

## بررسی تحلیلی اوراق خزانه اسلامی (اخزا) و مزایا و چالش‌های آن

mzrostami@gmail.com

h.rostami123@yahoo.com

محمدزمان رستمی / استادیار دانشگاه قم

محمدهادی رستمی / دانشجوی دکتری حقوق خصوصی دانشگاه شهید مطهری

دریافت: ۱۳۹۶/۱۲/۲۵ - پذیرش: ۱۳۹۷/۰۵/۱۵

### چکیده

پرداخت بدهی‌های حجیم دولت، از جمله به پیمانکاران بخش خصوصی، یک معضل است که خود عاملی برای تعویق بدهی بخش خصوصی به نظام بانکی شده است. اعطای اوراق خزانه اسلامی به طلبکاران، میسرترین راه حل است. این راه حل در کشورهای پیشرفته تجربه شده و ثمرات خوبی به بار آورده است. ماهیت اخزا و بازار آن، که مبتنی بر تولید یا خرید (نقد یا غیرنقد) و فروش نسبه و تنزیل است، از نظر فقهی مشکلی ندارد. سؤال این است که مزایا و چالش‌های اخزا کدام است؟ اخزا مزایای بسیار مانند ایجاد رونق، کنترل بدهی دولت بدون اثر تورمی، شفاف‌شدن نرخ سود تعادلی، افزایش فرصت‌های تأمین مالی، تولید اطلاعات، تعمیق بازار سرمایه و کاهش فشار بر نظام بانکی دارد. از چالش‌های این اوراق که ضرورت بررسی بیشتر را اقتضا می‌کند، دائمی‌شدن بدهی‌های دولت، تسلسل انتشار اوراق و شکل‌گیری بازار سیاه است. فرضیه این است که اخزا به‌رغم ضرورت، دولت را به بدهی مزمن و کلان دچار خواهد ساخت.

**کلیدواژه‌ها:** اوراق خزانه اسلامی، اخزا، بازار بدهی، بدهی دولت، نرخ سود تعادلی

طبقه‌بندی JEL: G12، G24، G29.

دولت بدهی بسیاری به ارث برده و نیاز بسیاری به توسعه زیربنایی دارد و از این رو نیازمند تجهیز منابع مالی جدید است. دولت به واسطه اتخاذ سیاست‌های حمایتی، دچار افزایش هزینه شد و به علت ناکارآمدی مالیاتی و عدم سرمایه‌گذاری درآمدهای نفتی، با محدودیت درآمدی و کسری بودجه روبرو گردید. برای تأمین کسری بودجه، پرداخت بدهی‌ها و تأمین سرمایه‌گذاری‌های زیربنایی، از روش‌های متفاوتی استفاده می‌شود. رایج‌ترین روش، انتشار اوراق بدهی، از جمله اسناد خزانه است. این ابزار، درجه نقدشوندگی بالایی دارد و گرچه فاقد کوپن بهره است و با کسر از مبلغ اسمی به فروش می‌رسد، اما مانند اوراق قرضه ماهیت ربوی دارد. ماهیت اسناد خزانه، مبتنی بر تنزیل است و اگر بدهی از پیش موجود نباشد، فروش اسناد خزانه، نه تنزیل دین، بلکه قرض با بهره است (کمیجانی و بیدآباد، ۱۳۷۱). اندیشمندان اسلامی اوراقی مبتنی بر تولید یا خرید (نقد یا غیرنقد) و فروش نسیه و تنزیل دین را به‌عنوان جایگزین پیشنهاد کرده‌اند و از جمله آنها، اخزا است که دولت با انعقاد قراردادهای واقعی در اختیار طلبکاران قرار می‌دهد و قابل خریدوفروش در بازار ثانویه است (بیدآباد و الهیاری فرد، ۱۳۸۹). یک نهاد مالی، کالاهای مورد نیاز دولت را تولید می‌کند یا به‌طور نقد یا غیرنقد می‌خرد و به‌طور نسیه به او می‌فروشد و اخزا دریافت دارد و می‌تواند آن را در بازار ثانویه تنزیل کند (مقدسی ۱۳۷۳؛ فراهانی فرد ۱۳۸۱؛ موسویان و الهی ۱۳۸۹؛ قضاوی و بازمحمدی ۱۳۹۰). اخزا، ابزاری مالی مبتنی بر بدهی دولت به نظام بانکی و فعالان اقتصادی است و به‌وسیله خزانه‌داری کل وزارت اقتصاد منتشر می‌شود (موسویان و اردکانی، ۱۳۹۱). نظم‌بخشی به حساب‌های دولتی، نقدشوندگی بالا، توسعه بازار بدهی، تأمین مالی مطابق با استانداردهای جهانی، جذب سرمایه‌گذاری خارجی، افزایش رتبه اعتباری دولت در محاسبات رتبه‌بندی بین‌المللی، جبران خسارت‌های پولی و مالی دولت و جلوگیری از رشد تورمی، به‌عنوان مزایای اخزا ذکر می‌شوند. از ضرورت‌های انتشار اخزا، بدهی‌های کلان دولت به فعالان اقتصادی ناشی از طرح‌های عمرانی است که بسیاری نیمه‌تمام رها شده‌اند. عدم پرداخت مطالبات فعالان اقتصادی، مانع رونق آنان و موجب عدم تأمین مالی پروژه‌های عمرانی و زیربنایی جدید و عقب‌ماندگی برخی مناطق و معطل ماندن ظرفیت‌های تولیدی است. راهکار دیگر برای تأمین منابع و تأمین بدهی، واگذاری پروژه‌های سودده به بخش خصوصی است که میسر نشد و در عوض، بخشی از این پروژه‌ها به شبه‌دولتی‌ها واگذار گردید. راهکار دیگر، تسعیر ارز است. راه دیگر، اخذ مالیات از سپرده‌های بانکی است که در اقتصاد ایران لوازم آن فراهم نیست. راه حل اساسی، افزایش بهره‌وری تولید و کاراتر ساختن نظام مالیاتی است. یک راه نیز، طراحی اوراق بدهی با نام اخزا است که ممکن است کشور را در گردابی عمیق غرق سازد.

سؤال اصلی مقاله این است که مزایا و چالش‌های اخزا کدام است؟ فرضیه این است که این اوراق به‌رغم

ضرورت، دولت را به بدهی مزمّن و کلان دچار خواهد ساخت.

با توجه به نوین بودن اخزا و محدودیت ادبیات موجود و تغییر شرایط اقتصاد، از دیدگاه‌های فعالان اقتصادی و مجریان نیز استفاده شده است.

## ۱. پیشینه

فضاوی و بازمحمدی (۱۳۸۹) در پژوهشی با عنوان *عملیات بازار باز در بانکداری بدون ربا؛ مطالعه موردی: اسناد خزانه*، ضمن بررسی ابزارهای تأمین مالی دولت و مشکلات ناشی از تأمین مالی از طریق اوراق بدهی، اسناد خزانه و بازارهای اولیه و ثانویه آن را معرفی و بدهی‌های مشمول این ابزار را برشمردند. موسویان و الهی (۱۳۸۹) در مقاله «امکان‌سنجی فقهی تشکیل بازار بین‌بانکی در بانکداری اسلامی»، ضمن برشمردن ابزارهای کارای بازار بین‌بانکی، اسناد خزانه را به‌عنوان ابزاری برای این بازار معرفی کردند. موسویان و همکاران (۱۳۸۹)، در مقاله «امکان‌سنجی فقهی طراحی اسناد خزانه اسلامی»، مبانی فقهی این ابزار و معاملات آن در بازار اولیه و ثانویه را بررسی می‌نمایند. موسویان و اردکانی (۱۳۹۱)، در پژوهشی با عنوان «مهندسی مالی اسناد خزانه اسلامی»، کاربرد، هدف و بازه زمانی سه نوع مدل اخزا در کشورهای اسلامی را بیان کرده‌اند. فیاضی و نظریور (۱۳۹۴)، در مقاله «استفاده از اسناد خزانه اسلامی برای تأمین مالی طرح‌های تملک دارایی‌های سرمایه‌ای دولت»، روشی ارائه می‌دهند که ضمن تأمین اعتبار طرح‌های عمرانی، از تأخیر در تکمیل آنها جلوگیری می‌کند. ذاکرنیا و حبیب‌اللهی (۱۳۹۵) در مقاله «ارائه مدل قیمت‌گذاری اسناد خزانه اسلامی مبتنی بر چارچوب اوراق بهادارسازی»، بهترین مقیاس برای قیمت‌گذاری اخزا را میانگین بازدهی بازاری می‌دانند که دولت کالاهای مورد نیاز خود را از آن خریداری نموده و این اسناد در ازای طلب آنها صادر شده است. نظریور و صدرایی (۱۳۹۵)، در مقاله «شناسایی و رتبه‌بندی ریسک‌های اسناد خزانه اسلامی در بازار اوراق بهادار ایران»، به معرفی مهم‌ترین ریسک‌های این اسناد از جهت احتمال وقوع و شدت اثرگذاری می‌پردازند. بیدآباد (۱۳۹۳) در مقاله «اوراق خزانه بدون ربا (ریالی و ارزی)»، به تعیین قیمت اوراق در بازار ثانویه با توجه به بازده سایر دارایی‌های مالی می‌پردازد. شمس‌نژاد و طالبی (۱۳۹۵)، در مقاله «به‌کارگیری اسناد خزانه اسلامی در بازار بین‌بانکی»، با تشریح عملکرد و آسیب‌شناسی بازار بین‌بانکی، به کارگیری اخزا به‌عنوان ابزار پولی کوتاه‌مدت در بازار بین‌بانکی را مورد بررسی قرار می‌دهد.

## ۲. ماهیت اخزا

اخزا مبتنی بر بدهی ناشی از معاملات واقعی است. فعالان اقتصادی، کالاها و خدمات مورد نیاز دولت را تولید می‌کنند یا به‌طور نقد یا غیرنقد، خریداری و به‌طور نسبی در اختیار دولت می‌گذارند و اخزا دریافت می‌کنند و می‌توانند در بازار ثانویه بفروشند. اگر این اوراق فروش نرود، بانک مرکزی موظف به تسویه آن در سررسید است. این اوراق مبتنی بر عقود رایج است و ارتباطی با اسلام ندارد؛ گرچه نام اسلامی بر آن می‌نهند. این اوراق مبتنی بر خرید نقدی و فروش

نسبیه کالا و خدمات است و با اوراق نسبی تفاوتی ندارد؛ اما چون خزانه آن را منتشر می‌کند، اوراق خزانه نام می‌گیرد. خرید و فروش این اوراق، مبتنی بر فروش دین است. این اوراق، تغییری در ماهیت بدهی دولت به وجود نمی‌آورد. دولت پیش‌تر در مقابل تعهدات خود اسنادی به طلبکاران می‌پرداخت و اکنون آن را با شکل و نامی دیگر می‌پردازد؛ با این تفاوت که اسناد قبلی، قابل فروش در بازار ثانویه نبود و بانک مرکزی تعهدی در برابر خرید آن نداشت. دولت در مقابل بدهی سابق خود، به فروشندگان این گونه کالاها نیز اخزا می‌پردازد؛ علاوه بر اینکه جریمه تأخیر تأدیه را پرداخت می‌کند. در این حالت، پرداخت اخزا نوعی تبدیل تعهد است؛ به این معنا که رابطه قراردادی دولت و طلبکاران غیردولتی با پرداخت اخزا ساقط می‌گردد و رابطه حقوقی جدیدی جایگزین آن می‌شود. مبلغ تعهد جدید، مبلغ تعهد پیشین، به علاوه درصدی به ازای هر سال تأخیر است. از آنجا که عقد مبنای اوراق قرضه، عقد قرض است که به آن بهره تعلق می‌گیرد و عقد مبنای اخزا، قرارداد پیمانکاری است، شبهه ربوی بودن این اسناد، منتفی است.

دولت در طرح‌های بلندمدت، متناسب با پیشرفت آنها اخزا با سررسیدهای متفاوت ارائه می‌کند. دولت برای تأمین وجوه برای پرداخت حقوق نیز می‌تواند از اخزا استفاده کند که مبتنی بر یک دارایی سهل‌البیع مانند سکه است. دولت دارایی خود را نقد می‌فروشد و نقدینگی لازم را به دست می‌آورد و سپس همان را به صورت نسبیه خریداری می‌کند و در مقابل، اخزا تحویل می‌دهد.

پیش از ارائه آرای قهقی، میزان انتشار اسناد خزانه در سال‌های گذشته بر اساس آمار مرکز مدیریت بدهی‌ها و دارایی‌های مالی عمومی وزارت امور اقتصادی و دارایی و سازمان برنامه و بودجه ارائه می‌شود: از مهر سال ۹۴ تا مهر ۹۵ در فرابورس ایران، نزدیک به ۵۰ هزار میلیارد ریال از طریق اوراق خزانه اسلامی برای پیمانکاران تأمین شده است. «اخزا ۱» مربوط به بودجه سال ۹۳ و «اخزا ۲ تا ۶» مربوط به بودجه سال ۹۴ هستند. سررسید اخزا ۱ در سال ۹۴ و سررسید اسناد خزانه اسلامی مراحل دوم تا ششم، در سال ۹۵ است. در مرحله اول تا ششم (اخزا ۱ تا اخزا ۶) در هر مرحله هزار میلیارد تومان از این اوراق به بازار آمد و تا اوایل تابستان، ۶ هزار میلیارد تومان از بدهی‌های دولت به پیمانکاران تعیین تکلیف شد.

بر اساس لایحه بودجه سال ۹۵ انتشار ۲۲۵ هزار میلیارد ریال اوراق بهادار در نظر گرفته شد که ۷۵ هزار میلیارد ریال آن اسناد خزانه اسلامی بود. انتشار اوراق در بودجه سال ۹۶ تحت نظارت کمیته بندل تبصره ۵ قانون بودجه انجام شد. بر اساس مجوز این کمیته، که متشکل از رئیس کل بانک مرکزی، وزیر اقتصاد و رئیس سازمان برنامه و بودجه با نظارت یک نماینده از مجلس است، انتشار ۱۰۵ هزار میلیارد ریال اسناد خزانه در دستور کار قرار گرفت. در این سال، ابتدا نمادهای اخزا ۱۱ تا ۱۶ در فرابورس پذیرش شدند. سپس در دهم بهمن ماه، اخزا ۷ تا ۱۰، ۱۱ تا ۱۴ و ۱۵ تا ۱۶ در فرابورس پذیرش شدند. با ورود اسناد خزانه اسلامی با نمادهای اخزا ۹ تا ۱۲، ۱۳ تا ۱۶ و ۱۷ تا ۱۸ اسناد خزانه موضوع قانون بودجه ۹۶ در فرابورس کامل شدند.

### ۳. آرای فقهی درباره اخزا

اخزا همانند اسناد بدهی معمولی است؛ با این تفاوت که قابلیت خریدوفروش در بازار ثانویه را دارد و بانک مرکزی تضمین می‌کند که اگر خریدار نتواند آن را در بازار ثانویه بفروشد، آن را تنزیل کند. خریدوفروش این اوراق، بر اساس تنزیل است که مورد اختلاف مراجع است. امام خمینی علیه السلام می‌فرماید: اگر طلبکار سند بدهی را به خود بدهکار به کمتر از مبلغ بفروشد، اشکال ندارد؛ ولی فروش آن به شخص ثالث ریاست (موسوی خمینی، ۱۳۹۲، ج ۲، ص ۲۲۷ از احکام معاملات). آیت‌الله خامنه‌ای نظر امام را داشتند (خامنه‌ای، بی‌تا، س ۱۹۴۹)؛ لکن در استفتایی که مکتوب آن در دفتر معظم‌له موجود است، فروش به شخص ثالث را جایز دانسته‌اند. برخی مراجع، فروش اسناد بدهی به کمتر از مبلغ به شخص ثالث را جایز می‌دانند (فاضل موحدی لنگرانی، ۱۳۸۴، ج ۱، س ۱۰۳۵؛ بهجت، ۱۳۹۰، ج ۳، س ۴۰۱۳؛ تبریزی، ۱۳۸۷، س ۱۱۰۲؛ نوری، ۱۳۸۴، ج ۲، ص ۴۲۵-۴۲۹).

خریداران اوراق در بازار ثانویه به دو گروه تقسیم می‌شوند: گروه اول زیرمجموعه دولت هستند؛ مانند بانک مرکزی و بانک‌های تجاری دولتی. در این حالت، دارندگان اوراق، دیون دولت را به دولت می‌فروشند که بیع دین به مدیون نامیده می‌شود. گروه دوم، اشخاص حقیقی یا نهادهای غیردولتی هستند. در این حالت، دارندگان اوراق، دیون دولت را به شخص ثالث می‌فروشند که فروش دین به غیرمدیون است.

فروش دین حال یا مؤجل به مدیون، در صورتی که ثمن آن مؤجل باشد، نزد اکثر فقهای شیعه و تمام فقهای اهل سنت باطل است. فروش دین حال یا مؤجل به مدیون، در صورتی که ثمن حال باشد، به‌باور فقهای شیعه و مشهور فقهای اهل سنت جایز است. فروش دین حال یا مؤجل به غیرمدیون، در صورتی که ثمن آن مؤجل باشد، نزد غالب فقهای شیعه و تمام فقهای اهل سنت باطل است. فروش دین مؤجل به غیرمدیون، در صورتی که ثمن حال باشد، محل اختلاف است و مشهور فقیهان شیعه آن را صحیح شمرده‌اند. طی صد سال اخیر، اغلب فقیهان افزون بر خریدوفروش دین با مدیون، خریدوفروش دین با شخص ثالث به مبلغی کمتر از مبلغ اسمی را مجاز می‌دانند.

اما درباره اخزا می‌توان گفت که اگر خریدار اسناد در بازار ثانوی، زیرمجموعه دولت باشد، فروش اوراق به آنها از باب فروش دین به مدیون است و به اتفاق فقهای شیعه و بنا بر دیدگاه اغلب فقیهان اهل سنت اشکالی ندارد؛ اما اگر خریدار اسناد، شخص ثالث باشد، بنا بر مشهور فقهای شیعه، شافعیه و مالکیه صحیح است (موسویان و همکاران، ۱۳۸۹، ش ۴۰، ص ۸۷-۱۱۶).

انتشار اخزا زمانی جایز است که مبتنی بر بدهی شخص به شخص دیگر باشد (مانند بدهی دولت به بخش خصوصی). در غیر این صورت، نمی‌توان اوراق را منتشر کرد؛ مانند زمانی که دولت به بانک مرکزی یا بانک‌های دولتی بدهکار است. در این صورت، بدهی شخص به شخص دیگر محقق نمی‌شود. زمانی که زیرمجموعه‌های دولت به بانک مرکزی بدهکارند، به علت اتحاد مالکیت دولت و بانک مرکزی، بدهی، بین دو شخصیت مستقل

نیست. بر این اساس، تحویل اسناد خزانه به بانک مرکزی از طرف دولت و فروش آنها به وسیله بانک مرکزی به مردم به کمتر از مبلغ اسمی و پرداخت مبلغ بیشتر به وسیله خزانه در سررسید، از باب استقراض یک مبلغ و پرداخت مازاد به وسیله دولت است که ربا محسوب می شود.

در این باره، چند حالت وجود دارد:

حالت اول، انتشار اخزا جهت بازپرداخت دولت به بانک مرکزی است که به دلیل اشتراک مالکیت دولت با بانک مرکزی جایز نیست؛ زیرا در عمل، بدهی واقعی اتفاق نیفتاده و این اوراق صوری است.

حالت دوم، انتشار اخزا جهت بازپرداخت بدهی دولت به شبکه بانکی است. در اینجا اگر دولت به بانکهای خصوصی بدهکار باشد، بدهی شخص به شخص دیگر محقق می شود و انتشار اخزا جایز است. اگر دولت به بانکهای دولتی بدهکار باشد و بانکهای دولتی به عنوان وکیل سپرده گذاران به دولت وام داده باشند، باز هم بدهی شخص به شخص دیگر محقق می شود و انتشار اخزا جایز است. اگر وام بانکهای دولتی به دولت از محل وجوه دولت یا سپردههای قرض الحسنه باشد، بدهی شخص به شخص دیگر محقق نمی شود و انتشار اخزا جایز نیست.

حالت سوم، انتشار اخزا برای پرداخت بدهی دولت به پیمان کاران است. این بدهی، اگر بابت انجام کار در طرحهای تملک داراییهای سرمایه ای و طرحهای توسعه ای باشد، چون بدهی به پشتوانه یک معامله است، انتشار اخزا بلامانع است.

حالت چهارم، انتشار اخزا برای پرداخت بدهی دولت به نهادهای عمومی غیردولتی، مانند شهرداریها، بابت تأمین خدمات عمومی است. در این حالت نیز انتشار اخزا جایز است (موسویان و همکاران، ۱۳۸۹).

#### ۴. تفاوت اخزا و اوراق تسویه خزانه

اوراق تسویه خزانه، برای تسویه بدهی های دولت به اشخاص حقیقی و حقوقی خصوصی که متقابلاً به دولت بدهکار هستند، به کار می رود و برای تسویه بدهی هایی کاربرد دارد که تا پایان سال ۹۲ ایجاد و قطعی شده اند. برای مثال، اگر شخص الف با وزارت نیرو قراردادی را منعقد کرده و صد میلیون تومان از این وزارتخانه طلبکار است و همزمان به دلیل تکالیف مالیاتی دوازده میلیون تومان به سازمان امور مالیاتی بدهکار است، می تواند اوراق تسویه خزانه را از وزارت اقتصاد دریافت کند و برای تسویه بدهی خود به سازمان، مورد استفاده قرار دهد. ماهیت این اوراق به عقد حواله (عقدی که به موجب آن، طلب شخصی از ذمه مدیون به ذمه شخص ثالثی منتقل می گردد) نزدیک است. این اوراق با اخزا تفاوت هایی دارد. اخزا کارکرد محدودتری دارد و تنها برای تسویه مطالبات ایجاد شده در اجرای طرح های عمرانی و تملک دارایی سرمایه ای و آن هم محدود به پیمانکاران خصوصی طلبکار از دولت قابل استفاده است؛ اما اوراق تسویه خزانه برای همه اشخاص حقیقی و حقوقی خصوصی قابل استفاده خواهد بود. اخزا را می توان خرید و فروش کرد؛ اما اوراق تسویه قابل خرید و فروش نیست. قرارداد منشأ انتشار اخزا محدود به دو طرف است؛ اما در انتشار اوراق تسویه، سه

طرف نقش دارند: شخص حقیقی یا حقوقی خصوصی که هم‌زمان از دولت طلبکار و به آن بدهکار است؛ دستگاه اجرایی که به شخص خصوصی بدهکار است و اوراق برای تسویه بدهی آن صادر می‌شود؛ و دستگاه اجرایی که از شخص خصوصی طلبکار است و ملزم است اوراق تسویه را بابت طلب خود از شخص خصوصی پذیرا باشد.

## ۵. مزایای بازار بدهی

همواره بحث بر این است که چگونه می‌توان از طریق مکانیسم بازار سرمایه، پول‌های خرد مردمی را جمع‌آوری کرد تا بخشی از تأمین مالی از این طریق صورت گیرد و فشار سنگین از دوش بانک‌ها برداشته شود و واسطه‌گری جدیدی با کارایی بیشتر در ایجاد ارتباط بین سرمایه‌گذاران و استفاده‌کنندگان از منابع شکل گیرد. ضمن اینکه به تدریج نظام دستوری تعیین حداقل سود، جای خود را به نظام شفاف عرضه و تقاضا در بازار سرمایه دهد. امروز بحث جذب سرمایه‌گذاری خارجی نیز مطرح است و همه در تلاشند که حجم بالاتری از منابع خارجی را در جهت رونق بیشتر جذب کنند؛ اما وقتی حجم بالای نقدینگی در اقتصاد کشور وجود دارد، باید تمرکز حداکثری بر استفاده از این منابع اولویت یابد و همراه استفاده از حداکثر توان داخلی، روش‌هایی در بازار تعبیه شود که از طریق همین ابزارها بخشی از جذب سرمایه‌گذاری خارجی نیز محقق شود. به همین جهت، بازار بدهی در این دوره در بازار سرمایه با حجم‌های بالاتر و با شیوه‌ای متفاوت سر و شکل یافت. نظام بانکی و بازار بدهی می‌توانند نقش مکمل را ایفا کنند. برای مثال، بانک‌ها می‌توانند ریسک تفاوت نقدشوندگی دارایی‌ها و تعهدات خود را که ناشی از کوتاه‌مدت بودن سررسید سپرده‌ها و بلندمدت بودن تسهیلات اعطایی است، از طریق بازار بدهی مدیریت کنند. برای این منظور، از یک سو بانک‌ها با انتشار اوراق، سررسید تعهدات خود را مدیریت می‌کنند؛ و از سوی دیگر، با تبدیل تسهیلات اعطایی به اوراق بهادار از طریق بازار بدهی، دارایی‌های بلندمدت خود یا همان تسهیلات اعطایی را نقد شونده می‌کنند. انتشار اوراق رهنی توسط بانک مسکن، نمونه‌ای از این فرایند است. هم‌افزایی نظام بانکی و بازار بدهی در دوره‌های بحران مالی، مشهودتر است. در دوره‌هایی که نظام بانکی دچار بحران می‌شود، یک روش اصلاح ساختار بانک‌ها و بهبود ترازنامه آنها، انتشار اوراق در بازار بدهی است. بازار بدهی در دوره‌های بحران می‌تواند بخشی از فشار تأمین مالی بر نظام بانکی را بر دوش بکشد و نقش لاستیک زاپاس را برای نظام بانکی ایفا کند. در مجموع، بازار بدهی کارکردهایی فراتر از تأمین مالی دولت دارد. اوراق بازار بدهی همچنین می‌تواند به‌عنوان ابزاری برای مدیریت نقدینگی بانک‌ها به کار رود. بانک‌ها که نقش مهمی در تأمین سرمایه‌بنگاه‌ها دارند، گاهی با چالش‌های جدی در مدیریت نقدینگی روبه‌رو هستند. اگر بانک برای مراجعات احتمالی سپرده‌گذاران وجوه مازاد نگاه دارد، با کاهش بازدهی روبه‌رو می‌شود و اگر همه منابع را به کار گیرد، با ریسک نقدینگی مواجه می‌گردد. اسناد خزانه می‌تواند برای حل این مشکل به کار گرفته شود. بانک می‌تواند به منظور کنترل ریسک نقدینگی، بخشی از منابع خود را به خرید این اوراق اختصاص دهد و در مواقع نیاز به پول نقد، با فروش آنها مشکل خود را حل کند.

از دیگر کاربردهای اوراق بدهی، دستیابی به نرخ سود واقعی در بازار بدهی بر اساس عرضه و تقاضا و تنوع بخشی به روش های تأمین مالی است که منجر به افزایش کارایی و کاهش ریسک می شود. تا پیش از توسعه بازار فرابورس، انتشار اوراق با درآمد ثابت، در قالب اوراق مشارکت و از طریق شبکه بانکی بود و دارندگان اوراق با مراجعه به بانک، اقدام به دریافت سود فصلی می کردند یا پیش از سررسید، با پرداخت جریمه، اوراق را بازپس می دادند. پس از توسعه بازار فرابورس، معامله گران با ارسال سفارش های خود به دفتر سفارشات محدود، در بازار اقدام به خرید و فروش می کنند. معامله اوراق در فرابورس این امکان را فراهم می سازد که نرخ سود مرجع بر اساس سازوکار بازار تعیین شود. در کشورهای پیشرفته، نرخ بهره بانکی با توجه به نرخ بهره بازار تعیین می شود و در ایران نرخ سپرده ها یا نرخ بین بانکی مبنای برای تعیین نرخ اوراق است. روش صحیح، عملیات بازار باز از سوی بانک مرکزی است. در این مدل، بانک مرکزی با خرید و فروش اجزا، نرخ سود را تعدیل و تصحیح می کند. زمانی که اقتصاد با کمبود نقدینگی و نرخ سود بالا روبه روست، بانک مرکزی اجزا می خرد و نقدینگی را افزایش و نرخ سود را کاهش می دهد و بالعکس. این اوراق، گامی به سوی خروج از تعیین دستوری نرخ سود بانکی است. تاکنون بازار سرمایه و اقتصاد، مکانیزم کشف نرخ سود انواع اوراق را نداشته است و عموماً اوراق مشارکت، صکوک و گواهی سپرده، با سودهای علی الحساب منتشر می شد؛ اما قیمت اجزا در بازار سرمایه، با مکانیزم عرضه و تقاضا مشخص می شود. ایجاد بازار بدهی و انتشار اوراق بدهی، یک مسیر کارا جهت تأمین مالی دولت و سایر بنگاه های اقتصادی است و بنگاه های اقتصادی می توانند با نرخی بهینه تأمین مالی خود را انجام دهند. تنوع در منابع، هم هزینه تأمین مالی و هم فشار بر نظام بانکی را کاهش می دهد و نظام بانکی که تحت فشار کمبود نقدینگی است، می تواند اصلاح ساختار خود را بهتر از گذشته انجام دهد.

رونق اقتصادی در کشورهای پیشرفته با توسعه بازار بدهی در اقتصادهای توسعه یافته همراه بوده است. ارتباط مستقیمی میان رشد اقتصادی اقتصادهای نوظهور و توسعه بازارهای بدهی وجود دارد. پس از بحران مالی کشورهای آسیایی در اواخر دهه ۹۰ میلادی، بسیاری از کشورها نظیر مالزی، چین و کره جنوبی با توسعه بازار بدهی، به توسعه اقتصاد خود کمک کردند.

حجم بالای بدهی دولت موجب بالا رفتن هزینه مالی و رکود بخش های مختلف می شود. پرداخت این بدهی ها با استفاده از منابع بانک مرکزی، تورم سنگینی ایجاد می کند. راهکار جایگزین، استفاده از بازار بدهی است که به جای استفاده از منابع بانک مرکزی، از پول های موجود در اقتصاد تأمین مالی می کند. توسعه بازار بدهی، مسیری برای عبور از بحران بدهی های دولت بدون آثار تورمی است.

با توسعه بازار بدهی، فعالان بازار سرمایه می توانند به راحتی دارایی های خود را بین بازار سهام و بدهی جابه جا کنند. بنابراین، تحولات بازار بدهی می تواند سیگنالی برای بازار سهام باشد و با سرعت بیشتری شوک های احتمالی در بازار سهام را به مخاطبان مخابره کند. در حالی که اطلاعات نظام بانکی در بخش سپرده ها با تأخیر می تواند سیگنال جابه جایی منابع و احتمال شوک ها در بازار سهام را ارائه کند. بازار سرمایه از دو بخش بازار سهام و بازار



بدهی تشکیل می‌شود. سرمایه‌گذاران، در شرایط نااطمینانی و ریسک بالای اقتصاد به سمت دارایی‌های کم‌ریسک، و در شرایط اطمینان به سمت بازارهای پرریسک‌تر، مانند سهام متمایل می‌شوند. در نبود بازار بدهی و در شرایط نااطمینانی، سرمایه‌ها از بازار سرمایه خارج و به سمت سپرده‌های بانکی حرکت می‌کنند؛ اما با توسعه بازار بدهی، حتی زمانی که ریسک اقتصادی بالاست، سرمایه‌ها به سمت سپرده‌های بانکی نمی‌روند و در بازار بدهی (به‌عنوان بخشی از بازار سرمایه) باقی می‌مانند. این امر امکان جابه‌جایی سرمایه بین دو زیرمجموعه بازار سرمایه را فراهم می‌کند و به آن عمق بیشتری می‌بخشد.

اوراق بدهی، ابزاری کم‌ریسک و فرصتی جذاب برای سرمایه‌گذاران است که با متنوع کردن سبد سرمایه‌گذاری خود، علاوه بر کسب بازدهی مناسب، ریسک خود را کاهش دهند (هولمستروم، ۲۰۱۵؛ دارسکوین، ۲۰۱۰).

## ۶. میزان انتشار اوراق مالی در بازار بدهی

میزان انتشار اوراق مالی در بازار بدهی در طی سال‌های ۹۴-۹۶، در جداول ذیل ارائه می‌شود (تقی‌پور و گرمایی، ۱۳۹۶، ص ۷۴):

اوراق مالی منتشر شده در قانون بودجه سال‌های ۱۳۹۴ و ۱۳۹۵ و پیش‌بینی شده در بودجه سال ۱۳۹۶؛ میلیارد ریال			
سال	نوع اوراق	مستند قانونی	میزان انتشار
۱۳۹۴	اوراق مشارکت	بند (ب) تبصره (۶) قانون بودجه سال ۱۳۹۴	۵۰۰۰
	اوراق مشارکت قطار شهری	بند (د) تبصره (۶) قانون بودجه سال ۱۳۹۴	۱۴۰۰۰
	اسناد خزانه	بند (ط) تبصره (۶)	۵۰۰۰۰
	صکوک اسلامی	بند (ک) تبصره (۶) قانون بودجه سال ۱۳۹۴	۵۰۰۰
		جمع سال ۱۳۹۴	
۱۳۹۵	اوراق مشارکت قطار شهری	بند (د) تبصره (۵) قانون بودجه ۱۳۹۵	۵۵۰۰
	اوراق مشارکت	بند (الف) تبصره (۵)	۴۰۰۰
		بند (ب) تبصره (۵)	۵۰۰۰۰
	اوراق خزانه و یا سایر اوراق	بند (ز) تبصره (۵)	۴۵۰۰۰
		بند (ه) تبصره (۵)	۷۵۰۰۰
		تبصره (۳۶)	۱۷۴۰۰۰
	اوراق مرابحه و سلف خرید گندم	تبصره (۳۶)	۳۹۶۰۰
	صکوک اجاره	بند (ح) تبصره (۵)	۲۲۰۰۰
	اوراق تبصره ۳۷		۸۰۰۰۰
	جمع سال ۱۳۹۵		۴۹۵۱۰۰
۱۳۹۶	اوراق مالی اسلامی	بند (ب) تبصره (۵)	۲۰۰۰۰۰
	خزانه اسلامی	بند (ه) تبصره (۵)	۹۵۰۰۰
	خزانه اسلامی	بند (ز) تبصره (۵)	۱۰۰۰۰۰
	خزانه اسلامی	بند (ح) تبصره (۵)	۵۰۰۰۰
	اوراق مشارکت قطار شهری	بند (د) تبصره (۵)	۱۲۵۰۰
	اسناد خزانه اسلامی	بند (و) تبصره (۱۶)	۱۷۵۰۰۰
	اوراق مالی اسلامی	بند (ک) تبصره (۵)	۵۰۰۰۰

## ۷. تولید اطلاعات در بازار اخزا

از مهم‌ترین اطلاعات تولیدشده در بازار اخزا، نرخ سود بدون ریسک است که در بازارهای مالی نقش مهمی دارد. برای مثال، یکی از الزامات توسعه بازار آتی، نرخ سود بدون ریسک است که حلقه اتصال قیمت‌های لحظه‌ای و آتی است و بدون آن، قیمت‌گذاری قراردادهای آتی به صورت کارا صورت نمی‌گیرد و امکان از بین بردن ناکارایی قیمتی یا فرصت‌های آربیتراژ در این بازار وجود ندارد. از دلایل عدم موفقیت بازار آتی سهام، این موضوع است. فرصت‌های آربیتراژ و قیمت‌گذاری‌های عجیب در بازار آتی سکه در سال ۹۰ و بروز بحران در این بازار، از پیامدهای فقدان نرخ سود بدون ریسک بود. علاوه بر بازار آتی، ابزارهای مشتقه همچون اختیار و سوآپ نیز برای قیمت‌گذاری درست و بدون آربیتراژ نیازمند نرخ سود بدون ریسک هستند و در غیر این صورت، نمی‌توان به راه‌اندازی این بازارها و ایفای نقش آنها در مدیریت ریسک امیدوار بود. نرخ سود بانکی جایگزین مناسبی برای نرخ سود بدون ریسک که از طریق بازار بدهی تولید می‌شود، نیست؛ زیرا نظام بانکی دستخوش ناکارایی‌های گسترده، مانند غیررقابتی بودن فرایند تعیین نرخ سپرده و دخالت دولت است؛ ثانیاً سود بانکی در سپرده‌های بلندمدت، به دلیل آنکه سپرده‌گذار امکان خروج آتی سپرده خود را ندارد، دارایی غیرنقدشونده است.

از مهم‌ترین اطلاعات تولیدشده توسط بازار بدهی، قیمت‌گذاری ریسک اعتباری است. تفاوت بازده تا سررسید اوراق دولتی بدون ریسک و سایر اوراق، که ریسک نکول یا عدم بازپرداخت در آنها وجود دارد، معیار مناسبی برای قیمت‌گذاری ریسک اعتباری است. در کشور، سنج‌های برای قیمت‌گذاری ریسک اعتباری وجود ندارد و این موضوع، مانع توسعه تأمین مالی و دسترسی شرکت‌های با ریسک اعتباری بالاتر به برخی روش‌های تأمین مالی است. در کشورهای دارای بازار بدهی توسعه‌یافته، بانک‌ها برای تعیین نرخ تسهیلات، از اطلاعات بازار بدهی استفاده می‌کنند و از شرکت‌هایی که ریسک اعتباری آنها در بازار بدهی، کمتر و در نتیجه نرخ بازدهی اوراق آنها پایین‌تر است، برای اخذ تسهیلات بانکی نرخ سود کمتری مطالبه می‌کنند.

بعد سوم اطلاعات تولید شده در بازار اخزا، بعد زمان است. ساختار زمانی سود نشان می‌دهد هزینه تأمین مالی بدهی با سررسیدهای مختلف چقدر است. سرمایه‌گذاری و توسعه کسب‌وکار، فعالیت‌های زمان‌بر و پرریسک است و از مهم‌ترین عوامل کاهش ریسک سرمایه‌گذاری، انطباق میان سررسید تعهدات مالی پروژه و سودآوری آن است. ساختار زمانی سود به فعالان اقتصادی علامت می‌دهد که هزینه تأمین مالی برای پروژه‌های با سررسیدهای مختلف چقدر است و بر این اساس، آنها را به سمت سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت یا بلندمدت سوق می‌دهد. در حال حاضر، در بازار بدهی کشور، انتشار اوراق با سررسیدهای فراتر از سه چهار سال مرسوم نیست و این موضوع ریسک سرمایه‌گذاری در پروژه‌های بلندمدت را افزایش می‌دهد.

تولید اطلاعات توسط بازار اخزا در صورتی به بهینه‌سازی تصمیمات اقتصادی کمک می‌کند که با اصلاحات اقتصادی همراه باشد. اگر دولت به موازات راه‌اندازی بازار اخزا به تعیین دستوری نرخ سود بانکی و دوبرخی کردن

بازار ارز ادامه دهد، اثر مثبت این اطلاعات در تصحیح رفتار آحاد اقتصادی کاهش می‌یابد و ممکن است به آنها علامت غلط بدهد و سرمایه‌گذاری را از فعالیتهای مولد به سمت سفته‌بازی و سودجویی ناشی از عدم تعادل‌های ایجادشده در این بازارها سوق دهد.

از دیگر مزایای بازار بدهی عبارت‌اند از: کمک به رونق اقتصادی، کنترل بدهی دولت بدون اثر تورمی، کمک به استقلال بانک مرکزی، ایجاد منبع جدید تأمین مالی، ایجاد فرصت برای تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط، کاهش فشار بر نظام بانکی، تعمیق بازار سرمایه، ضربه‌گیر شوک‌های بازار سهام، و متنوع‌سازی سبد سرمایه‌گذاری.

## ۸. شرایط توسعه بازار اخزا

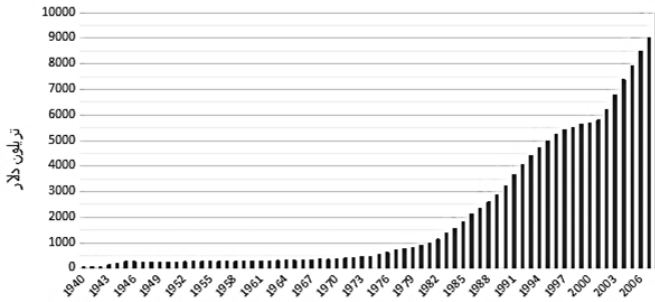
از شرایط توسعه بازار بدهی، رونق فضای تولید و کسب‌وکار، نرخ سود پایین، عبور از تعیین نرخ دستوری، پرداخت بدهی در سررسید و تمرکز انتشار اوراق در وزارت اقتصاد است.

بازار بدهی علاوه بر شبکه بانکی و بازار فرابورس، می‌باید از طریق بازار خارج از بورس یا OTC نیز گسترش یابد؛ چونان که بسیاری از بازارهای بدهی توسعه‌یافته، از جمله بازار بدهی آمریکا، از نوع خارج از بورس هستند. در آمریکا حدود ۵٪ از کل اوراق قرضه در بورس نیویورک و مابقی در بازارهای خارج از بورس معامله می‌شوند.

اخزا مانند هر محصول دیگری، برای موفقیت نیاز دارد بازار هدف و مشتریان اصلی را شناسایی و ویژگی‌های محصول را متناسب با نیازهای مشتریان تنظیم کند. اگر مشتریان اخزا سرمایه‌گذاران حقیقی باشند، نحوه انتشار و معامله اوراق با بازاری که فعالان آن سرمایه‌گذاران حقوقی هستند، متفاوت است. سرمایه‌گذاران حقیقی با سفارش‌های کم‌حجم و پرتعداد معامله می‌کنند و برای آنان، بورس متمرکز و دارای دفتر سفارشات محدود، مناسب است. سرمایه‌گذاران حقوقی بزرگ، دارای معاملات بسیار بزرگ و فاقد تمایل به افشای تصمیم و انگیزه خود برای انجام معامله هستند. به این دلیل، سازوکار بورس متمرکز و دفتر سفارشات محدود، به دلیل افشای اطلاعات سفارشات، مطلوب آنان نیست. از دلایل سوق بازار اوراق قرضه آمریکا به خارج از بورس، حضور سرمایه‌گذاران حقوقی و عدم تمایل آنها برای آشکار شدن انگیزه معاملاتشان است.

بازار بدهی، در کنار بازار سهام و بازار مشتقات، سه رکن بازار سرمایه را تشکیل می‌دهند و هدف آن، ایجاد مکانیسمی با عمق و نقدینگی لازم برای تأمین مالی کوتاه‌مدت، میان‌مدت و بلندمدت بخش خصوصی و دولت است. با سازوکارهایی مانند اعتبار مالیاتی می‌توان شرکت‌ها را به تأمین مالی از بازار بدهی ترغیب ساخت. اگر دولت ۳۰٪ از سود اوراق را به‌عنوان اعتبار مالیاتی از هزینه مالیات شرکت‌ها کم کند، شرکت‌ها به استفاده از این بازار تشویق می‌شوند. با افزایش منابع شرکت‌ها، فعالیت آنها افزایش می‌یابد و مالیات بیشتری پرداخت می‌کنند؛ یعنی اعتبار مالیاتی از محل مالیات اضافی کم خواهد شد. وقتی پول اوراق فروخته‌شده به حساب جاری بنگاه‌ها در بانک‌ها واریز شود، منابع بانک‌ها افزایش می‌یابد که به‌معنای کاهش نرخ سود بانکی است و نیازی به پایین آوردن دستوری آن نیست.

بدهی ملی آمریکا از سال ۱۹۴۰



منبع: مرکز سنجش بدهی ایالات متحده آمریکا [http://www.brillings.com/debt\\_clock](http://www.brillings.com/debt_clock)

## ۹. چالش‌های اخزا

برای انتشار اخزا، قانون مستقلی وجود ندارد و تنها در قوانین بودجه سنواتی برای انتشار آنها مجوز صادر شده است. قوانین بودجه سنواتی نیز ماهیت یک‌ساله دارند و جای قانون‌گذاری نیست. ضمن آنکه آیین‌نامه‌های تهیه‌شده نیز تاحدودی با هم مغایرت دارند و باعث سردرگمی دست‌اندرکاران می‌شوند.

انتشار اسناد خزانه‌آغازی برای دائمی کردن بدهی‌های دولت است؛ همان خطری که دولت آمریکا را تهدید می‌کند. مقام معظم رهبری در مورد وضعیت اقتصادی آمریکا می‌فرماید: ادعا می‌کنند که ثروتمندترین ملت دنیا و دولت دنیا هستند؛ اما امروز دولت آمریکا مقروض‌ترین دولت دنیاست. بدهکاری‌های او به‌اندازه تولید ناخالص ملی اوست. برای یک کشور، از این بدتر و بالاتر، فضاختی نیست (www.leader.ir). بدهی دولت آمریکا بیش از ۱۶۲۵۱ میلیارد دلار است. رشد بدهی‌های دولت آمریکا او را در آینده دچار مشکلات شدید خواهد کرد. دولت‌های غربی، از جمله آمریکا اوراق بدهی را بازپرداخت نمی‌کنند؛ بلکه از طریق انتشار اوراق جدید، بدهی خود را می‌پردازند؛ یعنی انتشار اوراق بدهی، برای بازپرداخت بدهی‌های اوراق قبلی است. این امر به تسلسل انتشار اوراق می‌انجامد.

انتشار اخزا در ایران برای جبران ناتوانی دولت در پرداخت مطالبات پیمانکاران است؛ اما منشأ ایجاد و انباشت بدهی‌ها، انبوهی از طرح‌های عمرانی نیمه‌تمام است که از ابتدا فاقد توجیه فنی و اقتصادی بوده‌اند یا با تأخیر در اتمام طرح، مزیت و توجیه‌پذیری خود را از دست داده‌اند. درحال حاضر بیش از ۵ هزار طرح عمرانی وجود دارد که در موعد مقرر خاتمه نیافته و حداقل ۵۰۰ هزار میلیارد تومان برای اتمام آنها نیاز است. این در حالی است که در سال‌های ۹۱-۹۳ حداکثر اعتبار تخصیص‌یافته به طرح‌های عمرانی در هر سال بیش از ۲۰ هزار میلیارد تومان نبوده است. بنابراین اگر تکلیف این طرح‌ها، مثلاً انتقال آن به بخش خصوصی روشن نشود، انتشار اخزا به شیوه فعلی به‌معنای اتمام طرح‌های عمرانی با هزینه‌های چندبرابری برآوردهای اولیه است و دولت یا کشور با معضل انباشت بدهی‌ها و تعهدات سنگین بازپرداخت اسناد سررسیدشده در سال‌های آتی مواجه خواهد بود (مرکز پژوهش‌های مجلس ۱۳۹۵). با توجه به اینکه اوراق بدهی پیش‌بینی‌شده در ایران شامل اوراق مشارکت، صکوک اسلامی (اوراق

اجاره، استصناع و مباحه، اوراق منفعت، اوراق سلف) و اسناد خزانه با ریسک نقدشوندگی و ریسک ناشی از کاهش ارزش پول ملی و تورم مزمن روبه‌روست، برای پوشش ریسک‌های فوق، قابلیت بازخرید اوراق (در هر زمان و بدون جریمه) توسط بانک‌های دولتی پیش‌بینی شده که نقض غرض و موجب بیشتر شدن بدهی دولت خواهد شد. در کشورهای دیگر، ریسک نقدشوندگی اوراق خزانه، از طریق ایجاد بازار ثانویه (بورس) خنثی می‌شود؛ به‌نحوی که دارنده اوراق در هر زمان می‌تواند دارایی خود را نقد کند؛ ولی در ایران این امر به دلیل نبود سازوکار تعیین نرخ سود در بازار آزاد میسر نیست.

با توجه به اینکه مالکان اصلی اخزا، پیمان‌کاران طلبکار دولت هستند، این احتمال وجود دارد که پیمان‌کاران به دلیل نیاز مبرم به نقدینگی و عدم تخصص کافی در زمینه کشف نرخ مناسب اخزا، مشارکت فعال و صحیح در فرایند کشف نرخ بازده تعادلی نداشته باشند که در این صورت، نرخ سود کشف شده با نرخ تعادلی بازار متفاوت خواهد بود. همچنین در صورتی که بانک نسبت به پرداخت تعهدات خود نکول یا تأخیر کند، موجب تغییر شرایط عادی بازار بدهی و افزایش ریسک می‌شود؛ به‌ویژه اینکه این اوراق از نوع بدون کوبین بوده، تفاوت قیمت و ارزش اسمی متناسب با زمان، تعیین‌کننده بازدهی است که در این صورت، تأخیر در پرداخت، نرخ سود کشف‌شده در بازار بدهی را با چالش مواجه می‌کند. از سوی دیگر، کشف نرخ سود در بازار بدهی نیازمند اوراق با سررسیدهای متفاوت است تا هر سرمایه‌گذار متناسب با افق سرمایه‌گذاری خود اقدام کند و نرخ سود تعادلی کشف شود. با توجه به اینکه تنها اوراق قابل معامله در بازار بدهی در شرایط فعلی اخزاست، نرخ سود کشف‌شده در این بازار، معرف نرخ سود تعادلی کشور نخواهد بود.

غیرتعادلی بودن نرخ این بازار و فاصله آن با سود بانکی و قرار گرفتن تابلوی معاملات این اوراق در کنار تابلوی معاملات سهام شرکت‌ها موجب می‌شود که بازار اوراق بدهی رقیبی برای بازار سرمایه و مانعی برای رشد آن گردد؛ به‌ویژه زمانی که معاملات سهام در بورس و فرابورس رونق چندانی ندارد و کمبود نقدینگی ناشی از قفل‌شدگی منابع پولی به چشم می‌آید و نسبت قیمت بر درآمد  $\frac{P}{I}$  کلی بازار سهام، رشد نشان نمی‌دهد، بسیاری از فعالان ترجیح می‌دهند پول‌های خود را به‌صورت سپرده‌های بلندمدت در بانک‌ها نگهداری کنند یا اوراق بدهی خریداری نمایند.

## ۹-۱. تأثیر صندوق‌های سرمایه‌گذاری با درآمد ثابت بر نرخ سود اوراق

از دیگر عواملی که این اوراق را از نرخ سود تعادلی دور می‌سازد، صندوق‌های سرمایه‌گذاری با درآمد ثابت است. گسترش صندوق‌های درآمد ثابت، بر پیچیدگی اوضاع می‌افزاید. پس از کاهش دستوری نرخ سود، بانک‌ها اقدام به ایجاد صندوق‌های سرمایه‌گذاری با درآمد ثابت کردند تا با پیشنهاد نرخ‌های بالاتر از نرخ مصوب بانک مرکزی، از خروج منابع در اختیار خود پیشگیری کنند. در نتیجه، بخش عمده‌ای از سرمایه‌گذاران صندوق‌های درآمد ثابت، سپرده‌گذاران بانکی‌اند. دارایی‌های این صندوق‌ها از ۵۷ هزار میلیارد ریال در انتهای سال ۱۳۹۳ به ۱۲۰۰ میلیارد

ریال در انتهای آذر سال ۱۳۹۵ رسیده است که نشانگر انتقال بخشی از منابع شبکه بانکی به نهادی از بازار سرمایه است. در گذشته، بازارگردانی اوراق بدهی، از سوی بانکها بود و باز خرید اوراق قبل از سر رسید در بانکها تعریف می شد. عرضه اوراق بدهی در بازار سرمایه با نگرانی عدم تقاضا همراه بود. به این دلیل، صندوق های سرمایه گذاری با درآمد ثابت برای ایجاد تقاضا در بازار بدهی در دسترس مردم قرار گرفت. این صندوقها موظفاند درصدی از منابعشان را به خرید صکوک با درآمد ثابت و اوراق بدهی تخصیص دهند و زمینه افزایش تقاضا در بازار بدهی را به وجود آورند. از هدف های این صندوقها ورود غیر مستقیم مردم به یک بازار پیچیده و تخصصی است. با توجه به پیچیدگی و تنوع صکوک و عدم آشنایی مردم با انواع صکوک، مانند صکوک اجاره، اوراق رهنی، اوراق منفعت، اوراق مشارکت، اوراق استصناع، اوراق مباحه و... مقرر شد خرید و فروش اوراق از طریق صندوقها در بانکها انجام گیرد. این صندوقها گرچه بخش قابل توجه سپرده های مردمی را جذب می کنند، اما کارکردشان در جهت افزایش عمق بازار بدهی نیست؛ زیرا دوباره آنها را در بانکها سپرده گذاری می کنند؛ در صورتی که باید حداکثر ۱۰٪ منابع صندوق در بانک بماند و باقی صرف خرید اوراق در بازار سرمایه شود و حداقل ۵۰٪ اوراق خریداری شده، اوراق بدهی دولتی باشد. اندازه این صندوقها به مرز ۱۲۵ هزار میلیارد تومان رسیده که تهدیدی برای نظام بانکی است. بانکها با تأسیس صندوق، بانک مرکزی را دور می زنند تا سپرده گذاران را راضی نگه دارند. سپرده گذاری صندوقها در بانکها باعث شده است که بانکها از طریق آنها سود بالا پرداخت کنند که مانع جهت گیری نرخ سود به سوی نرخ تعادلی است.

## ۹-۲. تأثیر بازار سیاه بر نرخ سود اوراق

از عواملی که نرخ این اوراق را از نرخ تعادلی دور می سازد، شکل گیری بازار سیاه است. شکل گیری بازاری غیرمتمثل با نرخ های بالا توسط غیرمجازها و دست به دست شدن اوراق، نه در بانک یا بورس یا فرابورس، بلکه در بازار سیاه است. توقف عرضه اخزا در اواخر سال ۱۳۹۵ به بهانه حمایت از بورس سهام، موجب ایجاد بازار سیاه برای اوراق سخاب شد. نخستین عرضه سخاب، در اسفند ۱۳۹۵ بود و از ۲۴ تیر سال ۱۳۹۶ به شکل گسترده تری از طریق بانک ملی به طلبکاران دولتی واگذار شد. این اوراق دست به دست میان دلان چرخید و آگهی فروش آن از شبکه های اجتماعی و فروشگاه های مجازی سر در آورد. این بازار غیرمتمثل و غیرشفاف موجب شد سخابها در نرخ هایی بین ۳۰ تا ۳۷٪ معامله شوند. این اوراق به دلیل فقدان استانداردهای لازم برای پذیرش در بورس، بازار ثانویه قوی در اختیار ندارند و با خطر تأخیر در پرداخت سودهای دوره ای یا نکول در سر رسید روبه رو هستند. در واقع، این اوراق در ابتدای راه پای غیرمجازها را به بازار اوراق باز کرد. دهه های گذشته، یکی از مهم ترین مشکلات بازار پولی، رشد سریع مؤسسات غیرمجاز مالی بود که سپرده های مردم را با ترفند سودهای بالا جذب و در فعالیتهای پرریسک سرمایه گذاری کردند. بازار سخاب، تکرار تجربه غیرمجازها در بازار پولی است.

### ۳-۹. واگذاری اخزا و از دست رفتن بخشی از دارایی پیمان کار

نحوه واگذاری اخزا بدین صورت است که دولت بدهی خود به علاوه ۲۰٪ به ازای یک سال تأخیر را به عنوان بدهی قطعی خود محاسبه می‌نماید. برای مثال، چنانچه دولت مبلغ ۱۰,۰۰۰,۰۰۰ ریال از فروردین ۱۳۹۴ به پیمان کاری بدهکار بوده است، میزان بدهی وی در پایان مرداد ۱۳۹۵ مبلغ ۱۲,۶۶۶,۶۶۶ ریال است و به این میزان، اخزا با سررسید یک‌ساله به وی واگذار می‌شود. اگر پیمان کار به فروش اوراق در فرابورس اقدام نماید، اوراق با سررسید یک‌ساله بین ۲۲ تا ۲۵٪ پایین‌تر از قیمت اسمی معامله می‌شوند. بنابراین پس از فروش اوراق توسط پیمان کار در فرابورس، مبلغی که به دست او رسیده است، حدود ۹,۸۷۹,۹۹۹ ریال تا ۹,۴۹۹,۹۹۹ ریال خواهد بود. در این روش، پیمان کار به اصل پول خود پس از یک سال تأخیر در پرداخت نمی‌رسد و ۲۲ تا ۲۵٪ از دارایی و سرمایه در گردش خود را از دست می‌دهد.

### نتیجه‌گیری

تحلیل ارقام بودجه نشان می‌دهد دولت ضمن بازپرداخت اوراق سررسیدشده قبلی، نیاز به انتشار اوراق جدید در ابعاد وسیع برای توازن بودجه‌های سنواتی دارد. این به معنای انباشت تعهدات دولت و اضافه شدن تعهدات جدید و انتقال آنها به سال‌های بعد است. انتشار اوراق بدهی، اگرچه می‌تواند در کوتاه‌مدت با سیال‌سازی بدهی‌های معوق دولت، مشکل پیمانکاران را حل کند و انبوه بدهی‌های دولت را به میزان بسیار محدودی سامان‌دهی نماید، ولی در بلندمدت، مشکل عدم توازن منابع و مصارف بودجه با تکیه بر بازار بدهی و ایجاد تعهدات انباشته برای سال‌های آینده، حل نخواهد شد. در این زمینه دولت به‌طور جدی نیازمند مدیریت هزینه‌های خود است. مدیریت هزینه‌های دولت نیز بیش از هر چیز مستلزم اصلاح سیاست‌های حمایتی غیرهدفمند و بازتعریف پرداخت‌های انتقالی و یارانه‌ای دولت است. البته عوامل دیگری هم در ناپایداری مالی دولت مؤثر است؛ از جمله عدم شفافیت مالی دولت، تصدی‌گری دولت در حوزه‌های قابل واگذاری، بهره‌وری پایین نهادها و سازمان‌های دولتی و نظایر آن. در نهایت، بدون بازنگری و اصلاح ساختار هزینه‌های دولت و کاهش هزینه‌های دولت و بدون دستیابی به یک بودجه متعادل و پایدار، سیاست‌هایی نظیر انتشار اوراق بدهی، در بلندمدت مشکل بدهی‌های انباشته دولت را حل نخواهد کرد. مسئله بازپرداخت اوراق در سال‌های آینده، می‌تواند نگران‌کننده باشد. انتشار مستمر اوراق بدهی دولت هم‌زمان با کسری بودجه‌های سالانه، حجم تعهدات دولت را برای سال‌های آینده افزایش خواهد داد. در نهایت، چنانچه انباشت تعهدات ناشی از انتشار مستمر اوراق و تعهدات مربوط به پرداخت سود اوراق، در سررسیدهای خود توسط دولت قابل بازپرداخت نباشد، این تعهدات به صورت بدهی دولت به نظام بانکی و در نهایت هم به بانک مرکزی تغییر شکل خواهد داد که به معنای افزایش نقدینگی و بی‌ثباتی اقتصاد کلان است. در کوتاه‌مدت، سامان‌دهی بدهی‌های معوق دولت و رفع کسری بودجه و تأمین منابع برای اتمام طرح‌های عمرانی نیمه‌تمام با تکیه بر بازار

بدهی، می‌تواند اقدامی مثبت تلقی شود؛ ولی تکیه بر بازار بدهی برای حل مشکلات بودجه‌ای دولت به‌عنوان یک راه‌حل بلندمدت، راه پرخطری است که می‌تواند دولت را با چالش‌های جدی در سال‌های آینده مواجه کند. این مسئله زمانی ابعاد پیچیده‌تری پیدا می‌کند که برآورد دقیقی از مقدار بدهی‌های بخش عمومی موجود نباشد. در واقع معلوم نیست با انتشار چه میزانی از اوراق بدهی، وضعیت بدهی‌های دولت به یک وضعیت پایدار خواهد رسید. توسعه بازار بدهی در ایران، فراتر از حل مشکلات بودجه‌ای دولت و سامان‌دهی بدهی‌های دولت، باید با نگاهی بلندمدت و با هدف توسعه بازارهای مالی و تنوع‌بخشی به نظام تأمین مالی کشور باشد. با این نگاه، اقداماتی مانند برآورد ظرفیت بازار و انتشار اوراق متناسب با ظرفیت بازار، از اهمیت برخوردار است. همچنین مسئله توسعه و بهبود قوانین و ابزارهای مربوط به بازار بدهی، ایجاد سازوکارهای مناسب رتبه‌بندی اوراق بر اساس ریسک و بازده و همچنین پیش‌بینی منابع لازم برای بازپرداخت اصل و سود تعهدات نیز حائز اهمیت است.

### پیشنهادات

دولت به‌جای رونق بازار اوراق بدهی، بهتر است سهام شرکت‌های دولتی و شبه‌دولتی را در بازار سهام به‌فروش رساند که علاوه بر تسریع پرداخت بدهی‌های دولتی، فرایند خصوصی‌سازی را تسریع و بهبود می‌بخشد. راه دیگر، واگذاری طرح‌های نیمه‌تمام به طلبکاران بخش خصوصی است. راه‌حل اساسی دیگر، کوچک شدن دولت و کاهش هزینه‌های غیر مولد و واگذاری وظایف آن به بخش خصوصی است. ایجاد بهره‌وری، سرآمد همه راه‌حل‌هاست. بخش عمده مشکلات کشور در همه حوزه‌های اقتصادی ناشی از بهره‌وری بسیار نازل است.



- بهجت، محمدتقی، ۱۳۹۰، *استفتانات*، چ دهم، قم، دفتر حضرت آیت الله العظمی بهجت.
- بیدآباد، بیژن، ۱۳۹۳، «اوراق خزانه بدون ربا»، در: *مجموعه مقالات بیست و چهارمین همایش سیاست‌های پولی و ارزی*، تهران، پژوهشکده پولی و بانکی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.
- بیدآباد، بیژن و محمود الهیاری فرد، ۱۳۸۹، «اوراق قرضه غیرربوی (ریالی و ارزی) و ابزارهای پولی بانکداری مرکزی بدون ربا»، *مجموعه مقالات سومین کنفرانس بین‌المللی توسعه نظام تامین مالی در ایران*، تهران، مرکز مطالعات تکنولوژی دانشگاه صنعتی شریف.
- تبریزی، جواد، ۱۳۸۷، *استفتانات آیت الله تبریزی*، چ هشتم، قم، موسسه فرهنگی و اطلاع رسانی تبیان.
- تقی‌پور، انوشیروان و ابوالفضل گرمایی، ۱۳۹۶، *بازار بدهی، چالش‌ها و راهکارهای بهبود، گزارش سازمان برنامه و بودجه*، تهران، سازمان برنامه و بودجه
- ذاکرنیا، احسان، و محمدهادی حبیب الهی، ۱۳۹۵، «ارائه مدل قیمت گذاری اسناد خزانه اسلامی مبتنی بر چارچوب اوراق بهادار سازی»، *دانش سرمایه‌گذاری*، ش ۱۸، ص ۵۱-۶۵.
- خامنه‌ای، سیدعلی، بی تا، *اجوبه الاستفتاءات (منبع الکترونیکی)*، تهران، موسسه تحقیقات و نشر معارف اهل البیت علیه السلام.
- شمسی‌نژاد، سیدسعید و محمد طالبی، ۱۳۹۵، «به کارگیری اسناد خزانه اسلامی در بازار بین بانکی ایران»، *تحقیقات مالی اسلامی*، ش ۱، ص ۳۳-۶۲.
- فاضل موحدی لنکرانی، محمد، ۱۳۸۴، *جامع المسائل*، چ دهم، قم، امیرالعلم.
- فراهانی فرد، سعید، ۱۳۸۱، *سیاست‌های اقتصادی در اسلام*، تهران، پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.
- فیاضی، محمدتقی، و محمدتقی نظرپور، ۱۳۹۴، «استفاده از اسناد خزانه اسلامی برای تأمین مالی طرح‌های تملک دارایی‌های سرمایه‌ای دولت»، *اقتصاد و بانکداری اسلامی*، ش ۱۳، ص ۸۳-۱۰۸.
- قضاوی، حسین و حسین بازمحمدی، ۱۳۹۰، *عملیات بازار باز در چارچوب بانکداری بدون ربا مطالعه موردی: اخزا، تهران، پژوهشکده پولی و بانکی (گزارش پژوهشی)*، تهران، پژوهشکده پولی و بانکی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.
- کمیجانی، اکبر و بیژن بیدآباد، ۱۳۷۱، *سیاست‌های پولی مناسب جهت تثبیت فعالیت‌های اقتصادی در ایران*، تهران، وزارت امور اقتصادی و دارایی.
- مقدس، محمدرضا، ۱۳۷۳، *سیاست‌های پولی: انتخاب ابزار به‌عنوان جایگزین*، تهران، معاونت امور اقتصادی وزارت امور اقتصادی و دارایی.
- مکارم شیرازی، ناصر، ۱۳۹۳، *احکام ویژه ۶۰۰ مساله مورد نیاز: مطابق با فتاوی حضرت آیت الله العظمی مکارم*، تحقیق وحید علیان‌نژاد، قم، مدرسه امام علی بن ابیطالب علیه السلام.
- موسویان، سیدعباس و مجید خادم‌الحسینی اردکانی، ۱۳۹۱، «مهندسی مالی اخزا»، *اقتصاد اسلامی*، ش ۴۵، ص ۱۰۷-۱۳۰.
- موسویان، سیدعباس و مهدی الهی، ۱۳۸۹، «امکان‌سنجی فقهی تشکیل بازار بین‌بانکی در بانکداری اسلامی»، *اقتصاد اسلامی*، ش ۳۸، ص ۸۹-۱۱۸.

موسویان، سیدعباس و همکاران، ۱۳۸۹، «امکان‌سنجی فقهی طراحی اخزا در بازارهای مالی اسلامی»، *اقتصاد اسلامی*، ش ۴۰، ص ۸۶-۱۱۶.

موسوی خمینی، سیدروح‌اله، ۱۳۹۲، *استفتائات*، چ پانزدهم، تهران، موسسه تنظیم و نشر آثار امام خمینی ❖.

نظریور، محمدنقی و محمدحسین صدرایی، ۱۳۹۵، «شناسایی و رتبه‌بندی ریسک‌های اسناد خزانه اسلامی در بازار اوراق بهادار ایران»، *تحقیقات مالی اسلامی*، ش ۱۲، ص ۱۳۳-۱۶۶.

نوری همدانی، حسین، ۱۳۸۴، *استفتاءات آیت‌الله حسین نوری همدانی*، چ هفتم، قم، مهدی موعود.

Darskuviene, Valdone, 2010, *Financial Markets*, Vytautas Magnus University.

Holmstrom, Bengt, 2015, "Understanding the role of debt in the financial system", *BIS Working Papers*, No 479.

[http://www.brillling.com/debt\\_clock](http://www.brillling.com/debt_clock).

<http://www.leader.ir/langs/fa/index.php?p=bayanat&id=10113>.

