشارکت و سایر اوراق بهادار اسلامی (صکوک) از قبیل اوراق مرابحه و اسناد خزانه اسلامی صرفاً از طریق بورس یا بازار خارج از بورس موضوع قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران انجام می‌شود. اوراق مرابحه، اوراق بهادار قابل نقل و انتقالی است که نشان‌دهنده مالکیت مشاع دارنده آن در دارایی مالی ناشی از فروش کالا، یا خدمتی است که نقل و انتقال آن شرعاً جایز بوده و براساس قرارداد مرابحه حاصل شده است.
صکوک اجاره	بند «ب» ماده (۲) قانون رفع موانع تولید رقابت‌پذیر و ارتقای نظام مالی کشور	قانون رفع موانع تولید: اوراق صکوک اجاره در این قانون عبارت است از اوراق بهادار قابل نقل و انتقال که نشان‌دهنده مالکیت مشاع دارنده در منافع دارایی مورد اجاره باشد. بند «الف» ماده (۱) دستورالعمل شورای عالی بورس: اوراق بهادار با نام قابل نقل و انتقالی است که مالکیت مشاع دارنده آن در دارایی، مبنای انتشار اوراق اجاره است.
اوراق تسویه خزانه	بند «الف» ماده (۲) قانون رفع موانع؛ حداکثر ظرف مدت ۶ ماه از تاریخ لازم‌الاجرا شدن این قانون، بدهی‌های قطعی خود به اشخاص حقیقی و حقوقی تعاونی و خصوصی را که در چارچوب مقررات مربوط تا پایان سال ۱۳۹۲ ایجاد شده، با مطالبات قطعی دولت (وزارتخانه‌ها و مؤسسات دولتی) از اشخاص مزبور تسویه کند. بدین منظور وزارت امور اقتصادی و دارایی، اسناد تعهدی خاصی را با عنوان «اوراق تسویه خزانه» صادر می‌کند و در اختیار اشخاص حقیقی و حقوقی خصوصی و تعاونی طلبکار و متقابلاً بدهکار قرار می‌دهد. این اسناد صرفاً به‌منظور تسویه بدهی اشخاص یاد شده به دولت مورد استفاده قرار می‌گیرد. جمع مبلغ اوراق تسویه خزانه که به‌موجب این ماده صادر می‌شود و در اختیار طلبکاران قرار می‌گیرد، به‌صورت جمعی - خرجی در بودجه‌های سنواتی درج می‌شود.	بند «الف» ماده (۲) قانون رفع موانع؛ حداکثر ظرف مدت ۶ ماه از تاریخ لازم‌الاجرا شدن این قانون، بدهی‌های قطعی خود به اشخاص حقیقی و حقوقی تعاونی و خصوصی را که در چارچوب مقررات مربوط تا پایان سال ۱۳۹۲ ایجاد شده، با مطالبات قطعی دولت (وزارتخانه‌ها و مؤسسات دولتی) از اشخاص مزبور تسویه کند. بدین منظور وزارت امور اقتصادی و دارایی، اسناد تعهدی خاصی را با عنوان «اوراق تسویه خزانه» صادر می‌کند و در اختیار اشخاص حقیقی و حقوقی خصوصی و تعاونی طلبکار و متقابلاً بدهکار قرار می‌دهد. این اسناد صرفاً به‌منظور تسویه بدهی اشخاص یاد شده به دولت مورد استفاده قرار می‌گیرد. جمع مبلغ اوراق تسویه خزانه که به‌موجب این ماده صادر می‌شود و در اختیار طلبکاران قرار می‌گیرد، به‌صورت جمعی - خرجی در بودجه‌های سنواتی درج می‌شود.
اوراق مشارکت	قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت بند «ج» تبصره «۱»، بند «الف» تبصره «۵»، بند «ب» تبصره «۵» و بند «د» تبصره «۵» لایحه بودجه سال ۱۳۹۵	اوراق بهادار بانام یا بی‌نامی است که به‌موجب قانون یا مجوز بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران به قیمت اسمی مشخص برای مدت معین و برای تأمین بخشی از منابع مالی مورد نیاز طرح‌های عمرانی - انتفاعی دولت مندرج در قوانین بودجه سالیانه کشور یا برای تأمین منابع مالی مورد نیاز جهت ایجاد، تکمیل و توسعه طرح‌های سودآور تولیدی، ساختمانی و خدماتی شامل منابع مالی لازم برای تهیه مواد اولیه مورد نیاز واحدهای تولیدی توسط دولت، شرکت‌های دولتی، شهرداری‌ها و مؤسسات و نهادهای عمومی غیردولتی و مؤسسات عام‌المنفعه و شرکت‌های وابسته به دستگاه‌های مذکور، شرکت‌های سهامی عام و خاص و شرکت‌های تعاونی تولید منتشر می‌شود و سرمایه‌گذارانی که قصد مشارکت در اجرای طرح‌های یاد شده را دارند از طریق عرضه عمومی واگذار می‌گردد.
اسناد خزانه اسلامی	بند «ه» تبصره «۵» لایحه بودجه سال ۱۳۹۵ کل کشور	دولت مجاز است اسناد خزانه اسلامی با حفظ قدرت خرید را با سررسید یک تا سه سال به‌صورت بی‌نام و بانام صادر کند.





## ب) بررسی مختصر تطبیقی اوراق اسلامی

آنچه از تعاریف اوراق مختلف اسلامی به نظر می‌رسد، این است که هر یک از اوراق مذکور دارای تعریف و کارکرد متفاوتی بوده و از این نظر با اوراق مشابه مصطلح که بدون توجه به ارتباط بازار مالی و بازار واقعی، دارای نرخ سود ثابتی می‌باشند، تفاوت خواهد داشت. لذا با توجه به نرخ سود تضمین شده اوراق اسلامی، در زیر به بررسی تطبیقی این اوراق با اوراق رایج خواهیم پرداخت:

### – اوراق مشارکت

متأسفانه و به اذعان اکثر کارشناسان امر، عملکرد واقعی و کلان این اوراق از نظر پرداخت نرخ سود مشخص با عملکرد کلان و واقعی اوراق قرضه تفاوت اساسی ندارد و از این جهت - بدون توجه به مباحث شرعی مسئله - می‌توان عملکرد کلان اوراق اسلامی را با اوراق قرضه مصطلح یکی دانست. این تشابه موجب پرداخت سود مشخص در هر شرایط اقتصادی توسط منتشرکننده اوراق و عدم اتصال بخش پولی به بخش واقعی می‌گردد. البته متأسفانه آنچه که از مجموع بررسی‌ها به دست می‌آید این است که حتی این عملکرد هم تحقق نیافته است و متأسفانه اوراق مذکور اکثراً موجب تولید کالا و خدمات نشده و بیشتر موجب تعویق بدهی می‌شود. امتیاز اصلی فروش اوراق مشارکت در بازخرد این اوراق قبل از سرسید توسط بانک‌ها بوده است که نرخ جریمه کمتری نسبت به سپرده سرمایه‌گذاری یکساله بابت آن اخذ شده است. بنابراین سرمایه‌گذاران با رویکرد کوتاه‌مدت از این اوراق استفاده نموده‌اند و منابع بازخرد از سوی منابع تنخواه ناشران اوراق نزد بانک‌ها بوده است.<sup>۱</sup>

نکته دیگر در این است که اگرچه مرکز پژوهش‌های مجلس به شرعی بودن این قراردادها و نظرات فقها در این رابطه معتقد و معترف است، اما مسئله این است که در ارتباط با اقتصاد کلان، نمی‌توان تنها به یک مسئله از دید خرد نگریست و بعد از بررسی شرعی مسئله از دید خرد باید همین مسئله را از دید کلان نیز مورد بررسی قرار داد.<sup>۲</sup> بنابراین به نظر می‌رسد از نگاه پرداخت نرخ سود تضمین شده، عملاً نمی‌توان میان کارکرد اوراق اسلامی منتشر شده و اوراق قرضه تفاوتی قائل بود. اگر اوراق مشارکت و یا هر اوراق اسلامی دیگر، را نتوان به بازار واقعی مرتبط کرد به گونه‌ای که ریسک عدم تحقق کارکرد واقعی این اوراق به عهده مشتریان و انتشاردهندگان آن نیز باشد، لذا هیچ دلیلی برای افزایش بدهی دولت از طریق انتشار این اوراق وجود نخواهد داشت. زیرا عملاً تولیدی در بازار کالا و خدمات رخ نداده و تنها تعویق بدهی همراه با مقداری اضافه نتیجه انتشار این اوراق خواهد بود.

### – صکوک

اگرچه صکوک اجاره در عمل شامل قرارداد اجاره می‌باشد، جدای از نوع عقد، در عمل نتیجه چیزی

۱. حسین، بزمحمدی. ۱۳۹۴.

۲. این دیدگاه را می‌توان با یک مثال تبیین نمود. از لحاظ فقهی هیچ ابرادی به مسافرت افراد به سمت شمال کشور وجود ندارد، اما فرض کنیم که همه افراد کشور بخواهند با یکدیگر به مناطق شمالی سفر کنند؛ نتیجه این مسئله منطقیاً چیزی جز اختلال در اداره کشور نخواهد بود.

جز بازده ثابت نیست. البته درباره این مسئله نظرات مختلف و متفاوتی وجود دارد؛ اما می‌توان چنین بیان کرد که یکی از نکات اصلی در اینجا این است که آیا مثلاً اگر دولت اجاره ثابتی را به افراد خریدار این صکوک می‌پردازد و منابع درآمدی دولت در زمان اجرای عقد به علل مختلفی دچار نقصان شود، با چه تحلیلی اولاً دولت می‌تواند هزینه این اجاره را در یک زمان معین تأمین بکند و ثانیاً آیا این مسئله لزوماً دارای هم‌بستگی بخش پولی و اقتصادی می‌باشد یا خیر؟ و ثالثاً از آنجا که قیمت این اجاره از قبل، مثلاً برای چند سال تعیین شده است و اگر قیمت واقعی بازار از این کمتر باشد آیا این قیمت بالاتر اجاره از جیب بیت‌المال مطابق با عدالت و مبانی دیگر خواهد بود یا خیر و برعکس. به هر صورت عملاً اشکالات فراوانی را می‌توان از نحوه انتشار صکوک اجاره و موارد مشابه دیگر در نظر گرفت و انتشار این اوراق را نوعی حیلۀ برای توجیه نرخ سود ثابت دانست که امروزه این تفکر و مسئله منجر به حجم بالای بدهی دولت و مطالبات غیرجاری شبکه بانکی از دولت شده است<sup>۱</sup>. لذا عملاً کارکرد اوراق صکوک نیز با کارکرد اوراق مشارکت و همان تأخیر در بدهی و افزایش بدهی تفاوتی نداشته و به نظر می‌رسد از این جهت نمی‌توان از این اوراق به‌عنوان یک اوراق با کارکرد اسلامی نام برد.

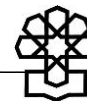
#### – اسناد خزانه اسلامی

اسناد خزانه اسلامی در چند مورد از اسناد خزانه متعارف متفاوت است:

۱. نخستین تفاوت در طول دوره این اوراق است. به‌رغم اینکه اسناد خزانه متعارف ماهیتاً کوتاه‌مدت و در دوره‌های زمانی یک، سه، ۶ ماهه و یک‌ساله صادر می‌شود، اما اسناد خزانه اسلامی برای دوره‌های تا سه سال هم امکان صدور را دارد.
۲. دومین تفاوتی که ماهیتاً اسناد خزانه را به اوراق قرضه نزدیک می‌کند، نرخ سودی است که برای این اوراق در نظر گرفته شده است. برخلاف اسناد خزانه متعارف که بازدهی آن از تفاوت بین قیمت اسمی و قیمت بازاری آن به‌دست می‌آید، اسناد خزانه اسلامی نرخ بهره تعیین شده حداکثر تا ۲۰ درصد مبلغ اصل بدهی دارد.
۳. سومین تفاوت این است که این اوراق تنها برای بدهی‌های مسجل پیشین قابل استفاده است و بنابراین ظرفیت ایجاد بدهی جدید بر دوش ناشر (که دولت باشد) را ندارد، لازمه این موضوع این است که محل مصرف منابع به‌دست آمده از این اوراق نیز مشخص است و بنابراین از منابع حاصله، در محل‌های دیگر نمی‌توان استفاده کرد.

براساس آیین‌نامه اجرایی بند «ط» تبصره «۶» قانون بودجه کل کشور، در سال ۱۳۹۴ فرمولی برای تعیین قیمت اوراق منتشره به‌عنوان اسناد خزانه اسلامی پیش‌بینی شده است. بند «ب»، ماده (۱) این قانون قیمت این نوع اسناد را مبلغ بدهی مسجل به علاوه حداکثر تا ۲۰ درصد به ازای یک

۱. دلیل مسئله این است که این نوع اوراق منجر به جدا شدن بازار مالی از بازار حقیقی اقتصاد می‌شود و از آنجا که در اکثر موارد دولت به‌علت ناکارایی ساختاری نمی‌تواند بدهی خود را که در بازار مالی ایجاد شده است در بازار حقیقی جبران کند لذا از این جهت این مکانیسم در اکثر موارد منجر به بدهی دولت به بخش بانکی می‌شود.



سال تأخیر در پرداخت طلب تعیین کرده است، البته همان‌گونه که در ذیل نیز مباحثی آمده است به نظر می‌رسد براساس نظر عده‌ای از فقها و صاحب‌نظران اضافه شدن ۲۰ درصد سالیانه به مبلغ بدهی مسجل دولت به پیمانکاران، این نوع اوراق را از منظر فقهی دارای شبهه ربوی می‌کند.

نکته‌ای که باید در اینجا مد نظر قرار داد این است که اسناد خزانه اسلامی صرفاً برای پرداخت دیون ناشی از اجرای طرح‌های تملک دارایی‌های سرمایه‌ای در سنوات قبل منتشر می‌شود. به عبارت دیگر به دلیل ناتوانی دولت در پرداخت مطالبات پیمانکاران درصدد چاره‌جویی برآمده است که انتشار این اسناد یکی از آن چاره‌جویی‌هاست.

از نگاه فقهی به دلیل اینکه این اوراق گواهی و سند وجود دین و تعهد به بازپرداخت آن در مدت معین است، خرید و فروش آن با عنوان بیع دین تطبیق دارد که مبحثی مشهور در بین فقهاست. البته بحث فقهی این نوع معامله دارای ابعاد وسیعی است؛ اما در بسیاری موارد عده‌ای از علما این معاملات را شرعی نمی‌دانند.<sup>۱</sup> همچنین در نظر تمام علما اگر گواهی وجود دین به شخص دیگری غیر از خود مدیون فروخته شود در صورتی که ثمن موجد باشد بیع باطل است و در صورت نقد بودن ثمن، معامله صحیح خواهد بود.<sup>۲</sup> بخش عمده خریداران اسناد خزانه اسلامی در ۹ ماهه سال ۱۳۹۴، پیمانکاران طلبکار از دولت بوده که بخشی از آن در بورس دادوستد شده است؛<sup>۳</sup> به نظر می‌رسد ویژگی‌هایی که در مورد اسناد خزانه اسلامی بیان شد، این اوراق بدهی را به اوراق قرضه نزدیک می‌کند و تنها دو تفاوت کوچک که در بالا بیان شد بین این دو عنوان وجود دارد که قابل چشم‌پوشی است.

### – اوراق تسویه

خصوصیات زیر را می‌توان برای اوراق تسویه خزانه اسلامی در نظر گرفت:

۱. برای تسویه بدهی‌های قطعی دولت به کار می‌رود.
۲. استفاده از اوراق صادره برای تسویه بدهی‌های بخش خصوصی به دولت خواهد بود.
۳. قراردادی که مبنای انتشار این اوراق قرار می‌گیرد، نوعی عقد حواله است. به نظر نمی‌رسد اوراق حواله که از عقود اسلامی است را بتوان دارای مشکلی اساسی دانست. از این جهت، بدهی دولت و بدهکاران تسویه شده و موجب کاهش پیچیدگی‌های مالی می‌شود.

۱. برای مثال رهبر معظم انقلاب در این باره چنین بیان نموده‌اند: فروش دین در مقابل دین در صورتی که هر دو مؤجل باشد، باطل است، هر چند اجل آن دو رسیده باشد. همچنین، بنابر احتیاط، اگر هر دو حال یا یکی حال و دیگری مؤجل باشد نیز باطل است. اگر دینی را که حال است مدت‌دار کنیم، اما در مقابل آن مبلغ دین را بالا ببریم ربا و حرام است. منبع: <http://farsi.khamenei.ir/news-content?id=۲۷۸۴۵>

۲. موسویان و همکاران، ۱۳۹۰، صص ۹۶-۹۸.

۳. حسین، بازمحمدی، ۱۳۹۴.

## ۲-۱. تحلیل نظری آثار اوراق قرضه در اقتصاد متعارف

از مزیت‌های اوراق قرضه برای خریدار آن، می‌توان به یک درآمد قابل پیش‌بینی،<sup>۱</sup> اطمینان، تنوع‌سازی سبد دارایی‌ها<sup>۲</sup> و انتخاب و از معایب آن به ریسک عدم تعهد و یا ریسک اعتباری و ریسک قیمتی اشاره کرد.<sup>۳</sup> این موضوع که بتوان برای تأمین کسری بودجه دولت راهکاری غیر از استقراض از بانک مرکزی ارائه کرد، همواره به‌عنوان دغدغه‌ای در اقتصاد کشور مطرح بوده است. از ابزارهای مالی در این زمینه، می‌توان به اوراق قرضه، اسناد خزانه و موارد مشابه اشاره کرد. البته اگرچه هدف اصلی از این موارد کسری بودجه دولتی است، اما می‌توان از آن برای سرمایه‌گذاری و همچنین ابزاری برای سیاست‌های پولی استفاده نمود.<sup>۴</sup>

### ۱-۲-۱. آثار مثبت

#### الف) کنترل تورم

استقراض از بخش خصوصی و انتشار اوراق قرضه<sup>۵</sup> باعث کاهش حجم در گردش پول مردم و انتقال این پول به بخش‌های تولیدی شده و از این طریق تورم را کاهش می‌دهد. همچنین از جهت دیگر، افزایش نرخ سود حاصل از انتشار این اوراق، باعث افزایش هزینه استقراض و کاهش رشد و نهایتاً منجر به عدم تقاضا و در نهایت دوباره کاهش تورم خواهد شد. البته در نظر برخی اندیشمندان، عدم مدیریت اوراق قرضه و اوراق مشابه می‌تواند منجر به تورم نیز بشود.<sup>۶</sup>

#### ب) هدایت نقدینگی به سمت تولید

فروش اوراق دولتی به‌عنوان یک ابزار سیاست پولی، گزینه و راهکاری برای جمع‌آوری هرچه بیشتر نقدینگی موجود و هدایت آن به سمت تولید می‌باشد.<sup>۷</sup> در ادبیات نظری اقتصاد، انتشار اوراق مشارکت و اوراق مشابه و هدایت منابع مالی به سمت انواع پروژه‌های تولیدی و یا خدماتی قطعاً موجب رفاه و افزایش سرمایه‌گذاری می‌شود. اما نکته‌ای که در اینجا وجود دارد، این است که این اوراق

تأخیر در بدهی به شدت پرهیز شود.

#### ج) کاهش کسری بودجه دولتی

اوراق قرضه به‌طور کلی، جهت تأمین بخشی از منابع مالی مورد نیاز جهت ایجاد، تکمیل و توسعه

1. Income Predictability.

2. Diversification.

3. INVESTMENT INDUSTRY ASSOCIATION OF CANADA, Bonds, An Introduction to Bond Basics, January 2008.

۴. مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، ۱۳۹۲.

۵. با توجه به نرخ سود ثابت اوراق مشارکت، صکوک و اسناد خزانه که تحلیل آن در بالا بیان شد، این ادبیات نظری برای اوراق مشارکت و صکوک و اسناد خزانه نیز کاربرد خواهد داشت.

۶. در زمان کسری بودجه، اوراق قرضه منتشر شده توسط مالیات‌های آینده بازپرداخت می‌شوند که بازپرداخت این اوراق در زمان سررسید، حجم پول در گردش را بالا می‌برد و مانند مالیات‌های تورمی عمل می‌نماید (شریف‌آزاده و هاشمی، ۱۳۹۰).

۷. معصومه عباسی و علی ولی‌پور، نقش اوراق مشارکت در اقتصاد.



طرح‌های سودآور تولیدی، ساختمانی، خدماتی و... از طریق عرضه عمومی منتشر می‌شود<sup>۱</sup> (مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، ۱۳۹۲).

### د) تأمین مالی از داخل

یکی از روش‌های تأمین مالی دولت‌ها، تأمین مالی از بدنه اجتماع و آحاد مردم می‌باشد. در واقع بخش دولتی بخشی از کسری درآمدهای خود را با استقراض از مردم پوشش می‌دهد. یکی از اهداف انتشار اوراق قرضه، مشارکت عموم مردم دانسته شده است. این مشارکت موجب نزدیکی دولت و مردم در موارد مختلفی خواهد شد.

### ۲-۲-۱. آثار منفی

هرچند فی‌نفسه، اوراق قرضه دارای مزیت‌های فراوانی بوده و کارکرد اصلی آن نیز تأمین مالی به‌منظور افزایش تولید در بخش حقیقی اقتصاد می‌باشد، اما اصولاً این روش یک روش استقراض دولت از مردم و به‌طور معمول، نشان‌دهنده کسری بودجه دولت<sup>۲</sup> و عدم کارایی دولتی است و ممکن است به‌علت انحراف از کارکرد اصلی خود، منجر به کاهش تولید و مشکلات متعدد دیگری نیز بشود. در زیر برخی از مشکلات نظری این مسئله بیان می‌شود.

### الف) جایگزینی بخش دولتی به‌جای بخش خصوصی و تقلیل کارایی

تزامم<sup>۳</sup> به وضعیتی اطلاق می‌شود که بخش دولتی با افزایش سرمایه‌گذاری‌های خود، منابع خود را از دسترس بخش خصوصی خارج کرده و موجب کاهش سرمایه‌گذاری بخش خصوصی می‌شود. به‌نظر می‌رسد این سیاست در بهترین حالت و حداقل در کوتاه‌مدت موجب کاهش سهم بخش خصوصی در اقتصاد می‌شود.<sup>۴</sup> در بررسی کارشناسان، نتایج تأییدکننده رابطه معنی‌دار و معکوس بین درجه آزادی اقتصادی<sup>۵</sup> و کسری بودجه، برای کشورهای نآزاد می‌باشد.<sup>۶</sup> همچنین تجربه اقتصاد ایران نشان داده است که حضور بیشتر دولت در اقتصاد، باعث کارایی کمتر و کاهش تولید در کل کشور می‌شود و منطقاً با اصل چهارم قانون اساسی و سیاست‌های اقتصاد مقاومتی در تضاد می‌باشد.

### ب) بازی پونزی و کاهش اعتبار بخش دولتی

یک تعریف از بازی پونزی به‌معنای ایجاد بدهی بیشتر و جدیدتر برای بازپرداخت بدهی‌های قبلی است؛ در سطح اقتصاد کلان هر چه تعداد نهادهای استفاده‌کننده از بازی پونزی بیشتر باشد، قدرت

۱. مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، ۱۳۹۳.

2. Weil, David N. , Fiscal policy, THE CONCISE ENCYCLOPEDIA OF ECONOMICS,  
<http://www.econlib.org/library/Enc/FiscalPolicy.html>

3. Crowding Out

۴. برگرفته از گزارش‌های بودجه مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی در سال ۱۳۹۳.

۵. منظور از آزادی اقتصادی، مؤلفه‌هایی چون اندازه دولت، حدود قوانین بازرگانی و اقتصادی، امنیت حقوقی مالکیت دارایی‌های افراد، دسترسی به پول سالم، آزادی تجارت بین‌الملل و ساختار آیین‌نامه‌ای کسب‌وکار، بار مالی دولت، آزادی سرمایه‌گذاری، آزادی مالی و پولی و آزادی مبادله می‌باشد.

۶. شریف‌آزاده و هاشمی، ۱۳۹۱.

نظام مالی آن اقتصاد کمتر و احتمال وقوع بحران مالی بیشتر است.<sup>۱</sup> اگر تفاوت بین ارزش فعلی درآمد و مخارج دولت در یک زمان مشخص، نزدیک به صفر نباشد و مازادی وجود داشته باشد دولت می‌تواند از طریق روش پونزی منافی بدست آورد. به این معنی که اوراق قرضه‌ای در زمان حال منتشر کرده و آن را برای همیشه به جریان می‌اندازند.<sup>۲</sup> به گفته بسیاری از کارشناسان، نرخ سود غیرواقعی بالاتر از بازدهی واقعی سرمایه، حاصل یک بازی شبه پونزی در بازارهای مالی است.

### ج) اصلاح صوری ترازنامه

در نظر کارشناسان، در برخی موارد آوردن اوراق قرضه به منظور تأمین کسری بودجه دولت به صورت صوری و تنها به قصد توازن بین هزینه‌ها و مخارج می‌باشد و برای همگان نیز عدم تحقق کامل فروش اوراق، مسئله‌ای مشخص می‌باشد. این اوراق ترازنامه همراه با کسری را اصلاح می‌کند و یک مسئله گمراه‌کننده و نامطلوب به نظر می‌رسد.

### د) افزایش احتمالی نرخ سود بانکی

در ادبیات اقتصادی یکی از مبانی نظری اوراق قرضه و همچنین اوراق مشابه آنها بحث رابطه منفی بین قیمت اوراق قرضه و نرخ سود بانکی است. از این جهت عرضه اوراق مشارکت منجر به کاهش قیمت اوراق مشارکت و افزایش احتمالی نرخ سود بانکی می‌شود.<sup>۳</sup> از طرف دیگر می‌توان گفت یکی از اولین عوامل تعیین‌کننده قیمت اوراق قرضه<sup>۴</sup> نرخ بهره عمومی بوده و نرخ بهره عمومی نیز به وسیله شرایط سلامت اقتصادی در سطح کلان تعیین می‌شود.<sup>۵</sup> علاوه بر این برای فروش اوراق مشارکت، باید منابع بانکی به این سمت هدایت شده و از این جهت نیز منجر به افزایش تقاضا برای منابع بانکی و یا کاهش عرضه سپرده به سیستم بانکی و افزایش سود خواهد شد.

### ه) آسیب دیدن رشد اقتصادی

در ادبیات نظری مرتبط با اوراق قرضه، برای تشویق خریداران به خرید اوراق قرضه، نرخ بهره افزایش یافته و از این طریق مردم به خرید اوراق قرضه تشویق می‌شوند. با افزایش نرخ بهره، هزینه استقراض افزایش یافته و احتمالاً سطح سرمایه‌گذاری و به تبع آن رشد اقتصادی کاهش خواهد یافت.<sup>۶</sup> از این جهت منابع عمومی دولت همانند مالیات کاهش یافته و دوباره منجر به کسری بودجه و حرکت دولت به سمت انواع استقراض خارجی و داخلی می‌شود.

۱. قلیچ، تقوی و خدابخش، ۱۳۹۱.

۲. شریف‌زاده و هاشمی، ۱۳۹۱.

3. Smith, Clifford W. , Bonds, THE CONCISE ENCYCLOPEDIA OF ECONOMICS, <http://www. econlib. org/library/Enc/Bonds. html>

۴. و طبیعتاً عرضه و تقاضای آن.

5. Economics and the Bond Market, <http://www. bondsquawk. com/bond-school/economics-and-the-bond-market/>

6. <http://www. raymondjames. com/occhino/pdfs/Bonds. pdf>



(و) عدم ارتباط با بخش حقیقی اقتصاد

اگر منابع حاصل از اوراق قرضه در بخش حقیقی اقتصاد بکار گرفته نشوند تنها منجر به تعویق و افزایش بدهی‌های ناشرین می‌شود. براساس نظر کارشناسان این روند در نهایت به سمت بحران بانکی پیش می‌رود و ارتباط بخش حقیقی با پولی اقتصاد، موجب مصونیت بانک‌ها و نهادهای مالی از بحران می‌شود.<sup>۱</sup>

### بررسی عملکرد و روند اجرایی انتشار اوراق بهادار در ایران

چنانچه در جدول ۲، ملاحظه می‌شود، در ابتدای انتشار اوراق مشارکت، این اوراق با استقبال خوبی در فروش مواجه شدند. روند رو به رشد تکالیف مندرج در قانون بودجه برای انتشار اوراق مشارکت طی سال‌های اولیه انتشار و عملکرد این ابزار در بازار پول، دولت و شرکت‌های دولتی را بر آن داشت از این ابزار به‌عنوان یکی از روش‌های جذب نقدینگی به‌جای اخذ تسهیلات استفاده کنند.<sup>۲</sup>

جدول ۲. روند انتشار کل اوراق مشارکت<sup>۳</sup> طی سال‌های ۱۳۷۳-۱۳۹۳

(هزار میلیارد ریال)

سال	میزان انتشار	میزان فروش	عملکرد (درصد فروش به انتشار)
۱۳۷۳	۰/۰۷۵	۰/۰۷۵	۱۰۰
۱۳۷۴	۰/۲	۰/۲	۱۰۰
۱۳۷۵	۰/۴	۰/۴	۱۰۰
۱۳۷۶	۲/۵	۲/۵	۹۷
۱۳۷۷	۳/۱	۳/۱	۱۰۰
۱۳۷۸	۲/۵	۲/۴	۹۷
۱۳۷۹	۱۰/۴	۵/۳	۵۱
۱۳۸۰	۱۶/۱	۱۵/۵	۹۷
۱۳۸۱	۲۴/۱	۲۲/۴	۹۳
۱۳۸۲	۲۹/۳	۲۸/۴	۹۷
۱۳۸۳	۴۱/۴	۳۸/۸	۹۴
۱۳۸۴	۳۳/۸	۲۷/۸	۸۲
۱۳۸۵	۴۵/۷	۳۸/۰	۸۳
۱۳۸۶	۷۳/۸	۴۶/۳	۶۳
۱۳۸۷	۱۱/۸	۱۱/۳	۹۶
۱۳۸۸	۱۷/۷	۱۷/۷	۱۰۰

۱. قلیچ، تقوی و خدابخش، ۱۳۹۱.

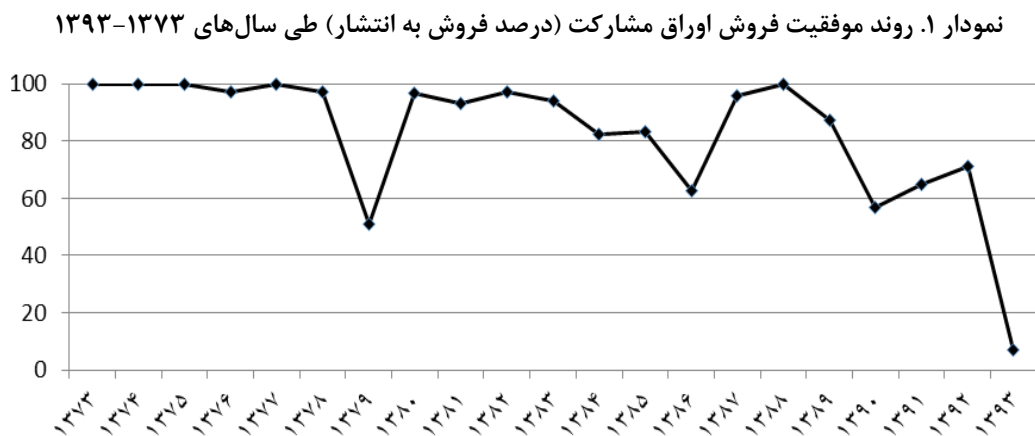
۲. عطیمی، ۱۳۹۴.

۳. منظور از کل اوراق مشارکت مجموع اوراق مشارکت دولتی (بودجه‌ای، غیر بودجه‌ای) و شهرداری‌هاست.

سال	میزان انتشار	میزان فروش	عملکرد (درصد فروش به انتشار)
۱۳۸۹	۱۷۹/۴	۱۵۶/۸	۸۷
۱۳۹۰	۹۲/۲	۵۲/۵	۵۷
۱۳۹۱	۲۲۰/۴	۱۴۳/۴	۶۵
۱۳۹۲	۴۸/۵	۳۴/۵	۷۱
۱۳۹۳	۳۲/۵	۲/۳	۷

مأخذ: تارنمای بانک مرکزی، بخش نشریات و پژوهش‌ها، نشریات ادواری، گزیده آمارهای اقتصادی و بخش بازار سرمایه.

با وجود استقبال خوب از اوراق طی سال‌های اولیه انتشار، همانگونه که در نمودار ۱ ملاحظه می‌شود؛ موفقیت فروش اوراق مشارکت طی سال‌های اخیر نزولی بود که نشان می‌دهد استقبال از اوراق مشارکت نسبت به حجم انتشار این اوراق به مرور زمان کم شده است. به نظر می‌رسد پایین بودن نرخ سود حقیقی اوراق مشارکت (در مقایسه با نرخ تورم) و ممنوعیت بازخرید اوراق مشارکت قبل از سررسید موجود در بسته‌های سیاستی - نظارتی بانک مرکزی در سال‌های گوناگون از دلایل اصلی کاهش در فروش این اوراق محسوب می‌شوند.<sup>۱</sup>



مأخذ: محاسبات محقق.

برابر اطلاعات جدول فوق‌الذکر، در سال ۱۳۸۹ بیشترین فروش اوراق مشارکت رخ داده است و بیشترین افت فروش در سال ۱۳۹۰ رخ داده است.

از مهمترین دلایل عدم استقبال در سال ۱۳۹۰ عبارتند از:

۱. تغییر در سیاستگذاری نحوه عرضه اوراق مشارکت و کاهش درجه نقدشوندگی و حذف قابلیت





انتقال به غیر بدون توجه به ایجاد ساختارهای مناسب در بازار پول و سرمایه T  
۲. وجود شرایط نامساعد اقتصادی و رونق بازارهای سفته بازی (طلا و ارز) و کاهش ارزش ریال،

۳. نبود یک بازار مطمئن استقراض که بتواند نقدینگی سیال را جذب کند.

همچنین بنابر تحقیقات به عمل آمده در ۹ ماهه سال ۱۳۹۴ از ۱۱۰۰۰۰ میلیارد ریال مصوب انتشار اوراق مشارکت و اسناد خزانه اسلامی و صکوک، منابع حاصل از فروش اوراق مشارکت و اسناد خزانه اسلامی و صکوک برابر ۴۰۰۷۵ بوده که ۲۰۰۰۰ میلیارد ریال از عملکرد واگذاری دارایی‌های مالی در مقطع ۹ ماهه سال جاری از محل انتشار اسناد خزانه اسلامی و صکوک و مبلغ ۲۰۰۷۵ میلیارد ریال آن نیز از محل انتشار اوراق مشارکت بوده است که در مجموع نسبت به مصوب نه دوازدهم ۴۸/۶ درصد تحقق یافته است.

### جدول ۳. وضعیت اوراق مشارکت با میزان پیش‌بینی شده در بودجه طی سال‌های ۱۳۸۱-۱۳۹۳

(هزار میلیارد ریال)

سال	پیش‌بینی در بودجه	انتشار از محل بودجه	فروش از محل بودجه	درصد فروش به پیش‌بینی در بودجه
۱۳۸۱	۸	۴/۶	۳/۹	۰/۴۹
۱۳۸۲	۸	۹/۹	۹/۸	۱/۲۳
۱۳۸۳	۱۳/۲	۱۶/۷	۱۵/۶	۱/۱۸
۱۳۸۴	۱۲/۷	۱۱/۷	۱۱/۷	۰/۹۲
۱۳۸۵	۱۸/۴	۱۴/۴	۱۱	۰/۶۰
۱۳۸۶	۴۱	۲۹/۵	۲۱/۱	۰/۵۱
۱۳۸۷	۱۰	۱۱/۸	۱۱/۳	۱/۱۳
۱۳۸۸	۲۰	۱۳/۵	۱۳/۵	۰/۶۸
۱۳۸۹	۱۱۰	۸۹/۴	۸۵/۵	۰/۷۸
۱۳۹۰	۳۵۶	۸۲/۲	۴۱/۳	۰/۱۲
۱۳۹۱	۲۵۰	۱۲۰/۴	۹۶/۵	۰/۳۹
۱۳۹۲	۳۹۲	۱۸/۵	۱۲/۵	۰/۰۳
۱۳۹۳	۲۹۶	۳۲/۵	۲/۳	۰/۰۱

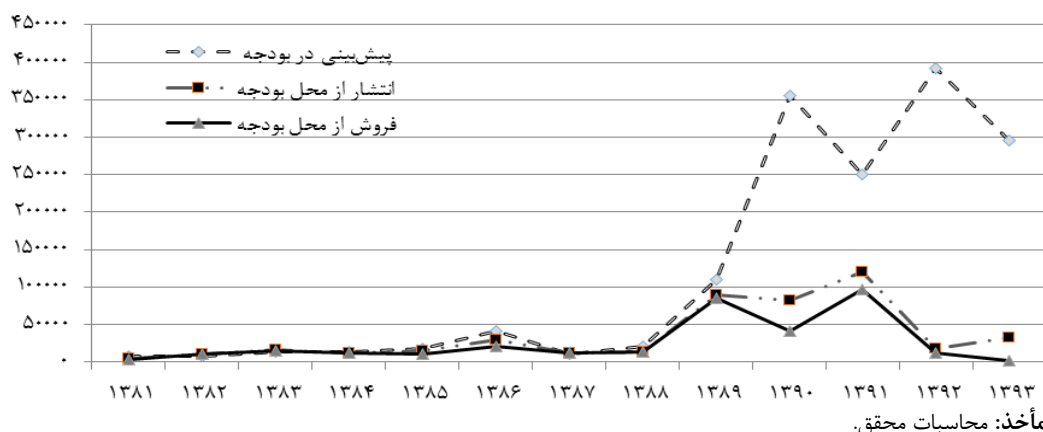
مأخذ: اطلاعات اخذ شده از بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.

\* اعداد جدول فوق میزان انتشار اوراق انتشار یافته و فروش رفته از محل قانون بودجه را نشان می‌دهد و شامل اوراق غیربودجه‌ای نمی‌شود.

\*\* با توجه به عدم دسترسی به آمار عملکرد فروش اوراق مشارکت در سال ۱۳۹۴، میزان فروش اوراق مشارکت به میزان مصوب آن طبق آمار موجود در سایت بانک مرکزی و آمار اخذ شده از وزارت امور اقتصادی و دارایی به صورت خوش‌بینانه بیشتر از ۴۸/۶ درصد نخواهد بود.

\*\*\* لازم به ذکر است میانگین هندسی درصد فروش به پیش‌بینی در بودجه طی سال‌های افت فروش اوراق مشارکت (۱۳۹۰-۱۳۹۳) حدود ۹ درصد بود که نشان از عدم موفقیت در فروش این اوراق دارد.

## نمودار ۲. وضعیت اوراق مشارکت با میزان پیش‌بینی شده در بودجه طی سال‌های ۱۳۸۱-۱۳۹۳



همان‌گونه که در نمودار فوق‌الذکر ملاحظه می‌شود آمار پیش‌بینی اوراق مشارکت در بودجه طی سال‌های ۱۳۸۷-۱۳۹۳ تقریباً رو به رشد بوده ولی میزان انتشار اوراق دارای اختلاف زیادی با آمار پیش‌بینی اوراق مشارکت در بودجه است با توجه به نمودار فوق موارد ذیل قابل استنباط است:

- اولاً بانک مرکزی در کلیه سال‌ها کمتر از سقف مصوب انتشار اوراق مشارکت در قوانین بودجه مجوز انتشار صادر کرده است این امر به دلیل نظارت و ارزیابی این بانک بر وضعیت سوددهی و بازده مورد انتظار طرح‌های متقاضی انتشار اوراق و همچنین مقایسه سود اعلام شده از سوی ناشر و بررسی سود واقعی عملکرد این اوراق توسط بانک مرکزی بوده است در نتیجه برای طرح‌های با بازدهی مورد انتظار پایین مجوز انتشار صادر نشده است.

- ثانیاً با توجه به نمودار فوق، فروش اوراق مشارکت دارای روند مناسبی نبوده و طی سال‌های ۱۳۹۳-۱۳۹۱ نزولی بوده است به عبارتی علیرغم تعدیل سقف انتشار اوراق مشارکت توسط بانک مرکزی، همان میزان نیز در فروش موفقیت کمتری داشته است.

### ۲. بررسی بندهای مربوط به اوراق بهادار در بودجه سال ۱۳۹۵

در بخش واگذاری دارایی‌های مالی لایحه بودجه سال ۱۳۹۵ کل کشور، مبلغ ۲۷۵ هزار میلیارد ریال منابع دولت از محل فروش اسناد خزانه اسلامی و اوراق مشارکت و صکوک اسلامی پیش‌بینی کرده است. از این مبلغ ۵۰ هزار میلیارد ریال فروش اوراق مشارکت برای اجرای طرح‌های عمرانی، ۱۵۰ هزار میلیارد ریال صکوک اسلامی به منظور تسویه مطالبات قطعی اشخاص حقیقی و حقوقی و مبلغ ۷۵ هزار میلیارد ریال فروش اسناد خزانه اسلامی است. مبلغ ۵۰ هزار میلیارد ریال مربوط به منابع حاصل از اوراق مشارکت در بخش تملک دارایی‌های سرمایه‌ای منظور شده است، اما ۱۵۰ هزار میلیارد



ریال صکوک اسلامی که به منظور تسویه بدهی‌های قطعی و مسجل دولت است در بخش تملک دارایی‌های مالی منظور نشده است. بنابراین از آنجایی که این بخش از منابع در بخش تملک دارایی‌ها منعکس نشده است، این تصور وجود دارد که دولت از این منابع برای پوشش کسری خود در بخش منابع استفاده خواهد کرد.

بر این اساس به نظر می‌رسد عدم درج ردیف‌های هزینه‌کرد منابع مذکور درباره بخشی از این منابع به لحاظ قانونی اشکال دارد. عدم درج ردیف‌های هزینه‌کرد منابع مذکور، بدین معناست که دولت می‌خواهد بخشی از کسری اعتبارات هزینه‌های جاری و عمرانی خود را از طریق فروش اوراق صکوک و اسناد خزانه تأمین کند که به نوعی پوشش کسری بودجه دولت است، بر همین اساس است که در سال جاری فروش اوراق صکوک اسلامی در مقایسه با سال قبل (۱۰ هزار میلیارد ریال) ۱۵ برابر شده و به ۱۵۰ هزار میلیارد ریال رسیده است.<sup>۱</sup>

در این بخش ابتدا احکام مربوط به انتشار اوراق بهادار توسط دولت و شرکت‌های دولتی و شهرداری‌ها در لایحه بودجه سال ۱۳۹۵ براساس نوع اوراق و محل مصرف این اوراق و میزان انتشار مصوب آورده شده است.

#### جدول ۴. احکام مربوط به انتشار اوراق بهادار توسط دولت و شرکت‌های دولتی و شهرداری‌ها

(هزار میلیارد ریال)

##### در لایحه بودجه سال ۱۳۹۵

شماره تبصره و بند	ناشر	نوع اوراق	رقم پیشنهادی سال ۱۳۹۵	محل مصرف
بند «ج» تبصره «۱»	وزارت نفت از طریق - شرکت‌های دولتی تابعه ذیربط	اوراق مشارکت ارزی - ریالی	۵۰	سرمایه‌گذاری در طرح‌های نفت و گاز با اولویت میداین مشترک
بند «الف» تبصره «۵»	شرکت‌های وابسته و تابعه وزارتخانه‌های نیرو، نفت، راه و شهرسازی، ورزش و جوانان، دفاع و پشتیبانی نیروهای مسلح، ارتباطات و فناوری اطلاعات، صنعت، معدن و تجارت و جهاد کشاورزی و سازمان انرژی اتمی	اوراق مشارکت ریالی و یا صکوک اسلامی	۱۰۰	طرح‌های انتفاعی دارای توجیه فنی، اقتصادی و مالی
بند «ب» تبصره «۵»	دولت	اوراق مشارکت ریالی	۵۰	طرح‌های انتفاعی دارای توجیه فنی، اقتصادی و مالی (طرح‌های تملک دارایی‌های سرمایه‌ای نیمه‌تمام مندرج در پیوست (۱))

۱. بررسی لایحه بودجه سال ۱۳۹۵ کل کشور، ۱. نکات مهم و محورهای تصمیم‌گیری، دفتر مطالعات بخش عمومی مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، بهمن‌ماه ۱۳۹۴.

شماره تبصره و بند	ناشر	نوع اوراق	رقم پیشنهادی سال ۱۳۹۵	محل مصرف
بند «د» تبصره «۵»	شهرداری‌های کشور و سازمان‌های وابسته	اوراق مشارکت و صکوک اسلامی	۷۰	اختصاص حداقل ۵۰ درصد این اوراق به طرح‌های قطار شهری
بند «ه» تبصره «۵»	دولت	اسناد خزانه اسلامی	۷۵	تسویه بدهی مسجل خود بابت طرح‌های تملک دارایی‌های سرمایه‌ای و مابه‌التفاوت قیمت تمام شده برق و آب با قیمت تکلیفی فروش آن در سنوات قبل به شرکت‌های برق و آب
بند «و» تبصره «۵»	دولت	اوراق تسویه خزانه	نامشخص	تسویه بدهی‌های قطعی خود به اشخاص حقیقی و حقوقی تعاونی و خصوصی
تبصره «۱۶»	دولت	اوراق اسلامی	دو برابر مجوزهای مندرج در لایحه بودجه ۱۳۹۵	تسریع در اجرای سیاست‌های کلی اقتصاد مقاومتی به‌منظور تأمین اعتبار مورد نیاز پروژه‌های مصوب ستاد فرماندهی اقتصاد مقاومتی
بند «د» تبصره «۱۸»	بانک مسکن مستقلاً و یا با مشارکت صندوق توسعه ملی	اوراق بهادار ارزی و ریالی	۵ میلیارد دلار	تأمین مالی ریالی و ارزی مورد نیاز طرح‌های توسعه‌ای که دارای توجیه فنی، اقتصادی و مالی در زیرساخت ناوگان و تجهیزات شقوق مختلف حمل‌ونقل و مسکن و توسعه شهرهای جدید و عمران و بهسازی شهری
بند «الف» تبصره «۲۰»	دولت	اوراق مالی اسلامی	نامشخص	نامشخص
مجموع اوراق بهادار منتشره توسط دولت و شرکت‌های دولتی			۲۷۵	
مجموع کل اوراق منتشره توسط دولت و شرکت‌های دولتی و شهرداری‌ها			۳۴۵	

بعد از بررسی موارد مربوط به اوراق مختلف اسلامی در لایحه بودجه سال ۱۳۹۵، به‌نظر می‌رسد مقایسه میزان انتشار این اوراق در لایحه با عملکرد قانون بودجه سال ۱۳۹۴ نیز مفید باشد.



### جدول ۵. مقایسه وضعیت اوراق بهادار در لایحه بودجه سال ۱۳۹۵ و قانون بودجه سال ۱۳۹۴

(هزار میلیارد ریال، درصد)

رشد لایحه به ۱۳۹۵ قانون ۱۳۹۴	۱۳۹۵	۱۳۹۴			عنوان
	لایحه بودجه	درصد عملکرد ۹ ماهه نسبت به مصوب نه دوازدهم	عملکرد ۹ ماهه	قانون بودجه	
۱۵۰	۲۷۵	۴۸/۶	۴۰/۰۷۵	۱۱۰	فروش اوراق مشارکت و اسناد خزانه و صکوک

مآخذ: قانون بودجه سال ۱۳۹۴ و لایحه بودجه سال ۱۳۹۵.

### ۳. مشکلات پیش روی انتشار اوراق

اگرچه اوراق مشارکت و اوراق مشابه، در تئوری اقتصادی دارای کارکردهای شناخته شده می باشند، اما مسئله اصلی انتشار این اوراق در مقام اقدام می باشد. لذا در این بخش به مشکلات ناظر بر اجرا در ارتباط با انتشار اوراق، به صورت گذرا پرداخته خواهد شد.

گرچه مقررات و آیین نامه هایی برای نظارت بر انتشار اوراق مشارکت وجود دارد، اما به نظر می رسد که هنوز مسائل فنی انتشار اوراق مشارکت همانند اینکه مبلغ، نحوه فروش، ابعاد اجرایی کار و اینکه چه کسی بر جریان های اجرایی آن نظارت خواهد کرد و همچنین روش های برآورد نرخ سود و تعیین سودآوری اوراق، ضوابط تعدیل سود و تعهد خرید، به طور کامل برای عموم مشخص نشده است. همچنین انجام مطالعات فنی و مالی طرح ها، روابط فنی، مالی و حقوقی سرمایه گذاران با مجریان و بهره برداران طرح ها و امکان تبدیل اوراق مشارکت به اسناد مالکیت و موارد مشابه در مقام عمل دارای ابهام و پیچیدگی می باشد.<sup>۱</sup>

#### ۳-۱. حجم بالای اوراق و نبود ظرفیت اقتصادی برای فروش اوراق

کارشناسان اقتصادی همواره در سال های گذشته نسبت به برنامه ریزی برای انتشار بیش از حد اوراق، هشدار داده اند.<sup>۲</sup> همان گونه که در بخش قبل بیان شد، درصد تحقق فروش اوراق کاملاً نزولی بوده و می توان علل متعددی را برای این مسئله بیان نمود. به نظر می رسد جذابیت دیگر بازارها و یا انتشار بیش از حد این اوراق از این علت ها باشد. اما به طور عمده یکی از علل اقبال کم نسبت به این اوراق در دو سال گذشته را شاید بتوان نرخ بالای سود حقیقی بانکی دانست؛ لذا حجم بالای نسبی این اوراق و

۱. شناسایی ابزارهای مالی کاربرپذیر در بازار سرمایه ایران، اسفندماه ۱۳۷۷، به آدرس:

[http://imps.ac.ir/uploads/1\\_21\\_03\\_8.pdf](http://imps.ac.ir/uploads/1_21_03_8.pdf)

۲. برای مثال مرکز پژوهش های مجلس در گزارش خود در سال گذشته درباره لایحه پیشنهادی بودجه سال ۱۳۹۴ بر این مسئله که اوراقی که برای فروش در نظر گرفته شده است دارای بیش برآورد می باشد، تأکید کرده است.

افزایش نرخ حقیقی سود بانکی در اقتصاد، منطقاً موجب عدم فروش واقعی و این مسئله در نهایت منجر به کسری بودجه و مشکلات ناشی از آن خواهد شد. این مسئله با توجه به رشد حدود ۱۵۰ درصدی میزان پیشنهادی اوراق و سهم ۱۰ درصدی این اوراق از منابع عمومی در سال ۱۳۹۵ اهمیت بیشتری نیز پیدا خواهد کرد.

در قانون بودجه سال ۱۳۹۴ درآمد ناشی از فروش اوراق مشارکت و اسناد خزانه و صکوک اسلامی برابر ۱۱۰ هزار میلیارد ریال بود که این رقم در لایحه پیشنهادی بودجه سال ۱۳۹۵ برابر ۲۷۵ هزار میلیارد ریال شده است. نسبت منابع حاصل از فروش اوراق بهادار به منابع عمومی دولت در قانون بودجه سال ۱۳۹۴ برابر ۵ درصد و در لایحه پیشنهادی بودجه سال ۱۳۹۵ برابر ۱۰ درصد شده است. بنابراین این نسبت اوراق مذکور در سال ۱۳۹۵ نسبت به سال ۱۳۹۴ دو برابر رشد کرده است که رشد بالایی به شمار می‌رود. لذا انتظار فروش این مقدار اوراق بسیار بعید به نظر می‌رسد.

#### جدول ۶. وضعیت منابع حاصل از فروش اوراق بهادار در مقایسه با منابع عمومی

(هزار میلیارد ریال، درصد)

دولت در سال‌های ۱۳۹۴ و ۱۳۹۵

سال	منابع عمومی دولت	منابع حاصل از فروش اوراق مشارکت و اسناد خزانه اسلامی و صکوک	نسبت منابع حاصل از فروش اوراق بهادار به منابع عمومی دولت (درصد)
۱۳۹۴	۲۳۶۳	۱۱۰	۵
۱۳۹۵	۲۶۷۴	۲۷۵	۱۰

مآخذ: همان.

#### ۳-۲. عدم تبیین و بررسی دقیق انتفاعی بودن

براساس قانون اوراق مشارکت، اوراق مشارکت برای طرح‌های عمرانی دولت، که انتفاعی هستند منتشر و عرضه می‌شود. به استناد مفاد آیین‌نامه اجرایی قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت، منظور از طرح انتفاعی، طرحی است که فایده‌های ناشی از آن، قابل فروش و قابل تبدیل به پول باشد. از این جهت، انتفاعی بودن طرح‌های دولتی با ابهام روبرو خواهد بود.<sup>۱</sup> در همین راستا یکی از تقسیمات اوراق مشارکت که برای انتشار مصوب می‌شوند، تقسیم اوراق مشارکتی به اوراق مشارکتی «دولتی - بودجه‌ای»<sup>۲</sup> و اوراق مشارکت «دولتی-غیربودجه‌ای»<sup>۳</sup> است. به نظر می‌رسد از نظر انتفاعی بودن، بتوان اوراق مشارکت غیربودجه‌ای را از نظر کارکرد واقعی‌تر و به نسبت بیشتر در جهت سرمایه‌گذاری دانست. لذا توصیه می‌شود، تکیه بر این اوراق بیشتر باشد.

۱. مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، ۱۳۹۳.

۲. اوراق مشارکتی که در قوانین بودجه سالانه بازپرداخت اصل و سود آنها پیش‌بینی می‌شود.

۳. اوراق مشارکتی که بازپرداخت اصل و سود آنها از محل منابع داخلی شرکت‌های استفاده‌کننده تأمین می‌شود.



۳-۳. نظارت ناقص بانک مرکزی، سازمان حسابرسی و سازمان بورس بر اوراق منتشره: متأسفانه در برخی موارد، بانک مرکزی و یا مقامات ناظر دیگر نظارت کافی و صحیحی بر بکارگیری عقود مشارکت و یا عقود مشابه ندارند. و این مسئله منجر به عدم کارکرد صحیح این عقود می‌شود. همچنین سازمان حسابرسی در عمده موارد به‌عنوان امین اوراق منتشره انتخاب شده است؛ اما به‌نظر می‌رسد شفافیت مورد انتظار ایجاد نشده است. همچنین در برخی موارد نیز این سازمان نظر مشروط صادر نموده و یا به‌علت برخی از محدودیت‌ها اظهارنظر ننموده است.<sup>۱</sup> در این میان به‌نظر می‌رسد بسیاری از اوراق مشارکت به فروش رفته در سال ۱۳۹۴، در جهت تسویه بدهی شرکت‌های طلبکار و جهت سرمایه‌گذاری برخی شرکت‌ها، فروخته شده است.<sup>۲</sup>

در ایران، با تصویب قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت در سال ۱۳۷۶، به انواع اشخاص حقوقی عمومی و خصوصی اجازه داده شده تا از طریق انتشار این اوراق به تأمین مالی فعالیت‌های خود اقدام کنند. با تصویب قانون بازار اوراق بهادار در سال ۱۳۸۴ و واگذاری برخی صلاحیت‌های بانک مرکزی در بررسی طرح‌های توجیهی شرکت‌های دولتی و شهرداری‌ها به سازمان بورس از یک طرف و معافیت بخشی از اشخاص حقوق عمومی و خصوصی از طرف دیگر، گونه‌ای ابهام در نظارت بر انتشار این اوراق به‌وجود آمد. بنابراین یکی از مشکلات، ابهامات، پیچیدگی‌ها و نواقص قانونی ناظر به انتشار این اوراق است. این موضوع، تداخل صلاحیت‌های دو نهاد ناظر بر بازارهای پول و سرمایه یعنی بانک مرکزی و سازمان بورس را سبب شده است. لذا لازم است مواد (۳) و (۴) از قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت و مواد (۲۶) و (۲۷) قانون بازار اوراق بهادار به‌گونه‌ای اصلاح شوند که مرز صلاحیت هر یک از این دو نهاد را مشخص کند.

همچنین در ارتباط با اوراق خزانه اسلامی، ناظر انتشار این اوراق، باید مشخص شود. تعریف اسناد خزانه اسلامی با بند «۲۴» ماده (۱) قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴<sup>۳</sup> تطبیق دارد و به‌موجب ماده (۲۰)<sup>۴</sup> همین قانون عرضه عمومی اوراق بهادار در بازار اولیه، نیازمند ثبت آن نزد سازمان بورس و اوراق بهادار است، لذا به‌نظر می‌رسد که آیین‌نامه اجرایی بند «ط» تبصره «۶» قانون بودجه سال ۱۳۹۴ که پیش از این نیز در سال‌های ۱۳۹۲ و ۱۳۹۳ اجرایی شده است و در مقام اجرا سبب انتشار اسناد خزانه اسلامی بدون نظارت سازمان بورس و اوراق بهادار شده و با قانون بازار اوراق بهادار مغایرت داشته باشد.

بنابراین اصولاً اسناد خزانه اسلامی باید نزد سازمان بورس و اوراق بهادار به ثبت برسد، مگر اینکه شورای عالی بورس به استناد اختیاری که در بند «۵» ماده (۲۷) به آن داده شده، این اسناد را معاف

۱. مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، ۱۳۹۰.

۲. این اظهار نظر، با توجه به اظهارنظر برخی کارشناسان بانک مرکزی به‌دست آمده است.

۳. بند «۲۴» - اوراق بهادار: هر نوع ورقه یا مستندی است که متضمن حقوق مالی قابل نقل و انتقال برای مالک عین و یا منفعت آن باشد. «شورا»، اوراق بهادار قابل معامله را تعیین و اعلام خواهد کرد. مفهوم ابرار مالی و اوراق بهادار در متن این قانون، معادل هم در نظر گرفته شده است.

۴. ماده (۲۰) - «عرضه عمومی» اوراق بهادار در «بازار اولیه» منوط به ثبت آن نزد «سازمان» با رعایت مقررات این قانون می‌باشد و «عرضه عمومی» اوراق بهادار به هر طریق بدون رعایت مفاد این قانون ممنوع است.

از ثبت بداند. برای مثال این شورا در خردادماه ۱۳۹۳، انتشار اسناد خزانه را از ثبت در بورس معاف کرده است.

#### ۴-۳. عدم شفافیت در سرمایه‌گذاری و انتشار اوراق

تجربه انتشار اوراق در برخی سال‌ها، به‌علت عدم تهیه و ارائه به‌موقع صورت‌های مالی طرح‌های موضوع اوراق مشارکت، از طرف دستگاه‌های صادرکننده اوراق و تعداد بسیار کم گزارش‌های صادر شده که البته در برخی موارد دارای اشکالات فراوان نیز بوده است، تجربه‌ای مبهم و فاقد شفافیت است.<sup>۱</sup> همچنین در لایحه بودجه سال ۱۳۹۵ در بخش پیوست طرح‌های عمرانی لایحه بودجه مشخص نشده است که چه طرح‌هایی قرار است از محل فروش اوراق مشارکت، خزانه اسلامی و یا صکوک تأمین مالی شود و این مسئله نیز خود نوعی عدم شفافیت در مرحله نتیجه می‌باشد؛ به‌علاوه اینکه مکانیسم تعیین سود پروژه‌هایی که اوراق مشارکت جهت تأمین مالی آنها منتشر شده است نیز شفاف نیست.<sup>۲</sup> از طرف دیگر، به‌علت عدم رعایت برنامه زمانبندی در برخی پروژه‌ها، سررسید اوراق منتشر شده، قبل از اتمام پروژه فرا می‌رسد و از این جهت نیز نحوه محاسبه سود اوراق مشارکت مبهم خواهد بود.<sup>۳</sup> همچنین در بسیاری موارد، اوراق مشارکت منتشره به‌صورت صوری خریدوفروش شده و یا در موارد مربوط به قرارداد به‌کار گرفته نمی‌شوند. اینگونه موارد علاوه بر عدم شفافیت، منجر به مشکلات شرعی و یا شبه‌ریبوی بودن نیز خواهد شد.

#### ۵-۳. خطر تسویه اوراق قبلی با اوراق فعلی

آنچه در بیشتر موارد و در عمل درباره اوراق اتفاق می‌افتد آن است که عده‌ای در مقابل اسکناس در جیب خود سود دریافت می‌کنند و در پایان نیز این اوراق به مطالبات بانک‌های دولتی از دستگاه‌های اجرایی تبدیل می‌شود به‌طوری که در حال حاضر بخش عمده‌ای از بدهی دولت به سیستم بانکی بابت اصل و سود اوراق بهادار منتشر شده قبلی است.<sup>۴</sup> پرداخت سود احتمالی اوراق مشارکت از منابع از فروش اوراق جدید مخالف متن ماده (۴) آیین‌نامه اجرایی قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت (مصوب ۱۳۷۷/۵/۱۸ هیئت وزیران) می‌باشد؛ براساس این قانون، مصرف وجوه حاصل از واگذاری اوراق مشارکت در غیراجرای طرح‌های مربوط، در حکم تصرف غیر قانونی در وجوه و اموال عمومی محسوب خواهد شد.<sup>۵</sup>

۱. مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، ۱۳۹۳.

۲. این مطلب در گزارش مرکز پژوهش‌ها در سال ۱۳۹۲ نیز ذکر شده بود؛ اما علیرغم این مطلب، این عدم شفافیت هنوز نیز به‌چشم می‌خورد.

۳. مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، ۱۳۹۳.

۴. سلامی، ۱۳۹۴.

۵. مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، ۱۳۹۳.





### ۳-۶. فشار بر منابع سیستم بانکی

در حال حاضر، سود اغلب اوراق مشارکتی که در کشور منتشر می‌شود، توسط بانک‌ها و مؤسسات مالی معتبر و یا دولت، تضمین می‌شود.<sup>۱</sup> با توجه به ظرفیت مشخص و محدود بانک‌های تجاری برای پرداخت تسهیلات و وام به بخش‌های خصوصی و متقاضیان عام، تخصیص یافتن این وام‌ها به اوراق مشارکتی که اکثراً توسط نهادهای دولتی و وابسته به دولت انتشار یافته است، علاوه بر اینکه ابتدائاً موجب خروج این منابع از دسترس بخش خصوصی می‌شود<sup>۲</sup> این امر در مرحله بعدی به علت عدم کارکرد صحیح اوراق موجب افزایش بدهی دولت و فشار به سیستم بانکی می‌شود. این مسئله نیز می‌تواند باعث ایجاد مشکلات کلان و ساختاری کشور شود. شواهد موجود حاکی از این است که به دلیل عدم ایفای تعهدات دولت و شرکت‌های دولتی در بازپرداخت اصل و سود این اوراق به بانک‌های عامل، این بانک‌ها و سیستم بانکی تحت فشار قرار می‌گیرند.<sup>۳</sup>

### ۳-۷. افزایش بدهی دولت به شبکه بانکی و افزایش مطالبات غیرجاری بانک‌ها

طبق ترازنامه تلفیقی شبکه بانکی، بدهی‌های دولت به شبکه بانکی عمدتاً ناشی از مطالبات از دولت، اوراق مشارکت دولتی نزد شبکه بانکی و مطالبات از مؤسسات و شرکت‌های دولتی می‌باشند.<sup>۴</sup> طی سال‌ها با انبوهی از اوراق مشارکت سررسید شده مواجه بوده‌اند که ناشران آن اوراق توان پرداخت اصل مبلغ معادل آنها را نداشته‌اند و در واقع بانک‌ها به نیابت از ناشران، اصل و فرع مبلغ اوراق را به خریداران پرداخت کرده‌اند و مبالغ پرداختی به سرفصل مطالبات بانک‌ها از دستگاه‌های ناشر اضافه شده است. یکی از علل افزایش مطالبات معوق شبکه بانکی همین اوراق سررسید شده است.<sup>۵</sup> اوراق مشارکت اگر از سوی مردم خرید شود به معنای جذب نقدینگی از مردم است و اثر ضدتورمی دارد، اما اگر توسط بانک‌ها خریداری شود به معنای بلوکه شدن نقدینگی و خارج شدن از دور مبادلات است و در نتیجه بانک‌ها منابع کمتری برای ارائه تسهیلات خواهند داشت.<sup>۶</sup>

بررسی‌ها نشان می‌دهد که تا پایان بهار سال ۱۳۹۴ دولت مرکزی حدود ۲ هزار میلیارد تومان و شرکت‌های دولتی و شهرداری‌ها نیز حدود ۲۰ هزار میلیارد تومان بابت اوراق مشارکت سررسید و تسویه شده به شبکه بانکی بدهکار هستند.

در جدول ۷ مانده اوراق مشارکت دولتی نزد برخی بانک‌های بزرگ کشور در پایان سال ۱۳۹۳ آورده شده است. همانگونه که ملاحظه می‌شود؛ مانده اوراق مشارکت دولتی نزد برخی بانک‌های بزرگ

۱. معصومه عباسی و علی ولی‌پور، نقش اوراق مشارکت در اقتصاد.

۲. مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، ۱۳۹۳.

۳. همان، ۱۳۹۲.

۴. قضاوی و بارمحمدی، ۱۳۸۹.

5. <http://khabaronline.ir/detail/۴۰۰۸۶۴/E2/530economy/macroeconomics>

۶. معصومه عباسی و علی ولی‌پور، نقش اوراق مشارکت در اقتصاد.

در پایان سال ۱۳۹۳ بیش از ۲۵ هزار میلیارد تومان می‌باشد که رقم قابل توجهی می‌باشد. قابل توجه است که در سال ۱۳۹۴ نیز حجمی معادل ۱۳۲ هزار میلیارد ریال اوراق مشارکت ریالی و ۱/۵ میلیارد یورو اوراق ارزی سررسید می‌شود.<sup>۱</sup>

### جدول ۷. مانده اوراق مشارکت دولتی نزد برخی بانک‌های بزرگ در پایان سال ۱۳۹۳

(هزار میلیارد ریال)

سهم مانده اوراق مشارکت به مطالبات از دولت	مطالبات از دولت	مانده اوراق مشارکت دولتی در سال ۱۳۹۳ (میلیارد ریال)	بانک
۰/۰۱	۱۸/۵	۰/۱	بانک سپه
۰/۱۶	۱۳۱/۴	۲۱/۰	بانک ملی ایران <sup>۲</sup>
۱/۱۸	۱۱۵/۶	۱۳۶/۹	بانک مسکن <sup>۳</sup>
۰/۲۶	۱۱۹/۹	۳۱/۰	بانک تجارت
۰/۳۹	۸۲/۹	۳۲/۰	بانک صادرات ایران
۰/۱۳	۸/۷	۱/۲	بانک رفاه کارگران
۰/۵۱	۵۳۰/۲	۴۲۷/۲	بانک ملت
	۵۳۰/۲	۲۴۹/۴	جمع

مأخذ: ترازنامه حسابرسی شده بانک‌ها در پایان سال ۱۳۹۳.

همانگونه که مشاهده می‌شود میانگین حسابی سهم مانده اوراق مشارکت به مطالبات از دولت نزد برخی بانک‌های بزرگ در پایان سال ۱۳۹۳ برابر ۳۷ درصد بوده است. بنابراین می‌توان عنوان کرد:

- این نسبت‌ها نمایانگر سهم بالایی از مانده اوراق مشارکت دولتی نزد برخی بانک‌های بزرگ به کل مطالبات این بانک‌ها از دولت است.
- با توجه به آمار فوق‌الذکر، دولت اقدام به بازپرداخت بدهی خود به بانک‌های مذکور نکرده است. بنابراین می‌توان مانده این اوراق را به نوعی مطالبات بانک‌ها از دولت تلقی کرد.

**در این شرایط منطقی‌اً باید حداقل به اندازه ۳۷ درصد به حجم مطالبات بانک‌های بزرگ**

**منتخب کشور از دولت اضافه شود.**

۱. فرشید عظیمی، ۱۳۹۴.  
 ۲. این رقم برای سال ۱۳۹۲ استخراج شده است و فرض بر این است که این رقم در سال ۱۳۹۳ بدون تغییر باقی مانده است.  
 ۳. این رقم مجموع بازخرید اوراق مشارکت سه و چهارساله منتشره فروش رفته و اوراق طرح مسکن مهر در سال‌های ۱۳۹۲ و ۱۳۹۳ است.  
 ۴. براساس آمار اخذ شده از بانک ملت، این بانک در پایان سال ۱۳۹۳ دارای ۸۰۰ میلیون یورو اوراق مشارکت ارزی سررسید شده بوده که دولت آنها را تسویه نکرده است و این در ترازنامه بانک موجود نیست. بنابراین این احتمال و ریسک وجود دارد که سایر بانک‌ها نیز دارای چنین وضعیتی باشند که در ترازنامه بانک‌ها وارد نمی‌شود. لازم به ذکر است برای تبدیل این بدهی به ریال از کمترین نرخ یورو در سال ۱۳۹۳ (برابر ۳۴,۰۰۰ ریال) استفاده شده است.



### ۸-۳. چسبندگی نرخ سود بانکی و ایجاد احتمالی بحران

علیرغم کاهش تورم نقطه به نقطه پس از خردادماه ۱۳۹۲ و توسل بانک مرکزی به ابزارهای تنبیهی جهت کاهش نرخ سود سپرده‌های بانکی در سال‌های ۱۳۹۳ و ۱۳۹۴، نرخ‌های رسمی سود، به‌طور عمده به‌علت کمبود نقدینگی و افزایش بیش از حد مطالبات غیرجاری، همچنان بالاتر از نرخ‌های پیش از خردادماه ۱۳۹۲ می‌باشد. لذا مشکل اعسار و ورشکستگی غیررسمی نهادهای مذکور در نظام پولی و مالی می‌تواند به تهدید عمیقی برای ثبات مالی<sup>۱</sup> در اقتصاد کشور تبدیل شود و مانع احیای رونق در بخش حقیقی اقتصاد شود<sup>۲</sup> و این درحالی است که نرخ سود بانک‌ها نسبت به تورم بالا بوده و در بخش حقیقی چنین بازدهی وجود ندارد. لذا اگر اوراق مشارکت و یا اوراق مشابه آن بخواهد در بخش حقیقی اقتصاد سرمایه‌گذاری شود، باید نرخ سود این اوراق کمتر از بخش حقیقی اقتصاد و نرخ بهره‌وری سرمایه باشد<sup>۳</sup> که در این حالت به‌علت سودهای بالاتر بانکی نسبت به نرخ بهره‌وری اقتصاد، فروش این اوراق به‌صورت جدی دارای تردید خواهد بود. در حالت دوم، اگر نرخ سود اوراق بالاتر از نرخ واقعی بهره‌وری اقتصاد باشد، بازپرداخت اصل و سود تضمینی این اوراق نیز با استفاده از بخش حقیقی، قطعاً دچار مشکل بوده و به اجبار باید این اوراق در بخش بازارهای مالی غیرواقعی و حباب‌گونه خرید و فروش شده و این مسئله در شرایط فعلی یعنی حرکت به سمت بحران بانکی و مالی.

### ۹-۳. تشدید کسری بودجه دولتی

انتشار اوراق مشارکت و یا انواع اوراق مشابه دولتی و یا غیردولتی، اگر نتواند کارکرد واقعی خود را انجام دهد، قطعاً منجر به افزایش بدهی دولت و کسری بودجه در سال انتشار و به‌صورت جدی‌تر در سال‌های آینده می‌شود. همچنین انتشار این اوراق با توجه به شرایط فعلی تنها به‌صورت موقت و نه ساختاری کسری بودجه دولت را به‌صورت اسمی -البته در صورت تحقق فروش اوراق- کاهش خواهد داد.

### ۱۰-۳. شبهه ربوی بودن اوراق

مهمترین تفاوت عملیاتی اوراق مشارکت با اوراق قرضه، مشارکت واقعی در پروژه انتفاعی است. از این رو دقت در تحقق این ملاحظه فقهی، بسیار مهم خواهد بود.<sup>۴</sup> یکی از مشکلات اوراق مشارکت این است که آیا به‌راستی می‌توان گفت که سود این اوراق قطعی نیست و علی‌الحساب است؟ و آیا سود پرداخت شده این اوراق دقیقاً برابر آن چیزی است که اعلام می‌شود و هیچ‌گاه کمتر یا بیشتر از آن

1. financial stability

۲. مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، ۱۳۹۴.

۳. از آنجا که سهمی از سود اوراق صرف هزینه‌های چاپ، عاملیت و موارد دیگر می‌شود، لذا حداکثر نرخ سود خالص برای خریداران اوراق، باید کمتر از نرخ بهره‌وری سرمایه در اقتصاد باشد.

۴. مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، ۱۳۹۲.

مقدار نمی‌شود؟ این موارد می‌تواند شبیه ربوی بودن این اوراق را دامن زند.<sup>۱</sup> بنابراین اگرچه اوراق مشارکت از نظر برخی کاملاً شرعی است اما با نگاهی به عملکرد واقعی این اوراق به نظر می‌رسد به صورت کلی و کلان، کارکرد این اوراق با اوراق قرضه تفاوتی ندارد.

#### ۴. اظهار نظر کارشناسی در مورد تبصره‌های مرتبط با انتشار اوراق در لایحه بودجه

در جدول ۸ اظهار نظر کارشناسی و پیشنهادها در مورد تبصره‌ها و بندهای مرتبط با انتشار اوراق بهادار در لایحه بودجه سال ۱۳۹۵ آورده شده است.

#### مبانی نظری اظهار نظر کارشناسی

۱. با توجه به جدول ۳ و با توجه به اوضاع کلان اقتصاد از سال ۱۳۹۰ تا به حال و همچنین افت شدید عملکرد فروش اوراق مشارکت نسبت به مصوب آن بودجه از سال ۱۳۹۰، لذا میانگین فروش اوراق به مصوب طی دوره ۱۳۹۰-۱۳۹۴ مد نظر قرار گرفته است. میانگین هندسی این چهار سال حدود ۹ درصد بوده است.

۲. میزان فروش اوراق مشارکت به میزان مصوب آن طبق آمار موجود در سایت بانک مرکزی برای ۱۰ ماهه حدود ۴۰ درصد و طبق آمار اخذ شده از وزارت امور اقتصادی و دارایی، میزان فروش اوراق مشارکت و خزانه نسبت به مصوب نه‌دوازدهم در حدود ۴۸/۶ بوده است. بنابراین براساس آمار موجود به صورت خوش بینانه به نظر می‌رسد میزان فروش این اوراق بیشتر از ۴۸/۶ درصد نخواهد بود.

۳. همچنین با توجه به اینکه میزان قابل توجهی از همین عملکرد نیز مربوط به اوراق مشارکت فروش نرفته از سال ۱۳۹۳ می‌باشد لذا حتی در مورد اینکه این میزان اوراق از بودجه ۱۳۹۴ محاسبه شود جای تردید دارد.

۴. اوراق خزانه با توجه به کارکرد تسویه بدهی خود؛ نیازی به بازار فروش ندارد و پیمانکاران و دیگر طلبکاران دولتی در بسیاری موارد مجبور به خرید آن هستند. لذا نمی‌توان فروش اوراق خزانه را نشان‌دهنده تقاضای بازار دانست.

۵. متأسفانه در بسیاری از موارد اوراق کارکرد واقعی نداشته و عملاً منجر به تعویق بدهی دولت می‌گردند. حتی در برخی از موارد اوراق مشارکت نیز دارای چنین وضعیتی می‌باشند.

۶. متأسفانه آمار عملکرد صکوک در گزارش‌های منتشر شده موجود نیست لذا براساس نظر کارشناسان میزان عملکرد این اوراق حدود صفر بوده است.



### نتیجه‌گیری

با توجه به موارد فوق‌الذکر و با فرض اینکه وضعیت کلان اقتصادی و نرخ‌های سود اوراق، دارای روند سال‌های گذشته باشد<sup>۱</sup> و با توجه به میزان فروش اوراق مشارکت که نمایانگر تقاضای بازار در این زمینه می‌باشد، اگر فرض ثبات نسبت فروش اوراق دولتی به کل بودجه عمومی دولت باشد، به‌صورت خوشبینانه می‌توان عنوان کرد؛ میزان فروش این اوراق نیز باید همانند بودجه عمومی دولت برای سال ۱۳۹۵ در مقایسه با سال ۱۳۹۴ بیست درصد رشد کند.<sup>۲</sup> لذا برای سال ۱۳۹۵، کل اوراق دولتی بودجه‌ای نهایتاً باید تا سقف ۶۶ هزار میلیارد ریال<sup>۳</sup> و یا در حدود ۲۴ درصد مصوب و منتشر شود.

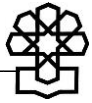
#### ۱. اظهار نظر کارشناسی در جداول تبصره‌ها:

---

۱. همانطور که در مباحث نظری آمده است اگر نرخ این اوراق بالاتر از نرخ سود بانکی باشد، این مسئله موجب افزایش چسبندگی نرخ سود بانکی و آثار نامناسب این امر خواهد شد.  
۲. لازم به ذکر است رشد بودجه عمومی نسبت به سال گذشته در حدود ۱۹ درصد می‌باشد که این رشد در حدود ۲۰ درصد لحاظ شده است.  
۳. اگر میزان مصوب کل اوراق دولت در سال گذشته ۱۱۰ هزار میلیارد ریال باشد؛ این میزان با ضریب عملکرد ۴۸ درصد و رشد ۲۰ درصدی، برابر حدود ۶۶ هزار میلیارد ریال خواهد بود. لذا با توجه به رشد ۱۵۰ درصدی اوراق در لایحه بودجه سال ۱۳۹۵، ضریب عملکرد برابر:  $(\frac{48}{100} * \frac{4}{1})$ ، در حدود ۲۴/۰ خواهد بود. بنابراین لازم است اوراق دولتی بودجه‌ای سال ۱۳۹۵ با ضریب ۲۴/۰ تعدیل گردد.

## جدول ۸. اظهار نظر کارشناسی و پیشنهادها در مورد تبصره‌های مرتبط با انتشار اوراق بهادار در لایحه بودجه سال ۱۳۹۵ کل کشور

بند - تبصره	تطبیق با سیاست‌های کلی نظام و قوانین دائمی	اظهار نظر کارشناسی و پیشنهادها
<p><b>بند «ج» تبصره «۱»</b> - به وزارت نفت از طریق شرکت دولتی تابعه ذیربط اجازه داده می‌شود با تصویب شورای اقتصاد به منظور سرمایه‌گذاری در طرح‌های نفت و گاز با اولویت میادین مشترک نسبت به انتشار اوراق مشارکت ارزی - ریالی از طریق بازار سرمایه در سقف پنجاه هزار میلیارد (۵۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰) ریال با تضمین بازپرداخت اصل و سود این اوراق توسط وزارت نفت از محل افزایش تولید میادین مذکور نسبت به ارقام مصوب همان سال اقدام کند.</p>	<p>این بند در مطابقت با اهداف بند «۱۴» سیاست‌های کلی اقتصاد مقاومتی است که بر اهمیت حفظ و توسعه ظرفیت‌های تولید نفت و گاز، بویژه در میادین مشترک تأکید می‌کند.</p> <p>بند «ج» تبصره «۱» در مطابقت با اهداف بند «۲۸» سیاست‌های کلی برنامه ششم توسعه است که به حوزه‌های راهبردی صنعتی (از قبیل صنایع نفت، گاز، پتروشیمی، حمل‌ونقل، مواد پیشرفته، ساختمان، فناوری اطلاعات و ارتباطات، هوافضا، دریا، آب و کشاورزی) و افزایش ضریب نفوذ فناوری‌های پیشرفته در آنها، اولویت می‌دهد.</p>	<p>۱. با توجه به اینکه این بند از تبصره و رقم پیشنهادی مربوط به آن در قانون بودجه سال ۱۳۹۴ تکرار شده است. بنابراین با فرض رعایت میزان مصوب سال قبل، حداکثر این میزان انتشار مورد تأیید است.</p> <p>۲. از آنجایی که بانک مرکزی براساس بند «ج» ماده (۱۱) قانون پولی و بانکی کشور مسئول تنظیم سیاست‌های ارزی کشور می‌باشد. لازم است به منظور جلوگیری از عدم تعادل بازار ارزی، در اعطای مجوز انتشار اوراق مشارکت ارزی به صورت مستقل عمل کند، لذا باید موضوع انتشار اوراق مشارکت ارزی از طریق بازار سرمایه مورد بررسی و تجدیدنظر قرار گیرد. همچنین با توجه به ماده (۲۵) قانون رفع موانع تولید و ارتقای نظام مالی کشور مبنی بر اعطای مجوز انتشار اوراق مشارکت شرکت‌های دولتی توسط سازمان بورس و اوراق بهادار، این سازمان مجوز انتشار اوراق مشارکت ریالی را صادر کند. بنابراین عبارت <b>«با مجوز بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران»</b> پس از عبارت انتشار اوراق مشارکت ارزی اضافه شود و عبارت <b>«با مجوز سازمان بورس و اوراق بهادار»</b> پس از کلمه «ریالی» حفظ شود.</p>
<p><b>کلیت تبصره «۵»</b></p>	<p>به طور کلی تبصره «۵» لایحه بودجه سال ۱۳۹۵ به دلیل اینکه بر انتشار انواع اوراق بهادار اسلامی برای تأمین مالی طرح‌های اقتصادی دارای توجیه فنی و اقتصادی و مالی تأکید می‌ورزد. بنابراین می‌توان عنوان نمود که این تبصره در مطابقت با اهداف بند «۹» سیاست‌های کلی اقتصاد مقاومتی مبتنی بر اصلاح و تقویت همه‌جانبه نظام مالی کشور با هدف پاسخگویی به نیازهای اقتصاد ملی، ایجاد ثبات در اقتصاد ملی و پیشگامی در تقویت بخش واقعی و بند «۵»</p>	<p>۱. موضوع تنظیم و تدوین آیین‌نامه اجرایی نحوه واگذاری، بازخرید و بازپرداخت اصل و سود اوراق مشارکت شرکت‌های دولتی، اوراق دولت و شهرداری‌ها و تعیین سهم هریک از شرکت‌ها که در سال‌های گذشته با همکاری بانک مرکزی، سازمان مدیریت برنامه‌ریزی کشور و وزارت امور اقتصادی و دارایی تهیه و تنظیم شده بود، آورده نشده است.</p> <p>۲. موضوع معافیت مالیاتی اوراق مشارکت و صکوک منتشره در لایحه بودجه سال ۱۳۹۵ براساس ماده (۲۹) قانون رفع موانع تولید پیش‌بینی نگردیده است. می‌توان این موضوع را ناشی از تفسیر ناصحیح بند «۱» ماده (۱) لایحه احکام مورد نیاز اجرایی برنامه ششم توسعه دانست که برقراری هرگونه تخفیف، ترجیح و یا معافیت مالیاتی جدید طی برنامه ششم توسعه را ممنوع نموده است. به عبارت دیگر این معافیت مالیاتی اوراق، مبحث جدیدی نیست که مشمول مفاد بند مذکور شود.</p>

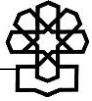


اظهار نظر کارشناسی و پیشنهادهای	تطبيق با سیاست‌های کلی نظام و قوانین دائمی	بند - تبصره
<p>۳. ناظر و جداول زمانبندی این طرح‌ها (زمان انتشار اوراق مربوط به هر طرح به تفکیک، پیش‌بینی درصد فروش، زمان اجرای طرح، فازهای طرح، اتمام طرح و سودآوری، بازپرداخت سود پروژه به خریداران اوراق و گزارش این روند) باید به صورت یک سامانه متمرکز کاملاً مشخص باشد. نظر کارشناسی در ارتباط با میزان انتفاعی بودن طرح‌ها باید مشخص باشد؛ اولویت طرح‌ها باید با طرح‌های زودبازده‌تر و مسئول این اولویت‌بندی باید مشخص شود. همچنین اولویت طرح‌ها باید با مناطق محروم و روستایی باشد.</p> <p>۴. در چند مورد مبالغ محاسبه شده جهت پرداخت سود اوراق، با میزان اوراق پیش‌بینی شده و سود مورد نظر آنها همخوانی ندارد.</p> <p>۵. در ردیف ۳-۶۰۰۰۰۰ بابت پرداخت سود اوراق مشارکت منتشره برای طرح‌های عمرانی دولت مبلغ ۲۰۰۰۰۰۰ میلیون ریال در لایحه بودجه پیش‌بینی شده است که مبلغ در تعهد پرداخت توسط دولت به میزان ۷,۲۰۴,۰۰۰ میلیون ریال می‌باشد.</p> <p>۶. در ردیف ۱۰۲۰۰۰ جزء «۱» مربوط به بازپرداخت اصل اسناد خزانه اسلامی طرح‌های تملک دارایی‌های سرمایه‌ای دولت مبلغ ۱۷,۵۰۰,۰۰۰ میلیون ریال (۱۷۵۰ میلیارد تومان) پیش‌بینی شده است، در صورتی که مبلغ قابل پرداخت توسط دولت به میزان ۵۰,۰۰۰,۰۰۰ میلیون ریال (۵ هزار میلیارد تومان) می‌باشد.</p>	<p>سیاست‌های کلی برنامه ششم توسعه مبتنی بر گسترش و تعمیق نظام جامع تأمین مالی و ابزارهای آن (بازار پول، بازار سرمایه و بیمه‌ها) با مشارکت اشخاص حقیقی و حقوقی داخلی و خارجی و افزایش سهم مؤثر بازار سرمایه در جهت توسعه سرمایه‌گذاری و ثبات و پایداری و کاهش خطرپذیری فعالیت‌های تجاری و اقتصادی کشور با تأکید بر ارتقای شفافیت و سلامت نظام مالی است. علی‌ایحال، باید ایرادات مطرح در این تبصره‌ها مرتفع شود و البته میزان انتشار اوراق بهادار مورد بررسی و تجدیدنظر واقع شود.</p>	
<p>۱. در بند «الف» تبصره «۵»، ذکر عبارت قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت، شاید به این دلیل بوده که اعتباری جدید به قانون سال ۱۳۷۶ ببخشد و صلاحیت بانک مرکزی در بررسی طرح‌های شرکت‌های دولتی و شهرداری‌ها (و سایر دستگاه‌های اجرای موضوع ماده (۴) قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت) را احیا و نقص قانونی مربوطه را برطرف کند.</p> <p>۲. در بند «الف» تبصره «۵»، نحوه مصرف وجوه حاصله از انتشار اوراق مشارکت در مورد هریک از شرکت‌های موضوع تبصره جهت ارزیابی مشخص نیست.</p> <p>۳. عبارت صکوک اسلامی در بند «الف» تبصره «۵»، تعریف مشخصی ندارد.</p> <p>۴. این نوع قانونگذاری که در بند «الف» تبصره «۵» مشاهده می‌شود در واقع محدود کردن</p>	<p>- این تبصره در مطابقت با اهداف بند «۹» سیاست‌های کلی اقتصاد مقاومتی مبتنی بر اصلاح و تقویت همه‌جانبه نظام مالی کشور و بند «۵» سیاست‌های کلی برنامه ششم توسعه مبتنی بر گسترش و تعمیق نظام جامع تأمین مالی و ابزارهای آن (بازار پول، بازار سرمایه و بیمه‌ها) است.</p>	<p><b>بند «الف» تبصره «۵»</b> - به شرکت‌های وابسته و تابعه وزارتخانه‌های نیرو، نفت، راه و شهرسازی، ورزش و جوانان، دفاع و پشتیبانی نیروهای مسلح، ارتباطات و فناوری اطلاعات، صنعت، معدن و تجارت و جهاد کشاورزی و سازمان انرژی اتمی ایران اجازه داده می‌شود با رعایت قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت مصوب ۱۳۷۶/۶/۳۰ تا سقف یکصد هزار میلیارد (۱۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰) ریال برای اجرای طرح‌های انتفاعی دارای توجیه فنی، اقتصادی و مالی خود با اولویت اجرای پروژه‌ها و</p>

اظهاری نظر کارشناسی و پیشنهادهای	تطبیق با سیاست‌های کلی نظام و قوانین دائمی	بند - تبصره
<p>صلاحیت نهادهای مجاز در تصمیم‌گیری این امور در شرکت‌ها است. بنابراین، در صورتی که مجمع عمومی یا شورای عالی<sup>۱</sup> این شرکت‌ها که صلاحیت در تصمیم‌گیری در مورد انتشار اوراق بهادار تعهدزا برای شرکت را دارد، مصرف خاصی برای وجوه حاصله پیش‌بینی کند، این تصمیم مغایر با حکم قانون بودجه بوده و بنابراین اجرایی نخواهد بود.</p> <p>۵. با توجه به اینکه این بند از تبصره و رقم پیشنهادی مربوط به آن در قانون بودجه سال ۱۳۹۴ به صورت مشابه تکرار شده است بنابراین با فرض رعایت میزان مصوب سال قبل، حداکثر این میزان انتشار مورد تأیید است.</p>		<p>طرح‌های میادین نفت و گاز مشترک با همسایگان و مهار آب‌های مرزی، طرح‌های حمل‌ونقل به‌ویژه وسائط نقلیه برقی، طرح‌های آبرسانی و تأمین آب، احداث و تکمیل طرح‌های آب شیرین‌کن، تکمیل شبکه جمع‌آوری و انتقال فاضلاب، تصفیه‌خانه‌های آب و فاضلاب، نیروگاه‌های برقی، شبکه‌های انتقال و توزیع برق، احداث و تکمیل طرح‌های نیمه‌تمام ورزشی، تبدیل گاز به فرآورده‌های شیمیایی و همچنین مناطق محروم و کمتر توسعه‌یافته، اوراق مشارکت ریالی و یا صکوک اسلامی و با رعایت ماده (۸۸) قانون تنظیم بخشی از مقررات مالی دولت و برای طرح‌هایی که به تصویب شورای اقتصاد می‌رسد، با تضمین خود در خصوص اصل و سود، منتشر نمایند.</p>
<p>۱. در بند «ب» تبصره «۵»، تضمین بازپرداخت اصل و سود علی‌الحساب و سود تحقق یافته اوراق مشارکت صادره توسط دولت، به استناد ماده (۳) قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت و همچنین ماده (۷) آیین‌نامه این قانون، باید «از محل اعتبارات ردیف‌های خاصی که توسط سازمان برنامه و بودجه به همین منظور در قوانین بودجه سالیانه کل کشور پیش‌بینی می‌شود به عمل خواهد آمد» انجام شود. بررسی جداول نشان می‌دهد که هزینه‌های مربوط به انتشار این اوراق و همچنین هزینه‌های مربوط به تضمین بازپرداخت سود علی‌الحساب در جداول بودجه وجود ندارد.</p> <p>۲. در بند «ب» تبصره «۵»، به نظر می‌رسد عبارت «به‌منظور اجرای طرح‌های انتفاعی .... و مالی» زائد است، چرا که در قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت استفاده از این منابع را تنها در مورد طرح‌های انتفاعی دولت مجاز دانسته است.</p> <p>۳. در بند «ب» تبصره «۵»، همچنین عبارت «وجوه اخذ شده را .... واریز کند» زائد است.</p>	<p>- این تبصره در مطابقت با اهداف بند «۹» سیاست‌های کلی اقتصاد مقاومتی مبتنی بر اصلاح و تقویت همه‌جانبه نظام مالی کشور و بند «۵» سیاست‌های کلی برنامه ششم توسعه مبتنی بر گسترش و تعمیق نظام جامع تأمین مالی و ابزارهای آن (بازار پول، بازار سرمایه و بیمه‌ها) است.</p>	<p><b>بند «ب» تبصره «۵»</b>- به دولت اجازه داده می‌شود تا مبلغ پنجاه هزار میلیارد (۵۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰) ریال اوراق مشارکت ریالی با تضمین خود با بازپرداخت اصل و سود آن به‌منظور اجرای طرح‌های انتفاعی دارای توجیه فنی، اقتصادی و مالی و طبق قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت منتشر و وجوه اخذ شده را به ردیف شماره ۳۱۰۱۰۲ جدول ۵ این قانون واریز کند. منابع واریزی به طرح‌های تملک‌داری‌های سرمایه‌ای نیمه‌تمام مندرج در پیوست ۱ این قانون اختصاص می‌یابد تا براساس مبادله موافقتنامه با سازمان مدیریت و برنامه‌ریزی کشور هزینه شود. واگذاری این اوراق به بخش دولتی اعم از شرکت‌ها، بانک‌ها و سایر دستگاه‌ها در بازار پول و قبل از سررسید ممنوع است.</p>

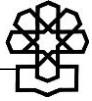
۱. تبصره «۱» ماده (۴) قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت، مصوب ۱۳۷۶.





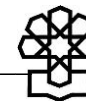
بند - تبصره	تطبیق با سیاست‌های کلی نظام و قوانین دائمی	اظهار نظر کارشناسی و پیشنهادهای
		<p>چرا که براساس اصل پنجاه و سوم قانون اساسی، دولت موظف است کلیه دریافت‌های خود را در حساب‌های خزانه‌داری متمرکز کند و مستفاد از اصل پنجاه و دوم قانون اساسی و ماده (۱) قانون محاسبات عمومی کشور، کلیه منابع و مصارف باید در بودجه کل کشور درج شود.</p> <p>۴. با توجه به اینکه این بند از تبصره و رقم پیشنهادی مربوط به اوراق بودجه می‌باشد لازم است با ضریب ۲۴ درصد محاسبه شود که میزان آن برابر ۱۲ هزار میلیارد ریال می‌باشد.</p>
<p><b>بند «ج» تبصره «۵»</b> - اوراق مشارکت فروش نرفته طرح‌های بندهای «الف» و «ب» این تبصره، قابل واگذاری به پیمانکاران، مشاوران و تأمین‌کنندگان تجهیزات همان طرح‌ها در سقف مطالبات معوق طرح با تأیید رئیس دستگاه اجرایی، ذیحساب ذیربط و سازمان مدیریت و برنامه‌ریزی کشور است. اوراق واگذار شده، قابل بازخرید، قبل از سررسید توسط بانک عامل نیست.</p>	<p>– در بند «ج» تبصره «۵»، اوراق مشارکت از منظر شرعی نمی‌تواند به‌عنوان بدهی دولت به افراد طلبکار از دولت واگذار شود و این بند از ماده با تعریف قانونی اوراق مشارکت و کارکرد آن در تضاد است بنابراین با روح حاکم بر سیاست‌های کلی نظام و قوانین دائمی کشور در تضاد می‌باشد.</p>	<p>بنا به دلایل مطرح شده، پیشنهاد حذف این بند از ماده داده می‌شود.</p>
<p><b>بند «د» تبصره «۵»</b> - به شهرداری‌های کشور و سازمان‌های وابسته به آنها اجازه داده می‌شود به‌طور مشترک یا انفرادی با مجوز بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران و با تأیید وزارت کشور (سازمان شهرداری‌ها و دهیاری‌ها) تا سقف هفتاد هزار میلیارد (۷۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰) ریال اوراق مشارکت و صکوک اسلامی با تضمین خود با بازپرداخت اصل و سود آن با رعایت قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت و آیین‌نامه اجرایی آن توسط شهرداری‌ها منتشر کنند. حداقل پنجاه درصد (۵۰٪) از سقف اوراق موضوع این بند به طرح‌های قطار شهری اختصاص می‌یابد. مجوز فروش اوراق مشارکت سنوات گذشته تا سقف تعیین شده سال صدور در سال ۱۳۹۵ نافذ است. تضمین بازپرداخت اصل و</p>	<p>اوراق صکوک اسلامی در بند «د» تبصره «۵» دچار ابهام است و همچنین این اوراق از لحاظ انتشار دارای مغایرت قانونی با قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت است. بنابراین این بند از تبصره در مغایرت با روح کلی حاکم بر سیاست‌های کلی نظام و قوانین دائمی کشور است که بایستی رفع ابهام شود.</p>	<p>۱. در بند «د» تبصره «۵»، اوراق صکوک اسلامی، در این بند تعریف مشخصی ندارد، اما بعضی از مصادیق آن در ماده (۲۶) قانون «رفع موانع تولید رقابت‌پذیر و ارتقای نظام مالی کشور» تحت عنوان اوراق بهادار اسلامی، اوراق مرابحه و اسناد خزانه اسلامی برشمرده شده است. این عدم روشن بودن تعریف اوراق صکوک اسلامی، از دو جهت موجد ابهام است. نخست اینکه، تفکیک بین ارقام منتشره هر کدام از اقسام اوراق مشارکت و اوراق صکوک اسلامی روشن نیست. دوم اینکه، انتشار اوراق موضوع این بند باید با رعایت قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت صورت بگیرد، در حالی که این قانون تنها ناظر به انتشار اوراق مشارکت است و نه سایر اوراق دیگر و سرایت مفاد این قانون به سایر اوراق ممنوع است. <b>بنابراین در این بند اوراق صکوک اسلامی دارای تعریف روشن باشد و تفاوت آن با اوراق مشارکت در موضوع قانون مبنای انتشار مشخص شود.</b></p> <p>۲. به‌موجب ماده (۲۶) قانون بازار اوراق بهادار، کلیه وظایفی که طبق ماده (۴) قانون نحوه</p>

اظهار نظر کارشناسی و پیشنهادها	تطبیق با سیاست‌های کلی نظام و قوانین دائمی	بند - تبصره
<p>انتشار اوراق مشارکت برعهده بانک مرکزی بود به سازمان بورس و اوراق بهادار واگذار شد. اگرچه براساس بند «الف» ماده (۲۷) قانون بازار، اوراق مشارکت منتشره توسط شهرداری‌ها معاف از ثبت است، اما با تفکیک بین بررسی توجیه طرح و ثبت، صلاحیت سازمان بورس در مورد بررسی توجیه طرح‌های این اشخاص، به رسمیت شناخته شد. در بند «د» تبصره «۵» لایحه بودجه، عبارات «با مجوز بانک مرکزی» و «با رعایت قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت»، صلاحیت بانک مرکزی در بررسی طرح‌های شهرداری‌ها را احیا می‌کند. بنابراین، با تصویب این ماده صلاحیت سازمان بورس و اوراق بهادار در مورد انتشار اوراق مشارکت توسط شهرداری‌ها منتفی می‌شود.</p> <p>۳. با توجه به اینکه در لایحه بودجه سال ۱۳۹۵ رشد خیره‌کننده در اوراق بهادار منتشره وجود دارد. بنابراین در بند «د» تبصره «۵» عبارت «مجوز فروش اوراق مشارکت سنوات گذشته تا سقف تعیین شده سال صدور در سال ۱۳۹۵ نافذ است» قابل پذیرش نیست و آمار اوراق منتشره در سال ۱۳۹۵ را به شدت افزایش می‌دهد.</p> <p>۴. با توجه به اینکه این بند از تبصره و رقم پیشنهادی مربوط به آن در قانون بودجه سال ۱۳۹۴ تکرار شده است بنابراین با فرض رعایت میزان مصوب سال قبل، حداکثر، این میزان انتشار مورد تأیید است.</p>		<p>سود اوراق مشارکت برای اجرای طرح‌های قطار شهری به نسبت پنجاه درصد (۵۰٪) دولت و پنجاه درصد (۵۰٪) شهرداری‌ها با نرخ مالیاتی صفر است و تضمین پنجاه درصد (۵۰٪) سهم دولت برعهده سازمان مدیریت و برنامه‌ریزی کشور می‌باشد.</p>
<p>۱. با توجه به هدف از انتشار اسناد خزانه اسلامی و کارکرد آن، این اسناد برای تسویه مطالبات طلبکاران غیردولتی از دولت منتشر می‌شود که به‌طور عمده خریداران این اسناد پیمانکاران بخش خصوصی می‌باشند ولی با توجه به عملکرد ضعیف فروش این اوراق در سال ۱۳۹۴ باید میزان انتشار این اوراق مورد بازنگری جدی قرار گیرد.</p> <p>۲. با توجه به اینکه این بند از تبصره و رقم پیشنهادی مربوط به اوراق بودجه می‌باشد لازم است با ضریب ۲۴ درصد محاسبه شود که میزان آن برابر ۱۸ هزار میلیارد ریال می‌باشد.</p>	<p>این بند از تبصره براساس ماده (۴) قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران مصوب سال ۱۳۸۴ است که بر ایجاد ابزارهای مالی جدید مبادرت می‌ورزد و همچنین در تطابق با اهداف بند «۹» سیاست‌های کلی اقتصاد مقاومتی مبتنی بر اصلاح و تقویت همه‌جانبه نظام مالی کشور و بند «۵» سیاست‌های کلی برنامه ششم توسعه مبتنی بر گسترش و تعمیق نظام جامع</p>	<p>بند «ه» تبصره «۵» - دولت مجاز است اسناد خزانه اسلامی با حفظ قدرت خرید را با سررسید یک تا سه سال به‌صورت بی‌نام و یا بانام، صادر کند و به‌منظور تسویه بدهی مسجل خود بابت طرح‌های تملک دارایی‌های سرمایه‌ای و مابه‌التفاوت قیمت تمام شده برق و آب با قیمت تکلیفی فروش آن در سنوات قبل به شرکت‌های برق و آب مطابق ماده (۲۰) قانون محاسبات عمومی کشور مصوب ۱۳۶۶/۶/۱ به قیمت اسمی تا سقف هفتاد و پنج هزار میلیارد (۷۵,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰) ریال به طلبکاران غیردولتی واگذار کند. اسناد مزبور از پرداخت هرگونه مالیات</p>



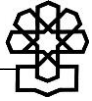
تطبیق با سیاست‌های کلی نظام و قوانین دائمی	بند - تبصره	اظهار نظر کارشناسی و پیشنهادهای
<p>تأمین مالی و ابزارهای آن (بازار پول، بازار سرمایه و بیمه‌ها) است.</p>	<p>معاف بوده و به‌عنوان ابزار مالی موضوع قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران مصوب ۱۳۸۴/۹/۱ محسوب شده و با امضای وزیر امور اقتصادی و دارایی صادر می‌شود. اسناد خزانه اسلامی از قابلیت دادوستد در بازار ثانویه برخوردار است و سازمان بورس و اوراق بهادار باید ترتیبات انجام معامله ثانویه آنها را در بازار بورس یا فرابورس فراهم کند. خرید و فروش این اوراق توسط بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران ممنوع است.</p>	
<p>۱. در این بند میزان انتشار اوراق تسویه خزانه مشخص نیست و از این جهت انتشار این اوراق دارای ابهام است.</p> <p>۲. دولت باید میزان انتشار «اوراق تسویه خزانه» را به‌صورت <b>جمعی - خرجی</b> جهت شفاف‌سازی بدهی‌ها و تعهدات خود و همچنین میزان اوراق منتشره معین کند.</p>	<p>براساس ماده (۲) قانون رفع موانع تولید رقابت‌پذیر و ارتقای نظام مالی کشور، وزارت امور اقتصادی و دارایی، اسناد تعهدی خاصی را با عنوان «اوراق تسویه خزانه» صادر می‌کند و در اختیار اشخاص حقیقی و حقوقی خصوصی و تعاونی طلبکار و متقابلاً بدهکار قرار می‌دهد. این اسناد صرفاً به‌منظور تسویه بدهی اشخاص یاد شده به دولت مورد استفاده قرار می‌گیرد. جمع مبلغ اوراق تسویه خزانه که به‌موجب این ماده صادر می‌شود و در اختیار طلبکاران قرار می‌گیرد، به‌صورت <b>جمعی - خرجی</b> در بودجه‌های سنواتی درج می‌شود. بنابراین این بند در مطابقت با قانون رفع موانع تولید و همچنین در تطابق با اهداف بند «۹» سیاست‌های کلی اقتصاد مقاومتی مبتنی بر اصلاح و تقویت همه‌جانبه نظام مالی کشور و بند «۵» سیاست‌های کلی برنامه ششم توسعه مبتنی بر گسترش و تعمیق نظام جامع تأمین مالی و ابزارهای آن (بازار پول، بازار سرمایه و بیمه‌ها) است.</p>	<p><b>بند «و» تبصره «۵»-</b> به دولت اجازه داده می‌شود در سال ۱۳۹۵ بدهی‌های قطعی خود به اشخاص حقیقی و حقوقی تعاونی و خصوصی را که در چارچوب مقررات مربوط تا پایان سال ۱۳۹۳ ایجاد شده، با صادر «اوراق تسویه خزانه» مطالبات قطعی دولت (وزارتخانه‌ها و مؤسسات دولتی) از اشخاص مزبور تسویه کند. بدین منظور وزارت امور اقتصادی و دارایی، اسناد تعهدی خاصی را با عنوان می‌کند و در اختیار اشخاص حقیقی و حقوقی خصوصی و تعاونی طلبکار و متقابلاً بدهکار قرار می‌دهد. این اسناد صرفاً به‌منظور تسویه بدهی اشخاص یاد شده به دستگاه‌های اجرایی و شرکت‌ها و مؤسسات دولتی مورد استفاده قرار می‌گیرد.</p>

اظهار نظر کارشناسی و پیشنهادها	تطبیق با سیاست‌های کلی نظام و قوانین دائمی	بند - تبصره
<p>با توجه به اینکه حجم انتشار اوراق بهادار در لایحه بودجه سال ۱۳۹۵ رشد غیرمنتظره‌ای نسبت به سال ماقبل داشته است و نحوه بازپرداخت این حجم از اوراق جای سؤال و ابهام دارد بنابراین تجویز و امکان انتشار حداکثر دو برابر ارزش اوراق بهادار پیشنهادی موجود در بودجه امسال، قابل پذیرش و منطقی نبوده و به نوعی بازپرداخت بدهی‌های دولت را به آینده موکول می‌کند و بدهی دولت را در آینده افزایش می‌دهد. لذا پیشنهاد می‌شود این بخش نیز حذف شود.</p>	<p>- در این تبصره بر نیل به اهداف سیاست‌های کلی اقتصاد مقاومتی تأکید شده است که بر این مبنا تجویز حداکثر دو برابر ارزش اوراق بهادار موجود در لایحه بودجه سال ۱۳۹۵ صورت گرفته است که با توجه به رشد غیرمنتظره و خیره‌کننده انتشار اوراق در لایحه امسال نسبت به سال ماقبل بازپرداخت این اوراق شک‌برانگیز و قابل تأمل است که متعاقب آن انباشت بدهی‌های دولت است که مغایر با روح حاکم بر سیاست‌های کلی اقتصاد مقاومتی و بند «۹» این سیاست‌ها مبنی بر اصلاح و تقویت همه‌جانبه نظام مالی کشور است.</p>	<p><b>تبصره «۱۶»</b> - به دولت اجازه داده می‌شود برای تسریع در اجرای سیاست‌های کلی اقتصاد مقاومتی به‌منظور تأمین اعتبار مورد نیاز پروژه‌های مصوب ستاد فرماندهی اقتصاد مقاومتی، علاوه بر اعتباراتی که در بودجه دستگاه‌های اجرایی منظور شده است، نسبت به استفاده از منابع بودجه حداکثر تا ۱۰ درصد اعتبارات هزینه‌ای (به‌استثنای فصول اول و ششم) و ۵ درصد اعتبارات طرح‌های تملک دارایی‌های سرمایه‌ای و همچنین برای تأمین مالی طرح‌های انتفاعی، نسبت به انتشار اوراق اسلامی حداکثر تا دو برابر مجوزهای مندرج در بودجه سال ۱۳۹۵ با پیشنهاد سازمان مدیریت و برنامه‌ریزی کشور و تصویب ستاد فرماندهی اقتصاد مقاومتی برای تأمین اعتبار اجرای برنامه‌ها، طرح‌ها و پروژه‌های اقتصادی مورد استفاده قرار دهد.</p>
<p>در این بند عنوان شده است؛ عنوان بانک مسکن به «بانک توسعه‌ای - تخصصی» تغییر یابد. شایان ذکر است بانک‌های توسعه‌ای عموماً با توجه به اهداف و دامنه عمل خود از ویژگیها و معیارهای مشخصی برخوردارند. این بانک‌ها با دارا بودن ویژگی‌هایی نظیر عدم اتکای صرف به منابع سپرده‌های در تجهیز منابع، دولتی بودن، بالا بودن نسبت تسهیلات به سپرده و اعطای تسهیلات عمدتاً بلندمدت برای استفاده در برنامه‌های توسعه‌ای کشور، از بانک‌های تجاری منفک می‌شوند. بانک‌های توسعه‌ای در زمینه‌های مختلفی می‌توانند فعالیت نمایند و این امر جنبه تخصصی آنها را برجسته‌تر می‌کند. براساس این یک بانک توسعه‌ای می‌تواند به‌عنوان یک نهاد مالی توسعه‌ای - تخصصی فعالیت کند، لکن بانک‌های تخصصی که در حوزه خاصی فعالیت می‌نمایند، لزوماً بانک توسعه‌ای نیستند و به نوعی بانک‌های تجاری - تخصصی هستند که ویژگی‌های یک بانک توسعه‌ای در اینگونه بانک‌ها صدق نمی‌کند. با توجه به مراتب مذکور و امعان نظر به اطلاعات ترازنامه‌ای بانک مسکن، شایان ذکر می‌داند بانک مزبور گرچه از بُعد اهداف تأسیس و فعالیت، توسعه‌ای به شمار می‌آید، لکن عملکرد و ویژگی‌های</p>	<p>در این بند از تبصره به‌دلیل ابهام در ماهیت بانک توسعه‌ای - تخصصی بانک مسکن و مغایرت این بند با ضوابط حاکم بر بانک مرکزی به‌عنوان نهاد ناظر بر شبکه بانکی، مغایرت با سیاست‌های کلی نظام و قوانین دائمی کشور وجود دارد.</p>	<p><b>بند «الف» تبصره «۱۸»</b> - به دولت اجازه داده می‌شود تا مبلغ پنجاه هزار میلیارد (۵۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰) ریال از محل واگذاری اموال غیرمنقول در اختیار وزارت راه و شهرسازی به افزایش سرمایه نقدی و یا غیرنقدی بانک مسکن و با اصلاح اساسنامه آن به‌عنوان یک بانک توسعه‌ای - تخصصی که به پیشنهاد مشترک وزارتخانه‌های راه و شهرسازی و امور اقتصادی و دارایی و سازمان مدیریت و برنامه‌ریزی کشور به تصویب هیئت وزیران می‌رسد اختصاص دهد.</p>



تطبیق با سیاست‌های کلی نظام و قوانین دائمی	بند - تبصره	اظهار نظر کارشناسی و پیشنهادهای
کنونی آن از جمله اتکای بالا به جذب سپرده از عموم مشابه بانک‌های تجاری بوده و از خصیصه‌ها و ویژگی‌های استاندارد یک بانک توسعه‌ای فاصله زیادی دارد. <b>بنابراین پیشنهاد می‌شود؛ بند مذکور حذف شود.</b>		
در این بند از تبصره اجازه داده شده است از اموال غیرمنقول وزارت راه و شهرسازی جهت افزایش ظرفیت تسهیلات‌دهی بانک مسکن استفاده شود که در کل امر مناسب و منطقی به نظر می‌رسد و در مطابقت با روح حاکم بر سیاست‌های کلی اقتصاد مقاومتی و بند «۹» این سیاست‌ها مبنی بر اصلاح و تقویت همه‌جانبه نظام مالی کشور در تطابق است.	در این بند از تبصره «۱۸»- بانک مسکن مجاز است با استحقاق جریان نقدی و تسهیلات مالی ناشی از اموال غیرمنقول در اختیار وزارت راه و شهرسازی از طریق راه‌اندازی انواع صندوق‌های پس‌انداز، زمین و ساختمان و اوراق بهادار و محصولات جدید بانکی به ارتقای ظرفیت تسهیلات‌دهی خود در بخش مسکن اقدام کند.	در بند «ب» تبصره «۱۸»- بانک مسکن مجاز است با استحقاق جریان نقدی و تسهیلات مالی ناشی از اموال غیرمنقول در اختیار وزارت راه و شهرسازی از طریق راه‌اندازی انواع صندوق‌های پس‌انداز، زمین و ساختمان و اوراق بهادار و محصولات جدید بانکی به ارتقای ظرفیت تسهیلات‌دهی خود در بخش مسکن اقدام کند.
در بند «ج» تبصره «۱۸» انجام انواع خدمات تأمین مالی و انعقاد هرگونه قرارداد بانک مسکن با سازمان‌ها و شرکت‌های دولتی و غیردولتی داده شده است که در راستای تأمین مالی شرکت‌ها و نهادهای مذکور می‌تواند مفید واقع شود ولی به لحاظ تقویت همه‌جانبه نظام مالی (بند «۹» سیاست‌های کلی اقتصاد مقاومتی)، نباید نقش بازار بورس در تأمین مالی این شرکت‌ها را نادیده گرفت و باید از نظام تأمین مالی بانک‌محور در کشور به سوی تأمین مالی از بازارهای دیگر (با تقویت این بازارها) حرکت نمود.	در بند «ج» تبصره «۱۸»- بانک مسکن می‌تواند با تأمین مالی ساختار یافته و خدمات مدیریت دارایی‌ها از طریق قراردادهای واگذاری، مشارکت و پذیرش با وکالت سازمان‌ها و شرکت‌های دولتی و غیردولتی به ارائه انواع خدمات تأمین مالی مبتنی بر دارایی‌های غیربازارپذیر آنها بپردازد. متقابلاً به سازمان‌ها و شرکت‌های دولتی اجازه داده می‌شود نسبت به انعقاد قراردادهای مذکور با رعایت سایر موارد قانونی اقدام نمایند.	در بند «ج» تبصره «۱۸»- بانک مسکن می‌تواند با تأمین مالی ساختار یافته و خدمات مدیریت دارایی‌ها از طریق قراردادهای واگذاری، مشارکت و پذیرش با وکالت سازمان‌ها و شرکت‌های دولتی و غیردولتی به ارائه انواع خدمات تأمین مالی مبتنی بر دارایی‌های غیربازارپذیر آنها بپردازد. متقابلاً به سازمان‌ها و شرکت‌های دولتی اجازه داده می‌شود نسبت به انعقاد قراردادهای مذکور با رعایت سایر موارد قانونی اقدام نمایند.

اظهار نظر کارشناسی و پیشنهادهای	تطبیق با سیاست‌های کلی نظام و قوانین دائمی	بند - تبصره
<p>در بند «د» در این بند درخواست انتشار معادل ۵ میلیارد دلار اوراق بهادار ارزی و ریالی توسط بانک مسکن و یا با مشارکت صندوق توسعه ملی و تضمین ریسک نوسانات غیرمترعارف نرخ ارز توسط صندوق مذکور در طرح‌های مشترک بانک مسکن و صندوق، دارای ابهاماتی است. این ابهام‌ها را به اختصار می‌توان این‌گونه شمرد:</p> <p>– اول، در اساسنامه صندوق توسعه ملی (ماده ۸۴) قانون برنامه پنجم که با تغییرات اندکی در مجموع احکام دائمی برنامه‌های توسعه تکرار می‌شود، تسهیلات اعطایی صندوق صرفاً ارزی بوده و ریسک نوسانات نرخ ارز برعهده دریافت‌کننده تسهیلات است.</p> <p>– دوم، تصمیم‌گیری برای اعطای تسهیلات به متقاضیان، بر مبنای راهبرد سرمایه‌گذاری صندوق و نظامنامه آن بوده و جزء وظایف و اختیارات هیئت عامل صندوق می‌باشد.</p> <p><b>بنا به دلایل ذکر شده پیشنهاد حذف این بند از تبصره داده می‌شود.</b></p>	<p>بند «د» تبصره «۱۸» در مغایرت با بند «۱۰» سیاست‌های کلی برنامه ششم و ماده (۱۷) لایحه تنظیم برخی از احکام برنامه‌های توسعه کشور است که تسهیلات اعطایی صندوق توسعه ملی صرفاً ارزی بوده و ریسک نوسانات نرخ ارز برعهده دریافت‌کننده تسهیلات است. همچنین تصمیم‌گیری برای اعطای تسهیلات به متقاضیان، بر مبنای راهبرد سرمایه‌گذاری صندوق و نظامنامه آن بوده و جزء وظایف و اختیارات هیئت عامل صندوق می‌باشد. در نهایت صندوق با هدف تبدیل بخشی از عواید ناشی از فروش نفت و گاز و میعانات گازی و فرآورده‌های نفتی به ثروت‌های ماندگار، مولد و سرمایه‌های زاینده اقتصادی و نیز حفظ سهم نسل‌های آینده از منابع نفت و گاز و فرآورده‌های نفتی تشکیل می‌شود و با توجه به بند «ط» اساسنامه صندوق، منابع صندوق متعلق باید به مصرف بخش‌های خصوصی، تعاونی و بنگاه‌های اقتصادی متعلق به مؤسسات عمومی غیردولتی برای تولید و توسعه سرمایه‌گذاری‌های دارای توجیه فنی، مالی و اقتصادی برسد و در اینجا جایگاهی برای بانک مسکن به‌عنوان بانک تخصصی دولتی وجود ندارد.</p>	<p><b>بند «د» تبصره «۱۸»-</b> به بانک مسکن اجازه داده می‌شود به‌منظور تأمین مالی ریالی و ارزی مورد نیاز طرح‌های توسعه‌ای که دارای توجیه فنی، اقتصادی و مالی در زیرساخت ناوگان و تجهیزات شقوق مختلف حمل‌ونقل و مسکن و توسعه شهرهای جدید و عمران و بهسازی شهری تا سقف معادل پنج میلیارد (۵,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰) دلار مستقلاً و یا با مشارکت صندوق توسعه ملی نسبت به صدور انواع اوراق بهادار ارزی و ریالی با رعایت ضوابط بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران اقدام کند. ریسک نوسانات غیرمترعارف نرخ ارز از منابع مذکور در طرح‌های مشترک با صندوق توسعه ملی توسط صندوق مصون‌سازی خواهد شد.</p>



بند - تبصره	تطبیق با سیاست‌های کلی نظام و قوانین دائمی	اظهار نظر کارشناسی و پیشنهادات
<b>بند «ه» تبصره «۱۸»</b> - دولت مجاز است سود سهام و مالیات متعلق به عملکرد سال ۱۳۹۴ بانک مسکن را به‌عنوان افزایش سرمایه این بانک منظور کند.	این بند در راستای تقویت شبکه بانکی و نظام مالی کشور و در مطابقت با بند «۹» سیاست‌های کلی اقتصاد مقاومتی می‌باشد.	در این بند دولت جهت انجام تکلیف، مکلف نشده است و عبارت «مجاز» است برای دولت الزام‌آور نیست. بنابراین پیشنهاد می‌شود؛ عبارت «مجاز است» به «مکلف است» تغییر یابد.
<b>بند «الف» تبصره «۲۰»</b> - به دولت اجازه داده می‌شود تا معادل بدهی‌های مسجل خود به بانک‌ها و پیمانکاران، اوراق مالی اسلامی منتشر و از محل منابع حاصل از فروش این اوراق یا اوراق منتشره فروش نرفته، تمام یا بخشی از بدهی‌های خود را تسویه کند.	این بند از تبصره «۲۰» از جنبه‌های مختلف دچار ابهام است و در تناقض با روح حاکم بر سیاست‌های کلی نظام و قوانین دائمی است.	در این بند از تبصره ایرادات موجود مطرح است: ۱. تعریف مشخصی از اوراق اسلامی نشده است. ۲. حجم و میزان و نرخ آن مشخص نیست. ۳. مرجع تضمین آن معلوم نیست. ۴. مدت آن نیز معلوم نشده است. ۵. مرجع صدور مجوز نامعلوم است. ۶. اینکه این اوراق قابلیت معامله در بازار ثانویه را دارد یا خیر مبهم است. ۷. بانک‌ها مجبور به دریافت این اوراق می‌باشند در صورتی که باید این امر اختیاری باشد.

**\*\* علیرغم اینکه اوراق صکوک مصوب مربوط به دولت در بندهای تبصره لایحه سال ۱۳۹۵ نیامده است و در جداول پیوست بدان اشاره شده است لذا پیشنهاد می‌شود میزان انتشار اوراق از ۱۵۰ هزار میلیارد ریال در لایحه پیشنهادی سال ۱۳۹۵ با ضریب ۲۴ درصد تغییر یافته و برابر ۳۶ هزار میلیارد ریال شود.**

## نتیجه‌گیری

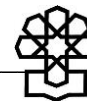
انتشار اوراق مشارکت و انواع اوراق بهادار اسلامی مشابه، اگرچه در ظاهر ناشی از کاهش قیمت نفت بوده و می‌تواند ترازنامه بودجه را اصلاح کند، اما در مرحله اول نشان‌دهنده عدم کفایت بالای منابع دولتی برای مخارج دولتی بوده و این کسری بودجه حاصل از ناکارآمدی ساختاری در بخش دولتی و همچنین دیگر بخش‌های اقتصادی می‌باشد و با ساختار دولتی اقتصاد ایران ارتباط مستقیم دارد. با بررسی بندهای مربوط به اوراق اسلامی در لایحه بودجه پیشنهادی سال ۱۳۹۵، رشد دوونیم برابری این اوراق و البته بندهای دیگری که به دولت اجازه بیش از رشد ۵ برابری و حتی بیشتر از آن را می‌دهد<sup>۱</sup> و براساس تجربه گذشته نشان‌دهنده نیاز شدید مالی دولت برای جبران کسری بودجه خود و حاکی از تعویق این بدهی انباشت شده به آیندگان با هزینه‌های بسیار بیشتر می‌باشد؛ لذا با این شرایط دولت در نظر دارد حدود ۱۰ درصد از منابع عمومی خود - و یا حتی بیشتر از آن - را از محل اوراق بهادار اسلامی تأمین کند.

متأسفانه عملکرد کلان اوراق، به‌علت احتمال صوری بودن اوراق و برخی قیده‌های نامناسب نظیر تعیین حداقل نرخ سود در برخی موارد، حاکی از تشابه عملکرد این اوراق با اوراق متعارف ربوی اقتصادی بوده و حتی به‌علت عملکرد نادرست همین اوراق نیز، این اوراق تا حد اوراق مشابه خارجی نیز بازدهی و کارکرد مثبت نداشته است. کارکرد کلی اوراق بودجه در اقتصاد باید سرمایه‌گذاری و افزایش تولید و مشارکت حقیقی خریداران اوراق باشد. اما متأسفانه تجربه اخیر ایران در انتشار این اوراق این مسئله را نشان نداده و از این جهت برخی از این اوراق تنها منجر به تعویق بدهی دولت و افزایش و انباشت این بدهی و انتقال آنها به دولت‌های بعدی و همچنین افزایش مشکلات سیستم بانکی نظیر مطالبات معوق، شده است. همچنین نتایج نشان می‌دهد کسری بودجه ساختاری و انتشار اوراق، جزئی از نتایج ناکارآمدی اقتصادی حاصل از عدم حضور جدی بخش دولتی در ایران و رکود اقتصادی بوده و با انتشار اوراق، -البته اگرچه جهتگیری انتشار صحیح اوراق در راستای سیاست‌های کلی برنامه ششم و اقتصاد مقاومتی است- این حضور کمتر و ناکارآمدی اقتصادی بیشتر و ساختاری‌تر می‌شود.

اگرچه از لحاظ نظری اوراق مذکور دارای کارکردهای فراوان مثبت و منفی می‌باشد، اما به‌نظر می‌رسد انتشار اوراق، در شرایط فعلی با توجه به وضعیت نظارت بر این اوراق و وضعیت عملکرد گذشته و شرایط فعلی حاکم بر اقتصاد با این حجم، مناسب نبوده و انتشار اوراق مورد ذکر در بودجه سال ۱۳۹۵، به‌صورت عمده منجر به خروج بخش خصوصی، چسبندگی نرخ سود بانکی و تشدید رکود

۱. متأسفانه در تبصره «۵» بند «دال» چنین آمده است: مجوز فروش اوراق مشارکت سنوات گذشته تا سقف تعیین شده سال صدور در سال ۱۳۹۵ نافذ است.





در بخش واقعی اقتصاد و حرکت سریع‌تر به سمت بحران بانکی مورد انتظار برخی اقتصاددانان می‌شود. اگر نرخ علی‌الحساب سود این اوراق بالاتر از نرخ بانک‌ها باشد، با توجه به بالاتر بودن نرخ سود بانکی نسبت به نرخ بهره‌وری اقتصادی حاصل از سرمایه‌گذاری و در نتیجه به‌علت کمتر بودن نرخ سود حاصل از سرمایه‌گذاری در شرایط فعلی نسبت به این نرخ علی‌الحساب، نمی‌توان از این اوراق سرمایه‌گذاری واقعی را انتظار داشت؛ همچنین اگر نرخ سود علی‌الحساب پایین‌تر از میزان نرخ سود بانکی باشد، فروش واقعی این اوراق دور از انتظار خواهد بود و در برخی موارد ممکن است این اوراق به‌صورت صوری مورد معامله قرار گیرد.

نظارت بر اوراق بهادار ضعیف بوده و متأسفانه عدم شفافیت یکی از مهمترین مواردی است که باید در ارتباط با اوراق بهادار اسلامی رعایت شود، عدم وجود شفافیت در تمام مراحل مختلف انتشار، خرید و به‌کارگیری و سوددهی این اوراق وجود دارد.

با توجه به ظرفیت اقتصادی فعلی به‌نظر نمی‌رسد که همه اوراق مذکور به فروش رود و پیش‌بینی‌ها از فروش واقعی در حدود ۲۴ درصد این اوراق حکایت دارد؛ البته اوراق تسویه با وضعیت فعلی دارای کارکرد مورد قبولی خواهد بود.

از طرفی نیز براساس قانون بودجه سال ۱۳۹۴، دولت حدود ۵ هزار میلیارد تومان اسناد خزانه منتشر کرده است که باید در سال ۱۳۹۵ اقدام به تسویه آن کند، ولی در لایحه بودجه سال ۱۳۹۵ صرفاً ۱/۷۵ هزار میلیارد تومان پیش‌بینی شده است و مشخص نیست مابقی (۳/۲۵ هزار میلیارد تومان) آن چگونه باید تسویه شود.

### پیشنهاد‌های سیاستی

در نهایت به‌نظر می‌رسد سیاست انتشار اوراق با این حجم با تجربه گذشته و در شرایط فعلی منجر به رکود بیشتر و مشکلات ساختاری و بلندمدت در اقتصاد شده و با اسناد بالادستی نظام همانند اقتصاد مقاومتی، سیاست‌های کلی برنامه ششم و قانون رفع موانع تولید همخوانی نداشته باشد. لذا برای اصلاح این وضعیت پیشنهاد‌های زیر بیان می‌شود:

۱. اصولاً در شرایط فعلی، تأمین مالی از طریق اوراق بهادار اسلامی تا این حد - جدای از کارکرد صحیح نظری این اوراق - توصیه نشده و برای استفاده از این اوراق باید ساختار این اوراق در شرایط اجرایی با اصلاحات ساختاری همراه شود؛ سازوکار نظارتی و مصرف اوراق در طرح‌های انتفاعی حقیقی و کارشناسی شده، عدم وجود نرخ سود مشخص و عدم ترویج کارکردهای مشابه با جریمه تأخیر، برخی از این موارد می‌باشند. تأمین شرایط و ساختارهای فروش اوراق - جدای از امکان فروش - منجر به عدم محدودیت در انتشار اوراق و فروش آن و آثار بسیار مثبت اقتصادی می‌شود.

۲. علت اصلی انتشار اوراق، کسری بودجه حاصل از ساختارهای اقتصاد و رکود اقتصادی است. لذا پیشنهاد می‌شود، دولت کسری بودجه خود را عمدتاً از افزایش کارآیی بخش دولتی و بخش خصوصی، افزایش رونق بخش خصوصی جبران بکند. این منابع پیشنهادی عبارتند از: ۱. فروش سهام دولتی در بانک‌های خصوصی، ۲. جلوگیری از حدود ۶۰ درصد فرار مالیاتی و اصلاح نظام پرداخت یارانه، ۳. کاهش هزینه‌های غیرضرور همانند سمینارهای فراوان و موارد مشابه، ۴. فروش واقعی شرکت‌ها و دارایی‌های دولتی قابل واگذاری با کارشناسی مناسب.

۳. با توجه به مطالب فوق، بنابراین بدون توجه به کارکرد واقعی و کلان اوراق در اقتصاد، حجم پیشنهادی بسیار بالای اوراق به صلاح نبوده و به نظر می‌رسد، میزان حجم قابل فروش واقعی اوراق بهادار مربوط به بودجه در شرایط فعلی حداکثر با ضریب ۲۴ درصد محاسبه و اعمال شود؛ لذا به علت مشکلات کسری بودجه حاصل از عدم تحقق این اوراق، پیشنهاد می‌شود، حجم همه اوراق پیشنهادی بودجه‌ای، بجز اوراق تسویه<sup>۱</sup> با ضریب ۲۴ درصد محاسبه و اعمال شود.

۴. یکی از موارد بسیار مهم، شفافیت در انتشار اوراق و همچنین در تعیین مشکلات قانونی نهادهای مجوزدهنده انتشار اوراق و نظارت بر عملکرد این اوراق است. لذا به منظور شفافیت در تمام مراحل انتشار و عملکرد و کارنامه این اوراق، پیشنهاد می‌شود یک پایگاه اطلاع‌رسانی در این زمینه در تمام مراحل مرتبط با اوراق، اولویت‌های سرمایه‌گذاری اوراق و مبنای این اولویت‌ها، میزان بازدهی، موارد مصرف و دیگر موارد مشابه، ایجاد شده و در تمام مراحل به منظور آگاهی عموم مردم و مشتریان این اوراق کاملاً به‌روز باشد.

### منابع و مآخذ

- اسکینی، ربیعا. تأملاتی درخصوص ساختار و ماهیت حقوقی اوراق مشارکت مؤسسات و شرکت‌های دولتی و خصوصی، فصلنامه علمی پژوهشی پژوهش‌های حقوق تطبیقی، دوره ۱۳، شماره ۴ (پیاپی ۶۳)، زمستان ۱۳۸۸.
- ترازنامه حسابرسی شده بانک‌های ملی، سپه، مسکن، تجارت، صادرات و رفاه.
- حسینی، علی، حکمت، معصومه کاشف. نقش صکوک اجاره و اوراق مشارکت در تأمین مالی شرکت‌ها، نشریه پژوهش حسابداری، سال دوم، شماره ۸، بهار ۱۳۹۲.
- سلامی، غلامرضا. چالش‌های انتشار اوراق بدهی در ایران، روزنامه دنیای اقتصاد، شماره ۳۵۵۰، تاریخ ۱۳۹۴/۵/۱۹.
- شریف‌زاده، محمدجواد. مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، معمای نرخ سود بانکی: کالبدشکافی بحران

۱. اوراق تسویه در لایحه بودجه سال ۱۳۹۵ فاقد رقم یا مبلغ مشخصی است.



۶. اسرار در برخی نهادهای مالی مجاز، دفتر مطالعات اقتصادی، شماره مسلسل: ۱۴۳۱۶، تیرماه ۱۳۹۴.
۷. شریف‌آزاده، محمدرضا و فرزاد هاشمی. بررسی ارتباط آزادی اقتصادی و کسری بودجه در کشورهای ناآزاد، فصلنامه اقتصاد کاربردی، سال سوم، شماره هشتم، بهار ۱۳۹۱.
۸. شناسایی ابزارهای مالی کاربردپذیر در بازار سرمایه ایران، اسفند ۱۳۷۷، به آدرس:  
[http://imps.ac.ir/uploads/1\\_21\\_53\\_8.pdf](http://imps.ac.ir/uploads/1_21_53_8.pdf)
۹. عباسی، معصومه و علی ولی‌پور. نقش اوراق مشارکت در اقتصاد. به آدرس: <http://www.bki.ir>
۱۰. عزیزنژاد، صمد، درباره لایحه بودجه سال ۱۳۹۱ کل کشور ۴۸. بررسی تطبیقی جنبه‌های اقتصادی انتشار اوراق مشارکت، دفتر مطالعات اقتصادی مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، شماره مسلسل: ۱۳۹۰، ۱۳۲۹۳.
۱۱. لایحه پیشنهادی بودجه سال ۱۳۹۵ کل کشور.
۱۲. مصاحبه با حسین بازمحمدی و فرشید عظیمی از کارشناسان بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.
۱۳. موسویان، سیدعباس، محمدنقی نظرپور و ایوب خزائی. امکان‌سنجی فقهی طراحی اسناد خزانه اسلامی در بازارهای مالی اسلامی. فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، ۴۰، ۱۳۹۰.
۱۴. مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، بررسی لایحه بودجه سال ۱۳۹۴ کل کشور ۵۷. تحلیل جایگاه اوراق در بودجه (تبصره «۶»)، (ویرایش اول)، دفتر مطالعات اقتصادی، شماره مسلسل ۱۴۱۱۵، ۱۳۹۳.
۱۵. مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، بررسی لایحه بودجه سال ۱۳۹۴ کل کشور ۳۷. طرح‌های تملک دارایی‌های سرمایه‌ای، دفتر مطالعات برنامه و بودجه، شماره مسلسل ۱۴۰۸۲، ۱۳۹۳.
۱۶. مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، بررسی لایحه بودجه سال ۱۳۹۳ کل کشور ۳۷. حوزه پولی و بانکی، دفتر مطالعات اقتصادی، شماره مسلسل ۱۳۴۲۸، ۱۳۹۲.
۱۷. فطرس، محمدحسن و حسین محمودی. صکوک، ابزاری مناسب برای جانشینی اوراق قرضه، همایش اقتصاد اسلامی و توسعه، مشهد، دانشگاه فردوسی مشهد، ۱۳۸۷.
۱۸. قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت (مصوب ۱۳۷۶/۶/۳۰، مجلس شورای اسلامی).
۱۹. قانون بودجه سال ۱۳۹۴ کل کشور.
۲۰. قانون رفع موانع تولید رقابت‌پذیر و ارتقای نظام مالی کشور مصوب سال ۱۳۹۳ مجلس شورای اسلامی.
۲۱. قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، مصوب ۱۳۸۴/۹/۲.
۲۲. قضاوی، حسین و حسین بازمحمدی. عملیات بازار باز در چارچوب بانکداری بدون ربا مطالعه موردی: اسناد خزانه اسلامی، پژوهشکده پولی و بانکی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، زمستان ۱۳۸۹.
۲۳. قلیچ، وهاب. نقش اوراق بهادار اسلامی در تأمین کسری بودجه دولتی، پژوهشکده پولی و بانکی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، مقاله سیاستی، آذر ۱۳۹۴.
۲۴. قلیچ، وهاب، مهدی تقوی و محسن خدابخش. آثار تعهدات بدهی در شکنندگی نظام بانکی (تجربه بانکداری اسلامی در بحران اخیر)، فصلنامه پول و اقتصاد، شماره ۸، ۱۳۹۱.
۲۵. سایت بانک مرکزی، بخش نشریات و پژوهش‌ها، نشریات ادواری، گزیده آمارهای اقتصادی، بخش بازار سرمایه، به آدرس: <http://www.cbi.ir/category/4130.aspx>

25. Elmer, Vicki, Bonds and Borrowing, University of California at Berkeley, Department of City and Regional Planning, 2005.

26. INVESTMENT INDUSTRY ASSOCIATION OF CANADA, Bonds, An introduction to bond basics, January 2008.

27. Matthews, Kent, Giuliodori, Massimo, & Mishkin, Frederic S. (2013). The

- Economics of Money, Banking and Financial Markets: Pearson Higher Ed.
28. Parameswaran, Sunil. (2011). Fundamentals of Financial Instruments: An Introduction to Stocks, Bonds, Foreign Exchange, and Derivatives: John Wiley & Sons.
  29. Smith, Lisa, Successful Ways That Governments Reduce Federal Debt, Updated November 22, 2013.
  30. Weil, David N., Fiscal policy, THE CONCISE ENCYCLOPEDIA OF ECONOMICS, <http://www.econlib.org/library/Enc/FiscalPolicy.html>
  31. Weil, David N., Fiscal policy, THE CONCISE ENCYCLOPEDIA OF ECONOMICS, <http://www.econlib.org/library/Enc/FiscalPolicy.html>
  32. <http://www.investopedia.com/articles/economics/11/successful-ways-government-reduces-debt.asp>



مرکز پژوهش‌ها  
مجلس شورای اسلامی

شماره مسلسل: ۱۴۷۷۲

شناسنامه گزارش

عنوان گزارش: بررسی لایحه بودجه سال ۱۳۹۵ کل کشور ۵۵. تحلیل انتشار اوراق بهادار توسط دولت

نام دفتر: مطالعات اقتصادی (گروه بازارهای مالی)

تهیه و تدوین کنندگان: محمدمهدی نجفی علمی، رضا علیزاده قره‌باغ، سیدمحمد رضا حسینی

همکار: موسی شهبازی غیائی

ناظران علمی: صمد عزیزنژاد، سیداحسان خاندوزی

متقاضی: کمیسیون برنامه و بودجه و محاسبات

اظهار نظر کنندگان خارج از مرکز: بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران (فرشید عظیمی، حسین

بازمحمدی)، سازمان بورس و اوراق بهادار (فرشته رحیمی)

ویراستار تخصصی: \_\_\_\_\_

ویراستار ادبی: \_\_\_\_\_

واژه‌های کلیدی:

۱. اوراق مشارکت
۲. اسناد خزانه
۳. بانک مرکزی
۴. بورس
۵. صکوک
۶. اوراق تسویه
۷. دولت
۸. بخش خصوصی



تاریخ انتشار: ۱۳۹۴/۱۲/۲۶