

اوراق اجاره روی دارائی طلبکاران؛ راهکار جدید برای تسویه دیون دولت از طریق بازار سرمایه ایران

سید عباس موسویان

دانشیار پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی

مجتبی کاوند

دانشجوی دکتری دانشگاه امام صادق (ع)

دی ماه ۱۳۹۵



سنة ١٤٤٠ هـ

- امروزه یکی از چالش‌های دولت، بدهی‌هایی است که به بخش خصوصی دارد و صاحب‌نظران اقتصادی معتقدند که تعیین تکلیف بدهی‌های دولت و پرداخت آن به پیمانکاران، شاه‌کلید عبور از رکود فعلی اقتصاد ایران است.
- انباشته شدن بدهی‌های دولت، ضمن کاهش توان پیمانکاران، امکان شروع پروژه‌های جدید که به توسعه اشتغال‌زایی و رشد تولید منجر می‌شود، را از بین می‌برد.
- در سال‌های گذشته به دلیل نبود بازار متشکل بدهی، اکثر بدهی‌های دولت به صورت زنجیره‌ای به نظام بانکی و در ادامه به بانک مرکزی منتقل می‌شد. این روند دو پدیده در اقتصاد به همراه داشت:
 - الف. قفل شدن منابع بانکی به دلیل انجام نشدن تعهدات دولت،
 - ب. رشد پایه پولی به دلیل استقراض دولت از بانک مرکزی
- که این دو پیامد زمینه‌ساز رکود تورمی در کشور شده است. به اعتقاد کارشناسان، تشکیل بازار بدهی در ایران می‌تواند زمینه خروج غیرتورمی از رکود را فراهم آورد.

- در اقتصادهای متعارف، بازارهای بدهی (اوراق قرضه)، ناشرانی را که نیاز به تأمین مالی بلندمدت دارند به سرمایه‌گذارانی که قصد دارند وجوه خود را در اوراق با درآمد ثابت و دارای سررسید بلندمدت سرمایه‌گذاری کنند، مرتبط می‌کنند.
- یک بازار اوراق قرضه داخلی بلوغ یافته معمولاً با ایجاد فرصت‌هایی برای ناشران، طیف وسیعی از فرصت‌ها را برای تأمین مالی دولت، شهرداری‌ها و بخش خصوصی ارائه می‌کند.
- بازار اوراق قرضه دولتی، بازاری برای اوراق بهادار قابل معامله است که از سوی دولت مرکزی منتشر شده است.
- تمرکز اصلی این بازار روی اوراق قرضه دارای بازار ثانوی و با سررسید بلندمدت (معمولاً یک سال یا بیش‌تر) است. این اوراق قرضه‌ها معمولاً دارای کوپن هستند و در دوره‌های مشخصی (معمولاً سه ماهه تا سررسید) بهره پرداخت می‌کنند.

- در کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه، اوراق قرضه های دولتی ستون فقرات بازارهای بدهی (اوراق با درآمد ثابت) را تشکیل می دهند.
- اوراق قرضه های دولتی معمولاً به پشتوانه اعتماد و اعتبار دولت نه به پشتوانه دارائی های مالی یا فیزیکی منتشر می شوند.
- در کشورهای پیشرفته بالای ۱۰۰ درصد تولید ناخالص داخلی اوراق بدهی وجود دارد؛ البته در آن کشورها دولت اگر بدهکار است خوش حساب هم هست. در مورد ایران سهم بدهی های دولت نسبت به تولید ناخالص داخلی بسیار پایین است و به ۳۰ درصد هم نمی رسد.

وضعیت بازار اوراق بدهی در کشورهای منتخب

جدول بازار اوراق بدهی دولت مرکزی در کشورهای منتخب بر اساس نوع ابزار مالی و سررسید

میانگین سررسید به سال		مبلغ منتشره به میلیارد دلار					نام کشور
سررسید باقی مانده	سررسید اوراق	اوراق مرتبط با ارزش خارجی	اوراق مرتبط با تورم	اوراق با نرخ شناور	اوراق با نرخ ثابت	مجموع	
۷/۵	-	۰	۶/۱۰۷۷	۱۶۴	۴/۹۸۰۵	۹/۱۱۰۴۶	آمریکا
۶/۶	-	۰	۸/۳۳	۰	۲/۳۷۳	۴۰۷	کانادا
۸	-	۰	۹/۶۹	۷۹	۷/۱۶۰	۶/۳۰۹	مکزیک
۹/۵	۱۱	-	۳/۲۰	۰	۳/۶۰	۶/۸۰	کلمبیا
۳/۴	-	۸/۴	۸/۳۰۱	۳/۱۶۱	۶/۳۲۷	۶/۷۹۵	برزیل
۲/۱۲	۹/۱۷	۱/۰	۹/۰	۰	۵/۱۳	۵/۱۴	پرو
۸/۱۵	-	۰	۷/۵۵۱	۰	۳/۱۶۸۹	۲۲۴۱	انگلیس
۶	۲/۱۰	۰	۰	۸/۳۳	۸/۸۵۵	۶/۸۸۹	اسپانیا
۵/۶	۶/۱۱	۱/۲۵	۴/۷۸	۲/۴۳	۲/۱۳۱۲	۹/۱۴۵۸	آلمان
۲/۴	۴/۸	۰	۲/۲	۳۰	۵/۱۰۵	۷/۱۳۷	لهستان
۶/۳	۹/۷	-	۷/۱	۶/۶	۱/۳۴	۳/۴۲	جمهوری چک
۶/۳	۹/۷	-	۷/۱	۶/۶	۱/۳۴	۳/۴۲	مجارستان

جدول بازار اوراق بدهی دولت مرکزی در کشورهای منتخب بر اساس نوع ابزار مالی و سررسید

میانگین سررسید به سال		مبلغ منتشره به میلیارد دلار					نام کشور
سررسید باقی مانده	سررسید اوراق	اوراق مرتبط با ارز خارجی	اوراق مرتبط با تورم	اوراق با نرخ شناور	اوراق با نرخ ثابت	مجموع	
۲/۴	۴/۸	۰	۲/۲	۳۰	۵/۱۰۵	۷/۱۳۷	لهستان
۶	۲/۱۰	۰	۰	۸/۳۳	۸/۸۵۵	۶/۸۸۹	اسپانیا
۸/۷	۴/۱۲	۸/۶	۰	-	۵/۳۷۴	۳/۳۸۱	بلژیک
۳/۶	۴/۱۰	۰	۳/۰	-	۷/۶۱	۶۲	روسیه
۵/۴	۷/۶	۰	۵/۴۳	۳۴	۷/۱۰۱	۲/۱۷۹	ترکیه
۴/۶	۳/۹	۰	۳/۱۹	۰	۶/۲۳۸	۹/۲۵۷	استرالیا
۲/۳	-	۰	-	۸/۱۱	۰	۸/۱۱	عربستان
۲/۶	۷/۹	۰	۰	۰	۵/۱۵۴	۵/۱۵۴	مالزی
۷/۹	۲/۱۴	۵/۰	۰	۱/۱۰	۱/۸۴	۷/۹۴	اندونزی
۳/۶	۵/۱۱	۰	۰	۰	۲/۶۸	۲/۶۸	سنگاپور
۲/۹	۶/۱۲	۶/۰	-	۲/۱	۴/۷۷	۳/۷۹	فیلیپین
۸/۹	۹/۱۴	۰	۰	۰	۱/۰	۱/۰	تایلند
۸/۶	۲/۱۰	-	۶/۷	-	۴۵۶	۷/۴۶۳	کره جنوبی
۲/۱۴	۳/۲۱	-	۲/۳۰	۰	۹/۸۶	۱۱۷	آفریقای جنوبی

- با توجه به ممنوعیت ربا در اسلام، امکان انتشار اوراق قرضه دولتی در ایران وجود ندارد از این رو، اندیشمندان اسلامی راه کارهای جایگزین ارائه نموده‌اند.
- یکی از ابزارهای مالی جایگزین، انتشار اوراق بهادار اسلامی است که برای تأمین مالی دولت‌ها، شهرداری‌ها و شرکت‌ها می‌توان از آن استفاده کرد.
- دولت‌ها برای تأمین کسری بودجه خود و یا تسویه دیون خود می‌توانند با انتشار اوراق بهادار اسلامی و کسب نقدینگی، کسری بودجه خود را تأمین یا دیون خود را تسویه نمایند.
- دولت می‌تواند با توجه به نوع نیاز و سررسید پرداخت بدهی انواعی از اوراق بهادار اسلامی منتشر نماید که به مهمترین آنها اشاره می‌شود.

۱- استقراض از بانک مرکزی

۲- تأمین مالی از طریق بازار سرمایه

۲-۱ - اسناد خزانه اسلامی

۲-۲ - اوراق بهادار اسلامی (صکوک)

۳-۲-۱ - اوراق مشارکت

۳-۲-۲ - اوراق اجاره

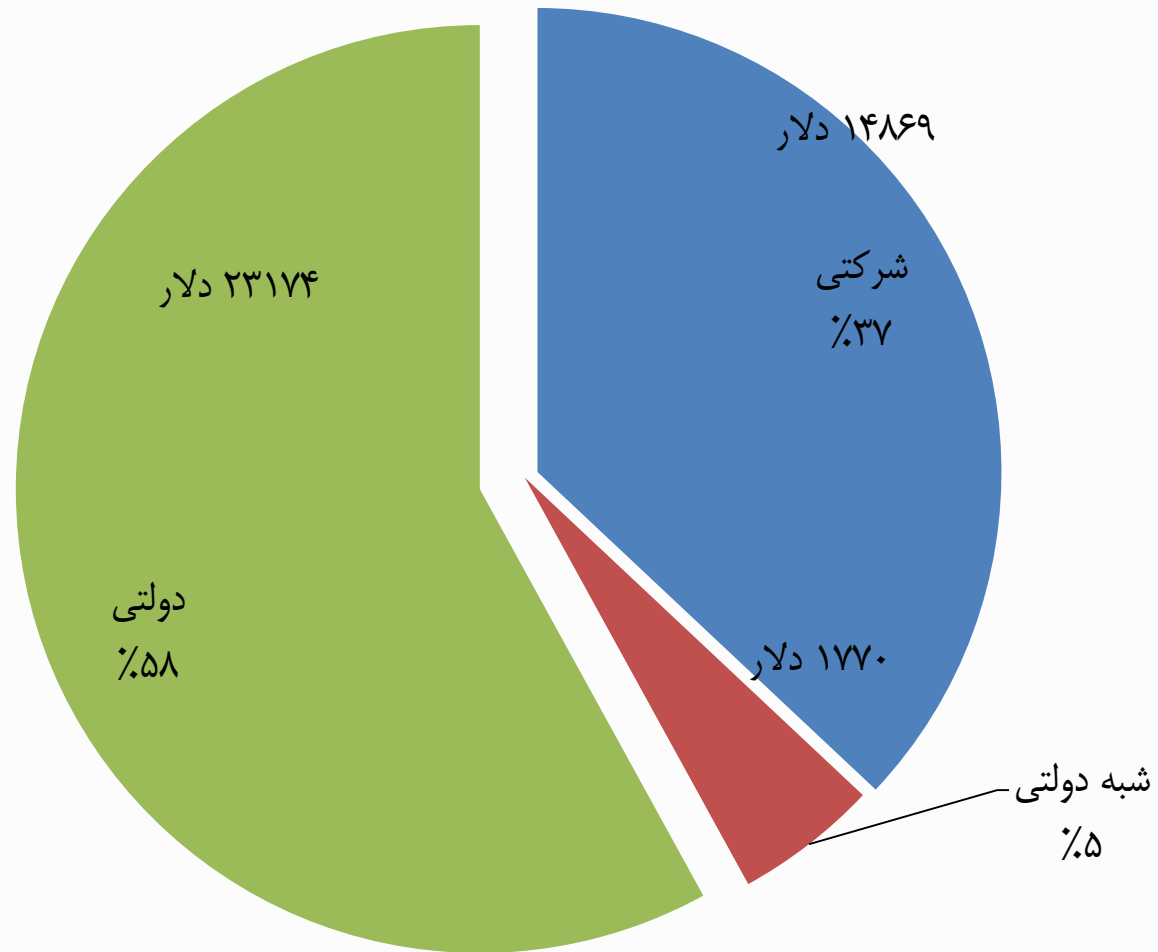
۳-۲-۳ - اوراق منفعت

۳-۲-۴ - اوراق سلف

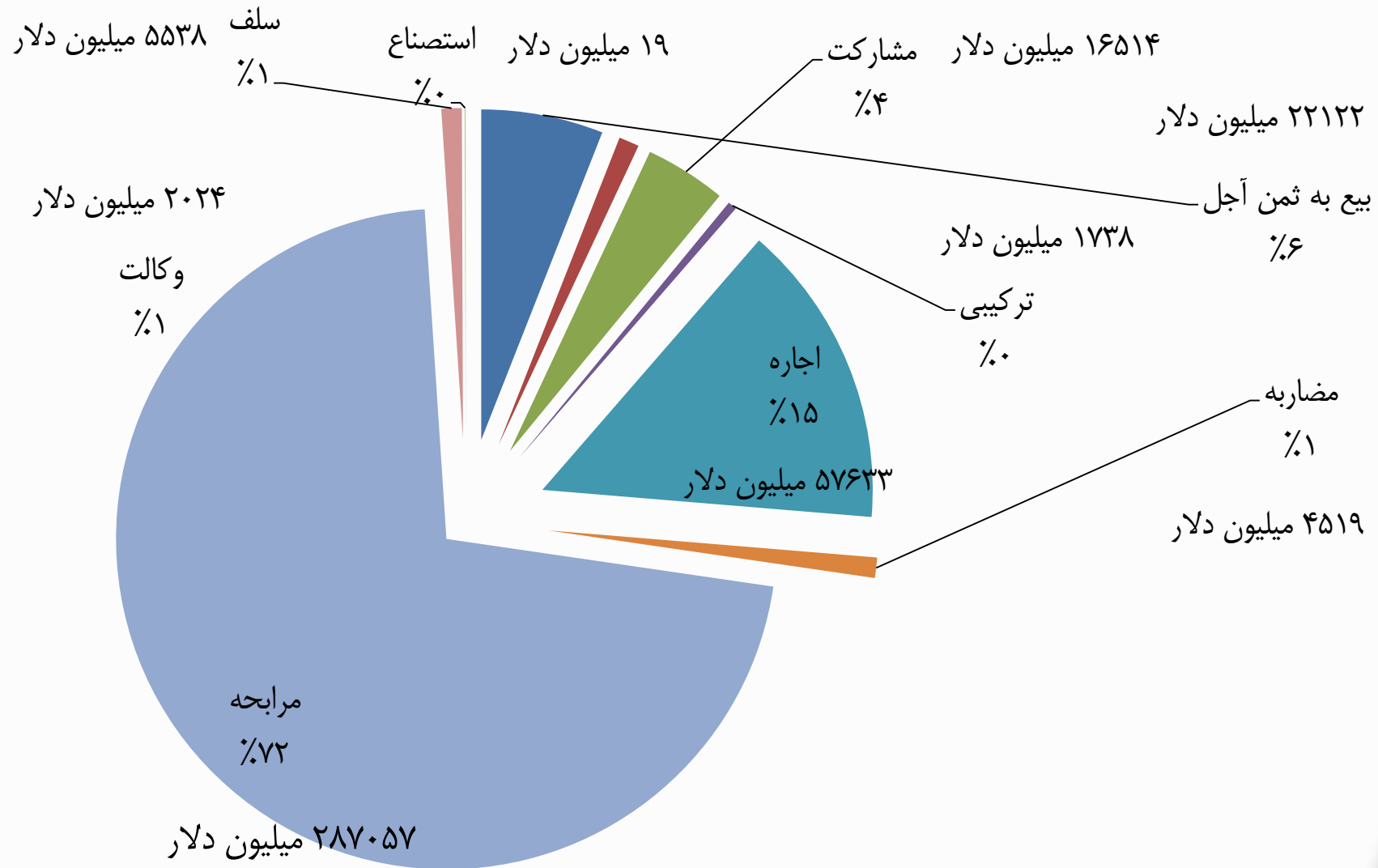
۳-۲-۵ - اوراق مرابحه

تجربه کشورهای اسلامی در انتشار صکوک داخلی بر اساس نوع ناشر

انتشار صکوک داخلی - ژانویه ۲۰۱۵ تا دسامبر ۲۰۱۵



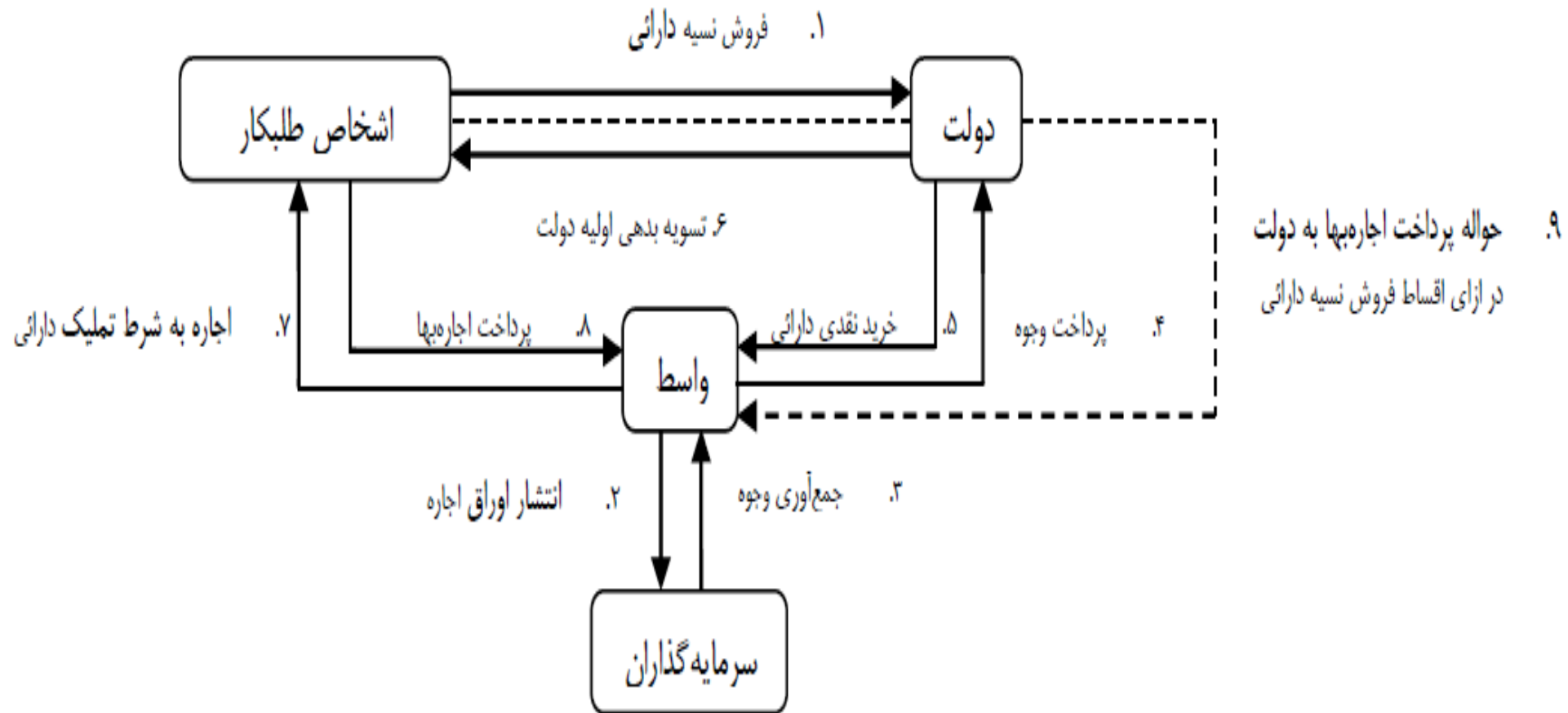
انتشار صکوک دولتی در سطح ملی - ژانویه ۲۰۰۱ تا دسامبر ۲۰۱۵



- اوراق بهادار با نام قابل نقل و انتقالی است که نشان دهنده مالکیت مشاع دارنده آن در دارایی مبنای انتشار اوراق اجاره است. انواع قراردادهای اجاره مورد قبول در انتشار اوراق اجاره عبارت است از: اجاره به شرط تملیک، و اجاره با اختیار فروش دارایی در سررسید اجاره با قیمت معین،
- بر اساس بند ب ماده (۲) قانون رفع موانع تولید رقابت پذیر و ارتقای نظام مالی کشور، به دولت اجازه داده شده جهت تسویه مطالبات قطعی اشخاص حقیقی و حقوقی خصوصی و تعاونی از دولت و شرکت‌های دولتی «اوراق اجاره» منتشر نماید.
- طبق قانون بودجه سال ۱۳۹۴، به دولت اجازه انتشار ۱۰ هزار میلیارد تومان اوراق اجاره داده شده است.
- در همین راستا بازار سرمایه از طریق تبدیل بدهی‌های دولت به اوراق بهادار می‌تواند نقش کلیدی در تسویه بدهی‌های دولت داشته باشد.

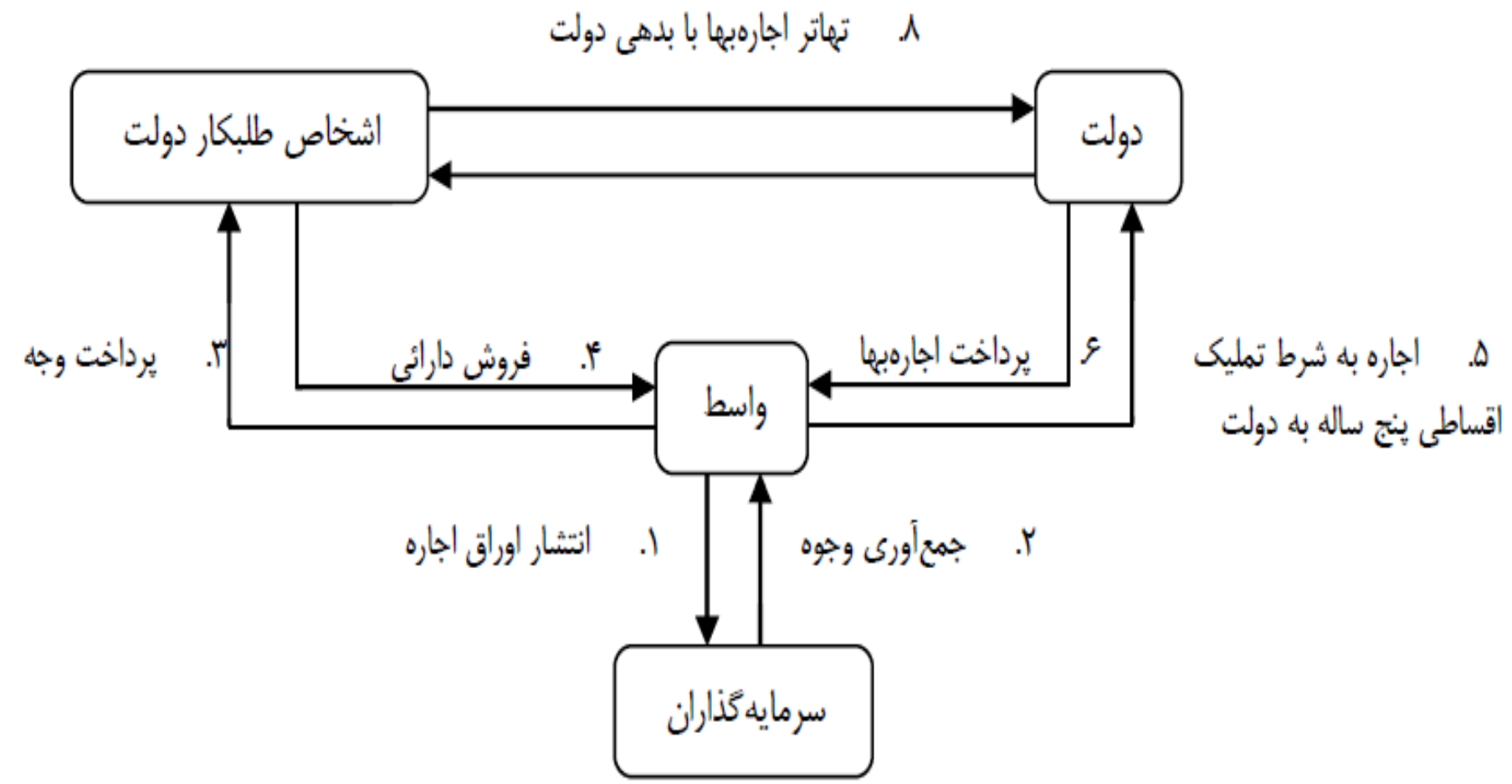
- با توجه به محدودیت های دولت در انتقال دارائی های خود جهت انتشار اوراق اجاره و نیز آمادگی طلبکاران دولت برای در اختیار نهادن دارائی خود به دولت جهت انتشار اوراق اجاره، دو مدل جدید جهت انتشار اوراق اجاره دولتی طراحی شده است.
- در مدل اول، طلبکار دولت دارائی خود را به صورت فروش نسبه به دولت واگذار می کند. سپس دولت روی آن اوراق اجاره تامین مالی منتشر می کند. سپس نهاد واسط دارائی را برای استفاده به طلبکار اجاره می دهد. طلبکار باید اجاره بها پرداخت کند ولی چون از دولت بابت فروش نسبه دارائی طلب دارد، پرداخت اجاره بهای استفاده از دارائی را به دولت حواله می دهد.
- در مدل دوم، طلبکار دولت دارائی خود را به صورت فروش نقد به سرمایه گذاران واگذار می کند و بر اساس مدل متداول اوراق اجاره تامین مالی انجام می دهد. سپس نهاد واسط دارائی را برای استفاده به دولت اجاره به شرط تملیک می دهد. آنگاه دولت در قرارداد اجاره به شرط تملیک دومی به طلبکار واگذار می کند و طلبکار با دولت بدهی های همدیگر را تهاتر می کنند.

۱. فروش نسبه دارایی به دولت و انتشار اوراق اجاره بر اساس آن



- ۱- فروش نسبه دارائی شخص طلبکار به دولت با رعایت شرایط عقد بیع بدون اشکال است.
- ۲- انتشار اوراق اجاره بر روی دارائی‌ای که دولت از طلبکار خود به صورت نسبه خریده بدون اشکال است.
- ۳- اجاره دارائی از سوی واسط به وکالت از سرمایه‌گذاران به شخص طلبکار دولت از باب عقد اجاره به شرط تملیک با رعایت شرایط عقد اجاره صحیح است.
- ۴- حواله پرداخت اجاره‌بها به سرمایه‌گذاران از سوی شخص طلبکار به دولت به این صورت که حواله‌دهنده (شخص طلبکار)، سرمایه‌گذاران را برای دریافت معادل اجاره‌بها به حواله‌شونده (دولت) حواله دهد، با رعایت شرایط عقد حواله صحیح است.


۲- مدل اوراق اجاره مبتنی بر اجاره به شرط تملیک دارائی اشخاص طلبکار دولت



- ۱- انتشار اوراق اجاره بر روی دارائی طلبکار دولت بنا به درخواست وی صحیح است.
- ۲- اجاره به شرط تملیک دارائی از طرف واسط به دولت به صورت پرداخت اقساطی صحیح است.
- ۳- اجاره مجدد دارائی از طرف دولت به طلبکار در قالب اجاره به شرط تملیک با پرداخت کل اجاره بها به صورت یک جا در ابتدای قرارداد صحیح است.
- ۴- تهاتر بین بدهی اولیه دولت به طلبکار با طلب دولت از محل قرارداد اجاره به شرط تملیک صحیح است.
- ۵- در سررسید اوراق بعد از تملیک دارائی از طرف واسط به دولت، تملیک آن توسط دولت به شخص طلبکار صحیح است.

- انباشت بدهی دولت به پیمانکاران، شرکتهای دولتی، نهادهای عمومی غیردولتی و بانک مرکزی یکی از چالشهای اصلی دولت در شرایط فعلی است.
- راهکارهای متداول برای تسویه بدهیها مانند استقراض از بانک مرکزی علاوه بر این که دارای اشکالاتی است، پاسخگوی حجم انبوه بدهیهای دولت نیست بنابراین باید به دنبال راهکارهای جدید بود.
- از جمله این راهکارها می توان به تأمین مالی دولت از طریق بازار سرمایه اشاره نمود.
- ابزارهای مختلفی برای تأمین مالی دولت از طریق بازار سرمایه وجود دارد که یکی از این ابزارها اوراق اجاره دولتی است. مدل متداول اوراق اجاره به دلیل آن که مستلزم انتقال دارائی از بانی (دولت) به واسط می باشد و انتقال اموال دولت به لحاظ قانونی مقدور نیست، برای تأمین مالی دولت مناسب نیست بنابراین باید این مدل اصلاح و تعدیل شود.

- در این مقاله با استفاده از ترکیب عقد فروش اقساطی، اجاره و حواله، مدل‌های جدیدی برای تأمین مالی دولت از طریق بازار سرمایه ارائه شده است.
- در مدل اول، طلبکار دولت دارائی خود را به صورت فروش نسبه به دولت واگذار می کند. سپس دولت روی آن اوراق اجاره تامین مالی منتشر می کند. سپس نهاد واسط دارائی را برای استفاده به طلبکار اجاره می دهد. طلبکار باید اجاره بها پرداخت کند ولی چون از دولت بابت فروش نسبه دارائی طلب دارد، پرداخت اجاره بها از دارائی را به دولت حواله می دهد.
- در مدل دوم، طلبکار دولت دارائی خود را به صورت فروش نقد به سرمایه گذاران واگذار می کند و بر اساس مدل متداول اوراق اجاره تامین مالی انجام می دهد. سپس نهاد واسط دارائی را برای استفاده به دولت اجاره به شرط تملیک می دهد. آنگاه دولت در قرارداد اجاره به شرط تملیک دومی به طلبکار واگذار می کند و طلبکار با دولت بدهی های همدیگر را تهاتر می کنند.



از بذل توجه
استادان و دانشجویان محترم
کمال تشکر را دارم