

آسیب‌شناسی عملکرد اسناد خزانه اسلامی

معاونت پژوهش‌های اقتصادی
دفتر: مطالعات اقتصادی

کدموضوعی: ۲۲۰
شماره مسلسل: ۱۵۵۴۲

مهرماه ۱۳۹۶

فهرست مطالب

۱	چکیده
۳	مقدمه
۳	۱. تأمین مالی دولت و اسناد خزانه متعارف
۴	۱-۱. آثار تأمین مالی از مسیر بدهی بر اقتصاد
۵	۱-۲. عملکرد اسناد خزانه متعارف
۸	۲. احکام قانونی ناظر بر اسناد خزانه اسلامی
۱۶	۳. عملکرد اسناد خزانه اسلامی
۱۸	۴. برخی ویژگی‌های اسناد خزانه اسلامی
۱۸	۴-۱. حفظ قدرت خرید
۱۹	۴-۲. بازار ثانویه
۲۰	۴-۳. قیمت اسناد خزانه اسلامی
۲۱	۴-۴. ریسک‌های اسناد خزانه اسلامی
۲۲	۵. آسیب‌شناسی اسناد خزانه اسلامی
۲۲	۵-۱. تشابه آثار استقراض دولت از بازار سرمایه و استقراض از نظام بانکی و بانک مرکزی
۲۳	۵-۲. اغراق در امکان تقویت ابزارهای سیاست پولی با تعمیق بازار بدهی
۲۴	۵-۳. هزینه‌های سنگین حفظ قدرت خرید
۲۴	۵-۴. انضباط مالی، ریسک بازی پونزی یا غلتاندن بدهی
۲۵	۵-۵. شبهات مربوط به جنبه شرعی اسناد خزانه اسلامی
۲۶	جمع‌بندی
۲۹	پیوست
۳۰	منابع و مأخذ



آسیب‌شناسی عملکرد اسناد خزانه اسلامی

چکیده

اسناد خزانه اسلامی از سال ۱۳۹۲ در قوانین بودجه سالیانه مورد توجه قرار گرفته و اولین عملکرد آن در اواخر سال ۱۳۹۳ به ثبت رسیده است. ایده اسناد خزانه اسلامی برگرفته از اسناد خزانه متعارفی است که در سایر کشورهای جهان به‌عنوان ابزاری در راستای هموارسازی مخارج دولت به‌کار گرفته می‌شود. البته اسناد خزانه متعارف و اوراق قرضه مبتنی بر «قرض به شرط زیاده» و در نتیجه ربوی هستند. مرحله اولیه انتشار اسناد خزانه، به‌منظور تسویه بدهی دولت انجام می‌شود و معاملات ثانویه این اسناد بر مبنای بیع دین که مورد وفاق اکثریت مراجع عظام تقلید است، صورت می‌گیرد. دولت ابتدا بر مبنای بدهی مسجل پیمانکاران، اسناد خزانه اسلامی را منتشر کرده و در اختیار ایشان قرار می‌دهد، سپس پیمانکارانی که در کوتاه‌مدت نیازمند نقدینگی هستند، با توجه به جواز بیع دین، می‌توانند اسناد خود را در بازار تنزیل نمایند. این اسناد، گرچه می‌توانند به‌صورت کوتاه‌مدت و بلندمدت (از یک تا دو سال) منتشر شوند ولی تا به حال به‌صورت کوتاه‌مدت یعنی حداکثر یک‌ساله منتشر شده‌اند.

مهمترین نگرانی‌هایی که از ابتدا در مورد اسناد خزانه اسلامی وجود داشت، به‌شرح زیر بوده است:

– نکول دولت در بازپرداخت اسناد مذکور: تکرار تجربه نکول اوراق مشارکت در اسناد خزانه اسلامی فاجعه‌بار خواهد بود. به همین دلیل، مجلس و دولت، این اسناد را برای دولت به‌عنوان بدهی ممتاز تلقی کرده‌اند. این اقدام گرچه ریسک نکول اسناد خزانه اسلامی را بسیار کاهش داده است، ولی اقدامی اصولی تلقی نمی‌شود و مسئله کلی دولت در تأمین منابع لازم برای تسویه انواع اوراق بدهی و سایر تعهدات را رفع نمی‌کند.

– اعمال بازی پونزی و غلتاندن بدهی به سال‌های آتی: گرچه در ابتدا به‌نظر می‌رسد که ماهیت اسناد خزانه اسلامی به‌گونه‌ای است که اعمال بازی پونزی (به‌معنای قرض گرفتن جدید به نیت پرداخت بدهی قبلی) برای آن معنی ندارد، ولی عملکرد دولت طی دو سال اخیر نشان می‌دهد که امکان بازی پونزی با استفاده از این اسناد وجود دارد. در واقع دولت می‌تواند منابعی را که قصد داشته تا به پروژه‌های عمرانی اختصاص دهد، به تسویه اسناد خزانه اسلامی تخصیص دهد و برای پروژه‌های عمرانی (یا حتی هزینه‌های جاری) به‌جای مبالغ نقد، دوباره اسناد خزانه جدید منتشر کند.

– افزایش دامنه بی‌انضباطی‌های مالی دولت: مجوز انتشار اسناد خزانه اسلامی به‌نوعی این افق را برای دولت گشوده که ساده‌تر از گذشته کسری بودجه ایجاد نماید. اسناد خزانه اسلامی در ابتدا بر مبنای تسویه

مطالبات انباشته پیمانکاران ابداع و منتشر شد. در واقع در پس این ایده، عواملی مثل شرایط رکود کشور، افت درآمدهای نفتی و مطالبات معوق پیمانکاران قرار داشت. اما رفته‌رفته در بندهایی از قوانین بودجه در راستای تأمین هزینه‌های جاری نیز از اسناد خزانه و سایر اوراق بدهی دولت استفاده شده است.

– اثرگذاری منفی این اسناد بر بازارهای مالی کشور: انتشار حجم زیاد اوراق بدهی و معاملات ثانویه آن در بازارهای مالی، موجب افزایش فشار بر نرخ سود بانکی و نیز خروج منابع از بازار سهام شد و همین مسائل، فرآیند بازار ثانویه این ابزار را در سال گذشته دچار اختلال کرد. البته به‌نظر می‌رسد با توجه به سهم و اثر کم بازار ثانویه اسناد خزانه اسلامی نسبت به بازار بین‌بانکی، در مورد آثار منفی این اسناد بر نرخ سود بانکی اغراق شده است. در واقع، وجه عمده مخالفت‌ها این بود نرخ سود بانکی که از بازار اسناد خزانه اسلامی مخبره می‌شد، بالاتر از نرخ بود که دولت معتقد بود توانسته در بازار بین‌بانکی ایجاد کند. با همه این احوال، هم از حیث نظری و هم از حیث عملی، اوراق مختلفی که دولت به‌منظور هموارسازی هزینه‌های خود از آن استفاده می‌کند، به‌عنوان عامل فشاری بر نرخ سود بانکی قابل طرح است، هرچند در حال حاضر سهم اوراق بدهی نسبت به کل بازار پول رقمی اندک است.

– از بین رفتن وجه امتیاز شرعی این اسناد به مرور زمان: دولت در حال حاضر، به سمت کارکرد متعارف اسناد خزانه یعنی «تأمین مالی برنامه‌ریزی شده کسری بودجه» رفته است. این در حالی است که یکی از دلایل عدم موافقت و تغییر نظر برخی دیگر از فقها نظیر شهید صدر و حضرت امام (ره) با «بیع دین با شخص ثالث»^۱، دغدغه‌های صوری شدن بیع دین با نیت استقراض ربوی است که به‌نظر می‌رسد در شرایط فعلی در حال تحقق یافتن است. همچنین، بروز بی‌انضباطی مالی و غلتاندن بدهی که علائم آن به خوبی مشاهده می‌شود، ریسک شریعت اسناد خزانه اسلامی را نیز افزایش داده است.

بر این اساس دولت باید در خصوص موارد زیر اقدامات لازم را در دستور کار قرار دهد:

۱. محدود نمودن انتشار اسناد خزانه مبتنی بر یک قاعده مالی تضمین‌کننده پایداری مالی دولت،
۲. ممانعت از ایجاد بازار ثانویه غیرمتمثل برای این اسناد و تمرکز معاملات آن در بازار بورس،
۳. جلوگیری از تبدیل شدن اسناد خزانه اسلامی به ابزاری برای بازی پونزی دولت،
۴. ایجاد هماهنگی میان سیاست‌های پولی و انتشار اسناد خزانه اسلامی و پیشگیری از اثرات سوء

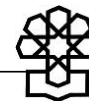
انتشار اوراق بر نظام بانکی،

۵. اتخاذ تدبیری مناسب در مورد هموارسازی زمانبندی انتشار اسناد،

۶. بازنگری در موضوع حفظ قدرت خرید،

۷. تسریع در فرآیندهای تخصیص اسناد به اقشار و سازمان‌های هدف،

۱. شهید صدر و برخی علما بیع دین را مجاز می‌دانند مشروط بر اینکه این معامله بین طرفین صورت بگیرد ولی بیع دین به شخص ثالث را مجاز نمی‌دانند. حضرت امام (ره) قبل از انقلاب با بیع دین به شخص ثالث موافق بودند ولی بعد از انقلاب جواز خود را برداشته‌اند.



اسناد خزانه، در جهان امروز، یکی از ابزارهای مهم مالی است و از ابزارهای دولت برای اعمال سیاست مالی به حساب می‌آید. از طرفی بانک‌های مرکزی از طریق ورود به بازار ثانویه اسناد خزانه، به اعمال سیاست پولی یعنی عملیات بازار باز می‌پردازند. بنابراین، نخبگان اقتصادی، نظر به اهمیت، جایگاه و کاربردهای عدیده این اوراق در اقتصاد، پیاده‌سازی آن را در کشور مورد تأکید قرار داده‌اند. اما، یکی از مهمترین موانع پیش‌روی پیاده‌سازی این ابزار مالی در کشورهای اسلامی، ماهیت ربوی این اسناد است. از این رو، اقتصاددانان اسلامی، نوآوری‌هایی در این زمینه به خرج داده‌اند و از آن جمله، در سال‌های اخیر ابزار جدیدی به نام اسناد خزانه اسلامی معرفی شده است. اسناد خزانه اسلامی، از مدت‌ها پیش، مورد توجه دولت، مجلس شورای اسلامی و نخبگان اقتصادی بوده ولی اولین بار در سال ۱۳۹۲ به‌طور رسمی در بودجه وارد شده است. دولت برای اولین بار از این ابزار مالی در راستای تسویه مطالبات پیمانکاران بهره برد، گرچه در حال حاضر از این اسناد در راستای هموارسازی مخارج خزانه‌داری کل نیز استفاده می‌شود. گزارش حاضر درصدد آسیب‌شناسی اسناد خزانه اسلامی ناظر به شیوه انتشار، مبانی فقهی و عملکرد آن برآمده و برخی راهکارها را در راستای اصلاح روند فعلی ارائه کرده است.

۱. تأمین مالی دولت و اسناد خزانه متعارف

تأمین مالی دولت از یکی از مسیرهای درآمد،^۱ استقراض یا بدهی،^۲ فروش دارایی (نظیر نفت) و حق‌الضرب^۳ صورت می‌گیرد (ویکنز، ۲۰۰۸). در کشورهای توسعه‌یافته، عمده تأمین مالی از طریق درآمد (جزء مالیات) و بدهی^۴ انجام می‌شود. در حال حاضر، از مجموع ۲۰ هزار میلیارد دلار بدهی کل^۵ دولت ایالات متحده، فقط ۲۵۰۰ میلیارد دلار از سوی بانک مرکزی این کشور تأمین شده است.^۶ البته این مورد را در بدهی‌ها و در غیر از حق‌الضرب تقسیم‌بندی می‌کنند. تعاریف دیگری از حق‌الضرب وجود دارد که براساس آن سهم این مورد از تأمین مالی دولت در اکثر کشورهای توسعه‌یافته و حتی در حال توسعه

۱. عمده‌ترین درآمد دولت در کشورهای توسعه‌یافته مالیات است و سایر درآمدهای غیرمالیاتی (non-tax revenue) سهم بسیار پایینی از درآمدهای دولت را به خود اختصاص می‌دهد. در سال ۲۰۱۴ در ایالات متحده فقط ۶/۳ درصد از درآمدهای دولت غیرمالیاتی بوده است. سهم مالیات از درآمدهای دولت در ایران نسبت به استانداردهای بین‌المللی کمتر یعنی زیر ۵۰ درصد است. <http://www.taxpolicycenter.org>

2. Debt

3. Seigniorage

۴. غالباً دولت‌ها در ازای بدهی موظف هستند تا سندی مابه‌ازای آن به طلبکاران پرداخت کنند. این شیوه به دارندگان اوراق اجازه می‌دهد تا در صورت لزوم، زودتر از موعد و از طریق بازار ثانویه به پول خود برسند. این وضعیت در کشورهای در حال توسعه تا حدی متفاوت است و بسیاری از طلبکاران دولت قادر نیستند زودتر از موعد، طلب خود را در بازار ثانویه نقد کنند.

5. Total debt

6. <http://www.usgovernmentdebt.us>

بسیار ناچیز قلمداد شده است.^۱

۱-۱. آثار تأمین مالی از مسیر بدهی بر اقتصاد

تحلیل متعارف بدهی و کسری بودجه دولت مبتنی بر تحلیل سنتی و حقیقی از بازار وجوه مشتمل بر تقاضا و عرضه پس‌انداز و نرخ بهره حقیقی است. بر این مبنا، سیاست مالی انبساطی در کوتاه‌مدت باعث افزایش تقاضای کالاها و خدمات و همچنین تورم شده و موجب آثار حقیقی است.^۲ این رویکرد بر لزوم توجه به آثار بلندمدت کسری بودجه بر اقتصاد تأکید دارد: کاهش پس‌انداز و افزایش نرخ بهره واقعی و در نتیجه پدیده ازدحام یا برون‌رانی.^۳ از این منظر، کسری بودجه (به همراه کسری پس‌انداز خصوصی) یکی از مهمترین علل کسری تراز پرداخت‌هاست (کسری دوگانه)^۴ (منکیو، ۲۰۱۲).

اما یکی از مناقشه‌های اساسی در بین اقتصاددانان، بحث بر سر آثار سیاست مالی و هر یک از روش‌های تأمین مالی آن است. نظریه برابری ریکاردویی^۵، همزمان با انقلاب انتظارات عقلایی و احیای رویکردهای کلاسیک، برخلاف تحلیل سنتی از آثار سیاست مالی، منکر هرگونه اثر سیاست مالی بر متغیرهای حقیقی و اسمی شد. عاملان اقتصادی عقلایی و آینده‌نگر در مقابل تحریک تقاضا از طریق افزایش بدهی، پس‌انداز بیشتری می‌کنند، چون می‌دانند که افزایش هزینه دولت در دوره فعلی از طریق افزایش مالیات‌ها در دوره بعدی جبران خواهد شد (مخصوصاً برای طبقاتی که اوراق دولتی را خریداری نکرده و از عایدی بهره‌ای آن هم بی‌نصیب هستند). بنابراین بخش خصوصی، اوراق قرضه دولت را به‌عنوان ثروت خود تلقی نخواهند کرد. در این چارچوب، کسری بودجه دولت نه تنها آثار حقیقی ندارد، تا زمانی که بخش خصوصی حاضر به خریداری اوراق قرضه دولتی است (بحث اعتبار دولت)، آثار تورمی نیز در پی نخواهد داشت (بارو، ۱۹۷۴).

تفسیر معتدل‌تری از این رویکرد در قالب سیاست‌های درآمدی ظهور کرد که معتقد بود بهتر است سیاست‌های انبساطی از مسیر کاهش مالیات دنبال شود نه افزایش هزینه‌ها از مسیر انتشار اوراق بدهی. اما با وجود تجربه‌های مثبت ناشی از کاربست ایده‌های مبتنی بر کاهش کسری بودجه دولت در دانمارک، ایرلند و سایر کشورها در دهه ۸۰ میلادی، وقوع رکود در اقتصاد کشورهای توسعه‌یافته در دهه ۹۰، باعث شد اهمیت سیاست مالی دوباره مورد توجه قرار گیرد^۶ به‌طوری که هم‌اکنون، التزام به پایداری

۱. البته از حیث ماهوی، چند برابر شدن ترازنامه بانک مرکزی ایالات متحده، ژاپن و اتحادیه اروپا در جریان بحران‌های مالی در واقعیت امر معنایی جز استفاده از خلق پول برای تعدیل ناهمواری‌های اقتصادی ندارد. در واقع، تأمین مالی شرکت‌ها و بانک‌های بزرگ از محل بانک مرکزی مانند این است که دولت از بانک مرکزی استقراض کرده و از این مؤسسه‌ها حمایت کند.
۲. البته بر سر ماهیت و اندازه ضرب (کمتر یا بیشتر از یک) تکاثری اختلاف است.

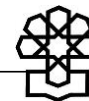
3. Crowding Out

۴. جریان سرمایه برای آمریکا از ۱۹۸۰ از ۱۳ درصد GDP به منفی ۲۲ درصد در سال ۲۰۱۰ رسیده است. در واقع سرجمع پس‌انداز خصوصی به‌علاوه پس‌انداز دولتی نهایتاً یا در سرمایه‌گذاری یا خالص صادرات نمایان می‌شود.

5. Ricardian Equivalence

6. Credibility

7. <https://goo.gl/fH9ytS>



مالی^۱ در چارچوب قواعدی چون قاعده طلایی^۲ و معاهده‌هایی چون معاهده ماستریخت در دستور کار کشورهای اتحادیه اروپا قرار دارد.^۳ بنابراین در سیاست مالی ضدچرخه‌ای^۴ و در چارچوب هموارسازی مالیاتی،^۵ اوراق بدهی نقش بسزایی ایفا می‌کنند، گرچه در سیطره قواعد و چارچوب‌های بالادستی هستند (قاسمی و مهاجری، ۱۳۹۵).

۲-۱. عملکرد اسناد خزانه متعارف

اسناد خزانه‌ایکی از ابزارهای سیاست مالی دولت است که اولین بار از سوی دولت ایالات متحده آمریکا در راستای تأمین مالی هزینه‌های جنگ جهانی اول ابداع شده و بعد از آن نیز همواره نقش مهمی را در تأمین مالی و هموارسازی مخارج دولت ایفا کرده است. اسناد خزانه، هم‌اکنون به‌عنوان یک ابزار مالی کوتاه‌مدت، در سررسیدهای ۴، ۱۳، ۲۶، ۵۲ هفته‌ای و به‌طور متناوب منتشر می‌شود و دولت مرکزی از این طریق به هموارسازی مخارج خود مبادرت می‌ورزد. آمار انتشار اسناد خزانه (واحد میلیارد دلار) در ایالات متحده آمریکا در ماه‌های سال ۲۰۱۶ به ترتیب زیر است:

جدول ۱. وضعیت اسناد خزانه ایالات متحده در سال ۲۰۱۶

مانده (ذخیره)	خالص	سررسید شده	انتشار
۱۴۷۸	-۳۶	۴۷۴	۴۳۸
۱۵۵۲	۷۴	۴۳۲	۵۰۶
۱۶۱۸	۶۶	۵۶۹	۶۳۵
۱۵۲۷	-۹۱	۴۵۹	۳۶۸
۱۵۲۴	-۳	۴۲۱	۴۱۸
۱۵۰۸	-۱۶	۵۴۶	۵۳۰
۱۵۵۰	۴۲	۴۲۸	۴۷۰
۱۶۳۳	۸۳	۴۴۳	۵۲۶
۱۶۴۷	۱۴	۵۷۹	۵۹۳
۱۷۵۳	۱۰۶	۴۰۱	۵۰۷

1. Fiscal sustainability

2. Golden rule

۲. برای مطالعه بیشتر در ارتباط با قواعد مالی به منابع زیر مراجعه کنید:

- <https://goo.gl/hY4EVu>
- <https://goo.gl/srGJ9T>
- <https://goo.gl/rwbbgz>
- <https://goo.gl/XCESWY>

4. Countercyclical

منظور از سیاست ضدچرخه‌ای، سیاستی است که در هنگام چرخه‌های تجاری اثر معکوس در پی دارد. مثلاً در هنگام رکود در پی رونق برمی‌آید (سیاست انبساطی) و در هنگام رونق به کند کردن نسبی (سیاست انقباضی) می‌پردازد. هموارسازی مالیاتی به این موضوع اشاره دارد که در صورت التزام به توازن بودجه دولت در بلندمدت، بهتر است در خلال دوره‌های رکودی، هزینه‌های دولت به جای افزایش شوک‌گونه مالیات و آثار آن برانگیزه‌عاملان اقتصادی و ناکارایی آن، از مسیر انتشار اوراق بدهی تأمین مالی و سپس در دوره‌های رونق، بدهی‌های انباشته دولت از طریق مالیات‌های هموارسازی‌شده تسویه شود (ویکنز، ۲۰۰۸).

6. Treasury Bills

	انتشار	سررسید شده	خالص	مانده (ذخیره)
Nov-16	۵۶۶	۴۶۶	۱۲۰	۱۸۷۳
Dec-16	۵۷۴	۶۲۹	-۵۵	۱۸۱۸

Source: <http://www.sifma.org>

مانده اسناد خزانه آمریکا مانند سایر اوراق بدهی آن (مثل اوراق قرضه) روند رو به رشدی داشته است:

جدول ۲. انباشت (بازپرداخت نشده) اسناد خزانه در ایالات متحده در سال‌های مختلف

سال	۱۹۷۰	۱۹۸۰	۱۹۹۰	۲۰۰۰	۲۰۱۰	*۲۰۱۶
انباشت اسناد خزانه (میلیارد دلار)	۸۱	۲۱۶	۵۲۷	۶۴۷	۱۷۸۰	۱۸۱۸

مأخذ: میشکین، ۲۰۱۰، ص ۳۰.

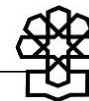
* آمار سال ۲۰۱۰ و ۲۰۱۶ به این جدول اضافه شده است.

این اسناد بدون کوپن بوده و عایدی آن از محل اختلاف قیمت خرید و قیمت اسمی آن است و به علت ماهیت کوتاه‌مدت و نقدشوندگی آن، نرخ بهره کمتری نسبت به اوراق قرضه دارد. عاملان اقتصادی، مخصوصاً نهادهای مالی و بانک‌ها به دلایل مختلفی به اسناد خزانه توجه زیادی دارند که برای مثال می‌توان به موارد زیر اشاره کرد: اهمیت اسناد خزانه دولت در سیاست مالی، عدم ریسک نکول،^۲ معافیت آن از مالیات، نقدشوندگی بالا و... عاملان اقتصادی با خریداری این اوراق، ریسک پورتنفوی خود را به‌طور قابل ملاحظه‌ای کاهش می‌دهند. همچنین با توجه به اعتبار دولت مرکزی، این اوراق یکی از مهمترین وثیقه بانک‌ها در بازار بین‌بانکی و همچنین در تعامل بین بانک‌ها و بانک مرکزی برای گرفتن ذخایر است (قضاوی و بازمحمدی، ۱۳۸۹).

در ایالات متحده، بانک‌ها مهمترین دارندگان این اسناد هستند و سهم بسیار کمی نیز در اختیار شرکت‌ها (براساس قراردادهای ریپو) و سایر نهادهای مالی و خانوارهاست (میشکین، ۲۰۰۴). خریداران خارجی اوراق بدهی، کمتر به اسناد خزانه توجه می‌کنند. متوسط خرید خارجی اوراق قرضه یک‌ساله، ده‌ساله و اسناد خزانه در سال ۲۰۱۶ حدود ۳۷۰۰ میلیارد دلار بوده که از این رقم فقط حدود ۳۰۰ میلیارد دلار سهم اسناد خزانه است.^۳

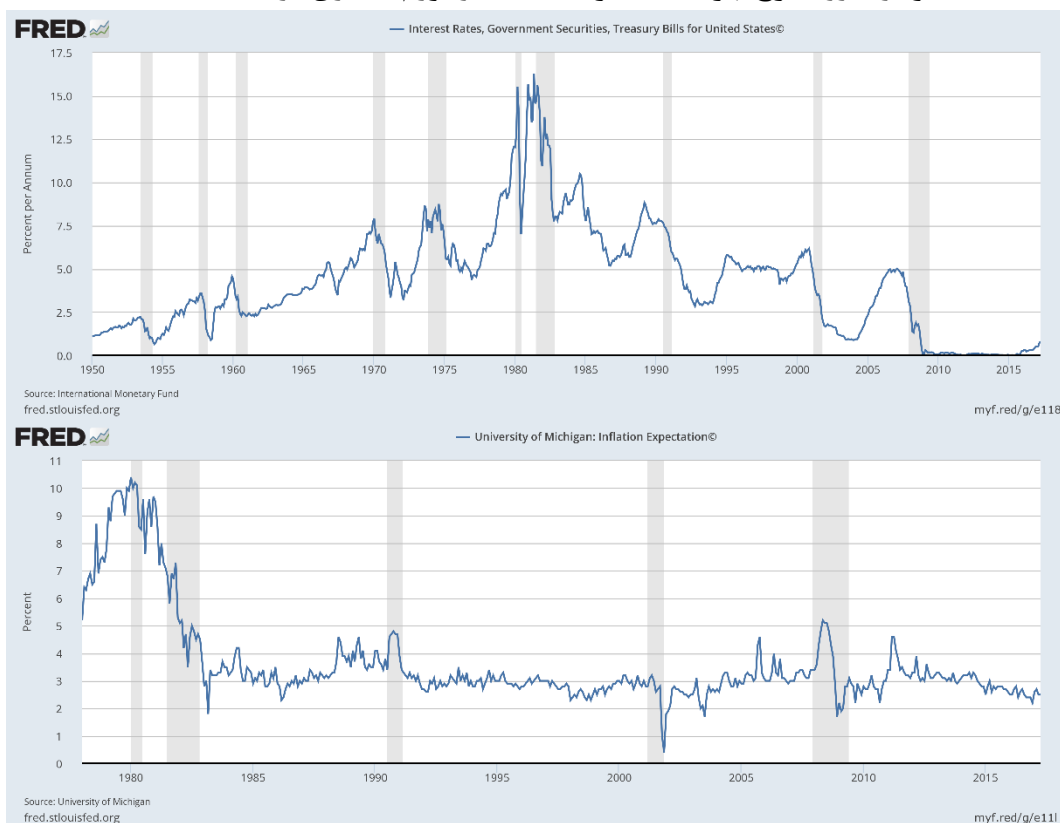
نرخ بهره اسناد خزانه بهترین شاخص برای تورم‌انتظاری و یکی از نرخ‌های مهم در ساختار زمانی^۴

1. <https://goo.gl/KxkceW>
 2. Default Risk
 3. <https://goo.gl/NgChBf>
 4. Term Structure



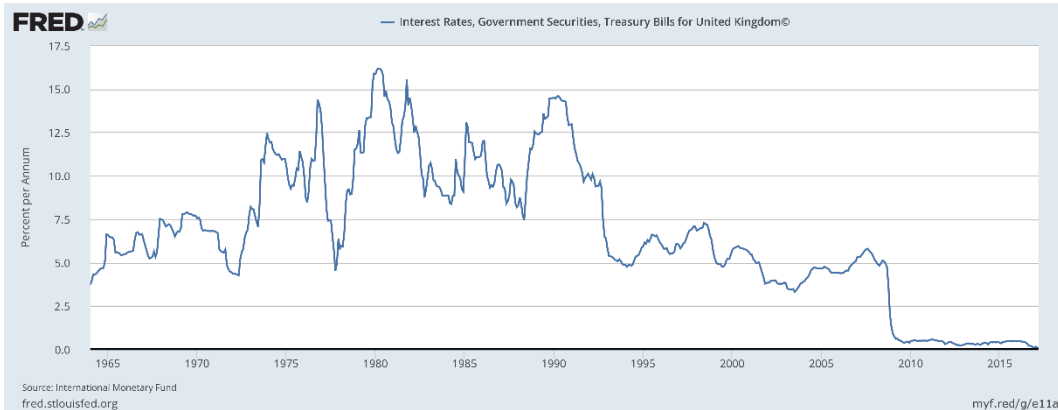
و ساختار ریسک^۱ نرخ بهره و نیز در تعیین کف نرخ بهره بازارهای مالی است (همان). البته این کارکرد مستلزم توسعه و تعمیق بازار بدهی و ارائه انواعی از اوراق بدهی دولتی و غیردولتی در سررسیدهای کوتاه‌مدت و بلندمدت است (پیوست ۱). روند نرخ بهره اسناد خزانه در آمریکا و برخی دیگر از کشورها در ادامه نمایش داده شده است:

نمودار ۱. روند نرخ بهره اسناد خزانه سه‌ماهه و تورم انتظاری در ایالات متحده



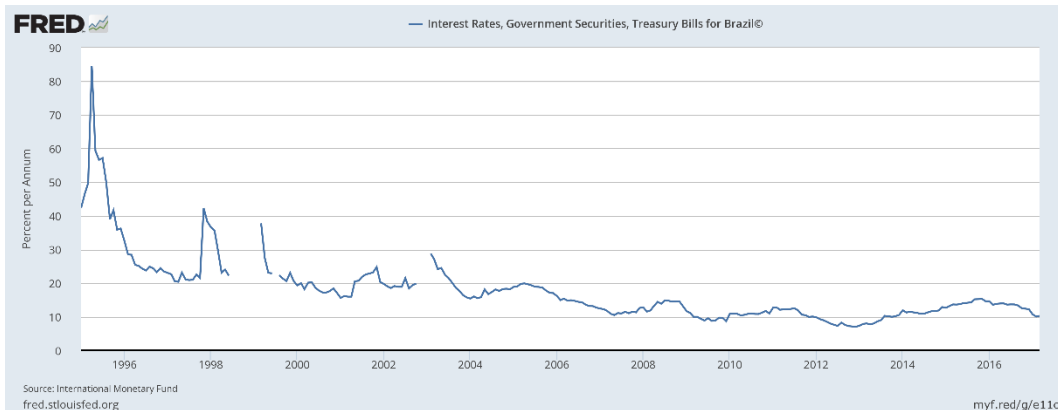
مأخذ: سایت فدرال رزرو [/https://fred.stlouisfed.org](https://fred.stlouisfed.org)

نمودار ۲. روند نرخ بهره برای اسناد خزانه سه‌ماهه در بریتانیا



مأخذ: سایت فدرال رزرو [/https://fred.stlouisfed.org](https://fred.stlouisfed.org)

نمودار ۳. روند نرخ بهره برای اسناد خزانه سه‌ماهه در برزیل



مأخذ: سایت فدرال رزرو [/https://fred.stlouisfed.org](https://fred.stlouisfed.org)

۲. احکام قانونی ناظر بر اسناد خزانه اسلامی

اسناد خزانه در ایران، قبل از انقلاب اسلامی به سیاق متعارف وجود داشت،^۱ ولی بعد از انقلاب اسلامی نظر به ماهیت غیرشرعی آن کنار گذاشته شد. با توجه به کارکردهای مهم اسناد خزانه برای سیاست پولی و مالی^۲ و همچنین جایگاه آن در بازارهای مالی،^۳ ابزار مالی جدیدی که فاقد مشکلات شرعی اسناد خزانه متعارف باشد و در عین حال کارکردهایی نزدیک به آن داشته باشد، ابداع شد.^۴ مطابق آیین‌نامه

۱. برای اولین بار در ایران، در تاریخ ۲۷ شهریورماه ۱۳۲۲، پانصد میلیون ریال اسناد خزانه بابت پرداخت بدهی دولت به بانک ملی منتشر شده است. این اسناد معاف از مالیات و مشمول نرخ بهره بوده است. برای جزئیات بیشتر رجوع کنید به «بررسی جنبه‌های حقوقی اسناد خزانه اسلامی و عملکرد آن در بودجه‌های سنواری و بودجه سال ۱۳۹۵»، شماره مسلسل: ۱۴۷۶۳، اسفند ۱۳۹۴»

2. Fiscal Policy

3. Financial Markets

۴. در اینجا به وجوه اسلامی اسناد خزانه اسلامی پرداخته نشده است. برای آشنایی بیشتر، رجوع کنید به موسویان، نظریور و خزائی، ۱۳۸۹ و خادم‌الحسینی اردکانی و موسویان، ۱۳۹۱.



اجرائی اسناد خزانه اسلامی^۱ که هرساله از سوی معاون اول رئیس‌جمهوری ابلاغ می‌شود، تعریف اسناد خزانه اسلامی به شرح زیر است:

«اسناد با نام یا بی‌نام موضوع بند ... تبصره ... قانون بودجه سال ... کل کشور که دولت به منظور تسویه بدهی‌های مسجل خود با حفظ قدرت خرید بابت طرح‌های تملک دارایی‌های سرمایه‌ای و مابه‌التفاوت قیمت ... با قیمت فروش در بورس به قیمت اسمی و سررسید معین به طلبکاران واگذار می‌نماید. این اسناد معاف از مالیات می‌باشند».

همان‌طور که مشخص است، محمول استفاده از این ابزار برای اولین بار، موضوع تسویه مطالبات پیمانکاران بوده است. پیمانکاران در ازای مطالبات قطعی خود اسناد خزانه اسلامی را دریافت می‌کنند و می‌توانند تا سررسید منتظر باشند تا رقم اسمی مندرج در اسناد خزانه اسلامی را دریافت کنند یا اینکه قبل از سررسید، اسناد خود را در بازار ثانویه (که در این مورد، بازار فرابورس ایران است) به قیمتی کمتر تنزیل کنند. این مدل در مراحل اولیه واجد مقوله حفظ قدرت خرید نبود و بعداً این موضوع به‌عنوان یکی از ویژگی‌های اسناد خزانه اسلامی اضافه شد، که به‌موجب آن، به رقم اسمی مطالبات پیمانکاران درصدی معادل نرخ مصوب شورای پول و اعتبار افزوده شد. همچنین، اسناد کوتاه‌مدت با سررسید کمتر از یک سال نیز در کنار اسناد یک‌ساله منتشر شد. در واقع، به مرور زمان از این ابزار در راستای هموارسازی مخارج جاری و تأمین مالی جدید دولت نیز بهره‌برداری شد. این اسناد کوتاه‌مدت به اسناد نوع دوم مشهور شده‌اند.

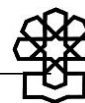
مواد قانونی متناظر با این اسناد در قوانین بودجه کشور از سال ۱۳۹۲^۲ به شرح زیر است:

1. <https://goo.gl/aAprJ5>

۲. البته در لایحه بودجه سال ۱۳۹۱، در جزء «۱۶» از بند «۱۹» به‌طور کلی به دولت مجوز داده شده تا به انتشار این اسناد مبادرت ورزد، ولی در جریان بررسی لایحه در مجلس حذف گردید. رجوع کنید به گزارش «بررسی لایحه بودجه سال ۱۳۹۱ کل کشور: اسناد خزانه اسلامی، شماره مسلسل: ۱۳۲۸۱، اسفند ۱۳۹۰».

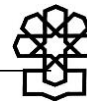
جدول ۳. مواد قانونی ناظر به اسناد خزانه اسلامی

ردیف	ماده قانونی	متن ماده
۱	بند «۴۲» از ماده واحده قانون بودجه سال ۱۳۹۲	دولت مجاز است اسناد خزانه اسلامی با حفظ قدرت خرید را با سررسید یک تا سه سال به صورت بی نام و یا بانام، صادر کند و به منظور تسویه بدهی مسجل خود بابت طرح‌های تملک دارایی‌های سرمایه‌ای مطابق ماده (۲۰) قانون محاسبات عمومی کشور به قیمت اسمی تا سقف شصت هزار میلیارد ریال به طلبکاران غیردولتی واگذار نماید. اسناد مزبور از پرداخت هرگونه مالیات معاف بوده و به عنوان ابزار مالی موضوع قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴/۹/۱ محسوب شده و با امضای وزیر امور اقتصادی و دارایی صادر می‌شود. ۱. دولت به منظور تأمین اعتبار اسناد مزبور در زمان سررسید، ردیف خاصی را در لایحه بودجه سنواتی پیش‌بینی می‌کند. در صورت عدم وجود یا تکافوی اعتبار مصوب در بودجه عمومی دولت، اسناد خزانه اسلامی در سررسید، توسط وزارت امور اقتصادی و دارایی از محل درآمد عمومی همان سال قابل تأمین و پرداخت است. این حکم تا زمان تسویه اسناد یادشده به قوت خود باقی است. ۲. 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. ۳. تعیین بانک‌های عامل برای توزیع و بازپرداخت اسناد خزانه اسلامی پس از سررسید توسط بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران و وزارت امور اقتصادی و دارایی صورت می‌پذیرد. ۴. خرید و فروش این اوراق توسط بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران ممنوع است. ۵. آیین‌نامه اجرایی این بند ظرف مدت سه ماه از تاریخ تصویب این قانون توسط سازمان مدیریت و برنامه‌ریزی کشور، وزارت امور اقتصادی و دارایی و بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران تهیه می‌شود و به تصویب هیئت وزیران می‌رسد.
۲	بند «ط» از تبصره «۶» قانون بودجه سال ۱۳۹۳	دولت مجاز است اسناد خزانه اسلامی با حفظ قدرت خرید را با سررسید یک تا سه سال به صورت بی نام و یا بانام، صادر کند و به منظور تسویه بدهی مسجل خود بابت طرح‌های تملک دارایی‌های سرمایه‌ای مطابق ماده (۲۰) قانون محاسبات عمومی کشور به قیمت اسمی تا سقف سی هزار میلیارد ریال به طلبکاران غیردولتی واگذار نماید. اسناد مزبور از پرداخت هرگونه مالیات معاف بوده و به عنوان ابزار مالی موضوع قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴/۹/۱ محسوب شده و با امضای وزیر امور اقتصادی و دارایی صادر می‌شود. ۱. دولت به منظور تأمین اعتبار اسناد مزبور در زمان سررسید، ردیف خاصی را در لایحه بودجه سنواتی پیش‌بینی می‌کند. در صورت عدم وجود یا تکافوی اعتبار مصوب در بودجه عمومی دولت، اسناد خزانه اسلامی در سررسید، توسط وزارت امور اقتصادی و دارایی از محل درآمد عمومی همان سال قابل تأمین و پرداخت است. این حکم تا زمان تسویه اسناد یادشده به قوت خود باقی است. ۲. اسناد خزانه اسلامی از قابلیت دادوستد در بازار ثانویه برخوردار است و سازمان بورس و اوراق بهادار باید ترتیبات انجام معامله



ماده قانونی	ماده	ردیف
	<p>ثانویه آنها را در بازار بورس یا فرابورس فراهم کند.</p> <p>۳. تعیین بانک‌های عامل برای توزیع و بازپرداخت اسناد خزانه اسلامی پس از سررسید توسط بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران و وزارت امور اقتصادی و دارایی صورت می‌پذیرد.</p> <p>۴. خرید و فروش این اوراق توسط بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران ممنوع است.</p> <p>۵. آیین‌نامه اجرایی این بند ظرف مدت سه ماه از تاریخ تصویب این قانون توسط سازمان مدیریت و برنامه‌ریزی کشور، وزارت امور اقتصادی و دارایی و بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران تهیه می‌شود و به تصویب هیئت وزیران می‌رسد.</p>	
بند «ط» از تبصره «۶» قانون بودجه سال ۱۳۹۴	<p>دولت مجاز است اسناد خزانه اسلامی با حفظ قدرت خرید را با سررسید یک تا سه سال به صورت بی‌نام و یا بانام، صادر کند و به منظور 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 پنجاه هزار میلیارد ریال به طلبکاران غیردولتی واگذار نماید. اسناد مزبور از پرداخت هرگونه مالیات 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.</p> <p>۱. دولت به‌منظور تأمین اعتبار اسناد مزبور در زمان سررسید، ردیف خاصی را در لایحه بودجه سنواتی پیش‌بینی می‌کند. در صورت عدم وجود یا تکافوی اعتبار مصوب در بودجه عمومی دولت، اسناد خزانه اسلامی در سررسید، توسط وزارت امور اقتصادی و دارایی از محل درآمد عمومی همان سال قابل تأمین و پرداخت است. این حکم تا زمان تسویه اسناد یادشده به قوت خود باقی است.</p> <p>۲. 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.</p> <p>۳. تعیین بانک‌های عامل برای توزیع و بازپرداخت اسناد خزانه اسلامی پس از سررسید توسط بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران و وزارت امور اقتصادی و دارایی صورت می‌پذیرد.</p> <p>۴. خرید و فروش این اوراق توسط بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران ممنوع است.</p> <p>۵. آیین‌نامه اجرایی این بند ظرف مدت سه ماه از تاریخ تصویب این قانون توسط سازمان مدیریت و برنامه‌ریزی کشور، وزارت امور اقتصادی و دارایی و بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران تهیه می‌شود و به تصویب هیئت وزیران می‌رسد.</p>	۳
بند «ه» تبصره «۵» ماده واحده قانون بودجه	<p>دولت مجاز است اسناد خزانه اسلامی با حفظ قدرت خرید را با سررسید یک تا سه سال به صورت بی‌نام و یا بانام، صادر کند و به منظور تسویه بدهی مسجل خود بابت طرح‌های تملک دارایی‌های سرمایه‌ای و مابه‌التفاوت قیمت تمام شده برق و آب با قیمت تکلیفی فروش</p>	۴

ردیف	ماده قانونی	متن ماده
	سال ۱۳۹۵	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 ریال به طلبکاران واگذار نماید. اسناد مزبور از پرداخت هرگونه مالیات معاف می‌باشد و به‌عنوان ابزار مالی موضوع قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی مصوب ۱۳۸۴/۹/۱ محسوب شده و با امضای وزیر امور اقتصادی و دارایی منتشر می‌شود. اسناد خزانه اسلامی از قابلیت دادوستد در بازار ثانویه برخوردار است و سازمان بورس اوراق بهادار باید ترتیبات انجام معامله ثانویه آنها را در بازار بورس یا فرابورس فراهم کند. خرید و فروش این اسناد توسط بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران ممنوع است. بازپرداخت اصل این اوراق در قوانین بودجه‌های سنواتی کل کشور پیش‌بینی و خزانه‌داری کل کشور موظف است از ردیف‌های مندرج در قوانین بودجه و یا سرجمع بودجه نسبت به تسویه آن اقدام نماید.
۵	بند «ز» تبصره «۵» ماده واحده قانون بودجه سال ۱۳۹۵ بورس اوراق بهادار قابل دادوستد می‌باشد. سررسید این اسناد در سررسید مقدم بر تمامی پرداخت‌های خزانه‌داری کل کشور می‌باشد و تسویه آن قبل از سررسید توسط خزانه مجاز است. انتقال تعهدات مربوط به اسناد منتشره به سال بعد ممنوع است.	به‌منظور استمرار جریان پرداخت‌های خزانه‌داری کل کشور، به دولت اجازه داده می‌شود تا مبلغ یکصد هزار میلیارد ریال اسناد خزانه اسلامی منتشر و اسناد مزبور را صرف تخصیص‌های اولویت‌دار ابلاغی از سوی سازمان برنامه و بودجه کل کشور موضوع قانون بودجه کل کشور سال ۱۳۹۵ نماید و پرداخت این اسناد را قبل از پایان سال از محل اعتبارات دستگاه مزبور تسویه نماید. این اسناد معاف از مالیات بوده و در بورس اوراق بهادار قابل دادوستد می‌باشد. سررسید این اسناد در سررسید مقدم بر تمامی پرداخت‌های خزانه‌داری کل کشور می‌باشد و تسویه آن قبل از سررسید توسط خزانه مجاز است. انتقال تعهدات مربوط به اسناد منتشره به سال بعد ممنوع است.
۶	تبصره «۳۶» از قانون اصلاح بودجه سال ۱۳۹۵	به دولت اجازه داده می‌شود جهت پرداخت بدهی خود به طلبکاران از جمله بانک‌ها، پیمانکاران، شهرداری‌ها (با اولویت شهرهای زیر بیست هزار نفر جمعیت) و بدهی‌های مربوط به خرید تضمینی محصولات استراتژیک کشاورزی، تا معادل چهارصد هزار میلیارد ریال اوراق اسناد خزانه و یا سایر اوراق اسلامی با سررسید تا پنج‌ساله منتشر و از طریق واگذاری آن به طلبکاران مزبور براساس جدول ۳، تمام یا بخشی از بدهی‌های خود را تسویه کند. اصل و سود و هزینه‌های مترتب بر انتشار این اوراق در بودجه‌های سنواتی کل کشور پیش‌بینی و خزانه‌داری کل کشور با اولویت و یا از سرجمع بودجه نسبت به تسویه این اوراق اقدام می‌نماید. به دولت اجازه داده می‌شود معادل سود سررسید شده این اوراق در سال ۱۳۹۵ را از محل فروش اوراق منتشرشده تأمین کند. هرگونه تکلیف به بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران مبنی بر خرید این اوراق ممنوع است.
۷	تبصره «۳۷» از قانون اصلاح بودجه سال ۱۳۹۵	به دولت اجازه داده می‌شود نسبت به انتشار تا مبلغ هشتاد هزار میلیارد ریال اوراق اسناد خزانه یا سایر اوراق اسلامی اقدام و جهت تسویه تمام یا بخشی از بدهی‌های سازمان بیمه سلامت ایران به طلبکاران واگذار نماید. اصل، سود و هزینه‌های مترتب بر انتشار این اوراق در بودجه‌های سنواتی کل کشور پیش‌بینی و خزانه‌داری کل کشور با اولویت و یا از سرجمع بودجه نسبت به تسویه این اوراق اقدام می‌نماید.

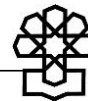


ردیف	ماده قانونی	متن ماده
۸	بند «ه» تبصره «۵» ماده واحده قانون بودجه سال ۱۳۹۶	دولت مجاز است اسناد خزانه اسلامی با حفظ قدرت خرید را با سررسید یک تا سه سال به صورت بی نام و یا بانام، صادر کند و به منظور تسویه بدهی مسجل خود بابت مابه‌التفاوت خرید تضمینی گندم به قیمت اسمی تا سقف نود و پنج هزار میلیارد ریال به طلبکاران واگذار نماید. اسناد مزبور از پرداخت هرگونه مالیات معاف می‌باشد و به‌عنوان ابزار مالی موضوع قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی مصوب ۱۳۸۴/۹/۱ محسوب شده و با امضای وزیر امور اقتصادی و دارایی منتشر می‌شود. اسناد خزانه اسلامی از قابلیت دادوستد در بازار ثانویه برخوردار است و سازمان بورس اوراق بهادار باید ترتیبات انجام معامله ثانویه آنها را در بازار بورس یا فرابورس فراهم کند. خرید و فروش این اسناد توسط بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران ممنوع است. بازپرداخت اصل این اوراق در قوانین بودجه‌های سنواتی کل کشور پیش‌بینی و خزانه‌داری کل کشور موظف است از ردیف‌های مندرج در قوانین بودجه و یا سرجمع بودجه نسبت به تسویه آن اقدام نماید. ^۱
۹	بند «ز» تبصره «۵» ماده واحده قانون بودجه سال ۱۳۹۶	به‌منظور استمرار جریان پرداخت‌های خزانه‌داری کل کشور، به دولت اجازه داده می‌شود تا مبلغ یکصد هزار میلیارد ریال اسناد خزانه اسلامی منتشر و اسناد مزبور را صرف تخصیص‌های اولویت‌دار ابلاغی از سوی سازمان برنامه و بودجه کل کشور موضوع قانون بودجه کل کشور سال ۱۳۹۶ نماید و پرداخت این اسناد را قبل از پایان سال از محل اعتبارات دستگاه مزبور تسویه نماید. این اسناد معاف از مالیات بوده و در بورس اوراق بهادار قابل دادوستد می‌باشد. سررسید این اسناد در سررسید مقدم بر تمامی پرداخت‌های خزانه‌داری کل کشور می‌باشد و تسویه آن قبل از سررسید توسط خزانه مجاز است. انتقال تعهدات مربوط به اسناد منتشره به سال بعد ممنوع است.

۱. لازم به ذکر است در لایحه دولت، اولاً رقم مندرج در این ماده ۷۵۰۰ میلیارد تومان بود و ثانیاً محل مصرف آن عبارت بود از 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 ۱۳۶۶/۴/۱.

- در ارتباط با مواد قانونی ناظر بر اسناد خزانه اسلامی نکات زیر قابل توجه است:
- همان‌طور که مشخص است موضوع حفظ قدرت خرید از ابتدا در مواد قانونی مورد توجه واقع شده است. شایان ذکر است که این موضوع از ابتدا به‌عنوان ارکان اساسی اسناد خزانه اسلامی طرح نشده بود و صرفاً بعد از مذاکرات دولت و بخش خصوصی در قالب کمیته ماده (۱۲) (قبلاً به نام کمیته ماده (۷۶) بود.)^۱ به‌عنوان یکی از اجزای ماده قانونی اسناد خزانه اسلامی در بودجه درج گردید.
 - اسناد خزانه اسلامی از ابتدا در نظر قانونگذار در قالب اسناد یک‌ساله یا بالاتر تا سقف سه‌ساله تعریف شده بود و از دوره‌ای به بعد علاوه بر اسناد یک‌ساله، اسناد کوتاه‌مدت با سررسیدهای کمتر از یک سال نیز مجاز شمرده شده است.
 - قانونگذار برای کاهش ریسک اسناد خزانه اسلامی در نظر پیمانکاران و بازار سرمایه، ردیف بودجه‌ای برای تسویه اسناد خزانه اسلامی اختصاص داده است و حتی در مواردی پرداخت مابه‌ازای این اسناد را مقدم بر تمامی پرداخت‌های خزانه‌داری کل دانسته است.
 - قابلیت دادوستد در بازار ثانویه از طریق بورس یا فرابورس برای این اسناد دیده شده است. اما ورود بانک مرکزی به معاملات اسناد خزانه اسلامی ممنوع شمرده شده است. همچنین این اسناد از ابتدا معاف از مالیات بوده‌اند.
 - ردیف شماره ۵ در لایحه دولت در سال ۱۳۹۵ وجود نداشت و این بند از سوی مجلس شورای اسلامی در قانون بودجه سال ۱۳۹۵ تصویب شده است. این مقادیر عیناً در لایحه بودجه سال ۱۳۹۶ (ردیف شماره ۹) نیز از سوی دولت تکرار شده و مجلس نیز آن را مصوب کرده است.
 - علاوه بر مواد مندرج در قانون بودجه، دولت در ابتدای سال ۱۳۹۳ آیین‌نامه اجرایی این موضوع را تصویب و در میانه همان سال اصلاح نمود و هر ساله آن را تمدید می‌کند. این آیین‌نامه مشتمل بر ۱۳ ماده است که این مواد تعاریف هر یک از ارکان موضوع اسناد خزانه اسلامی، کیفیت انتشار و واگذاری، وظایف دستگاه‌های مسئول، نحوه تسویه، موضوع حفظ قدرت خرید، بازار ثانویه و... را تعیین کرده است. تغییرات سالیانه در آیین‌نامه اجرایی محدود است و برای سال‌های ۱۳۹۴ و ۱۳۹۵ صرفاً ارقام تعدیل شده است. مثلاً در آیین‌نامه سال ۱۳۹۴، سقف هزار میلیارد تومانی برای هر بار انتشار در نظر گرفته شده است، در حالی که برای سال ۱۳۹۵ این رقم به ۱۵۰۰ میلیارد تومان افزایش یافته است. همچنین نرخ سود مرجع برای حفظ قدرت خرید از ۲۰ به ۱۵ درصد تغییر کرده است.
 - براساس آیین‌نامه اجرایی اسناد خزانه اسلامی، وزارت امور اقتصاد و دارایی موظف است به نمایندگی از دولت و از طریق دستگاه‌های اجرایی ذیربط در دوره‌های متناوب، اسامی طلبکاران را به بانک تحویل دهد. در واقع همه دستگاه‌ها موظفند بعد از دریافت ابلاغیه وزارت اقتصاد مبنی بر تعیین سهمیه هر یک از دستگاه‌ها، بدهی‌های قطعی

1. <https://goo.gl/nYfm6x>



خود را بعد از تأیید ذی‌حسابی به همراه نام افراد به بانک عامل تحویل دهند. بانک عامل نیز بعد از احراز هویت و شرایط افراد، اسامی آنها را به شرکت فرابورس اعلام می‌کند. سپس فرابورس براساس کد معاملاتی دارندگان احراز شده، ارزش اسمی اسناد را به نام ایشان ثبت نموده و اسامی دارندگان اسناد خزانه را به شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه ارائه می‌کند (نظرپور، محمدتقی و حسین صدراپی، ۱۳۹۶).^۱

نکته مهم درخصوص اسناد خزانه اسلامی آن است که اسناد خزانه تصویب و منتشر شده در سال‌های ۱۳۹۳ و ۱۳۹۴، با اسناد تصویب و منتشر شده در دو سال بعد، نوعی تفاوت ماهوی دارند تا پیش از سال ۱۳۹۵، کلیه اسناد خزانه منتشر شده، بابت بازپرداخت بدهی‌های قبلی دولت به پیمانکاران (عمدتاً طرح‌های عمرانی) بوده است. به عبارت دیگر، بدهی دولت در سال‌های گذشته، از طریق واگذاری اسناد خزانه اسلامی در سال جاری، تسویه می‌شد. اما در سال‌های ۱۳۹۵ و ۱۳۹۶ بخشی از اسناد خزانه منتشر شده، نه برای تسویه بدهی‌های گذشته به پیمانکاران، بلکه به منظور تأمین مالی دولت در همان سال مورد استفاده قرار گرفت. در واقع تفاوت اصلی ایجاد شده این است که اسناد خزانه اسلامی بعد از سال ۱۳۹۵ (و به موجب احکام ردیف‌های ۵ و ۹ جدول فوق)، منحصر در بدهی‌های مسجل شده سالیان پیش به پیمانکاران و یا مخصوص پروژه‌های عمرانی نبوده، بلکه برای تأمین مالی دولت در سال جاری و همچنین برای تأمین مالی هزینه‌های غیرعمرانی نیز به کار رفته است.

۱. این فرآیند در اواخر سال گذشته و در خلال حذف فرابورس از روند واگذاری اسناد خزانه اسلامی از طریق دستگاه مربوطه و بانک عامل در اختیار طلبکاران قرار می‌گیرد. در ادامه توضیحات بیشتری در این باره آمده است.

۳. عملکرد اسناد خزانه اسلامی

عملکرد اسناد خزانه اسلامی از ابتدا تا پایان سال ۱۳۹۵ به شرح زیر است:

جدول ۴. عملکرد اسناد خزانه اسلامی

ردیف	سال	مستند قانونی	میزان انتشار (هزار میلیارد ریال)	تاریخ انتشار	تاریخ سررسید (اصل دوره)	نماد بورسی	در حال واگذاری/واگذار شده	درصد عملکرد
۱	۱۳۹۳	بند «ط» تبصره «۶» قانون بودجه سال ۱۳۹۳	۱۰	۱۳۹۳/۱۲/۲۳	یک‌ساله	اخزا ۱	۵/۵۶	۵۵/۸
جمع			۱۰				۵/۵۸	
۲	۱۳۹۴	بند «ط» تبصره «۶» قانون بودجه سال ۱۳۹۴	۱۰	۱۳۹۴/۶/۲۱	یک‌ساله	اخزا ۲	۹/۹۸۸	۹۸/۸
۳	۱۳۹۴		۱۰	۱۳۹۴/۷/۲۱	یک‌ساله	اخزا ۳	۹/۹۸۸	۹۸/۸
۴	۱۳۹۴		۱۰	۱۳۹۴/۸/۲۱	یک‌ساله	اخزا ۴	۹/۹۹	۹۹/۹
۵	۱۳۹۴		۱۰	۱۳۹۴/۹/۹	یک‌ساله	اخزا ۵	۱۰	۱۰۰
۶	۱۳۹۴		۱۰	۱۳۹۴/۱۲/۲۵	یک‌ساله	اخزا ۶	۹/۲۳	۹۲/۳
جمع			۵۰				۴۹/۱۹۶	
۷	۱۳۹۵	بند «ه» تبصره «۵» قانون بودجه سال ۱۳۹۵	۱۵	۱۳۹۵/۵/۲	یک‌ساله	اخزا ۷	۱۰/۱	۷۳/۳
۸	۱۳۹۵		۱۵	۱۳۹۵/۵/۲۳	یک‌ساله	اخزا ۸	۱۱/۶۴	۷۷/۶
۹	۱۳۹۵		۱۵	۱۳۹۵/۶/۱۳	یک‌ساله	اخزا ۹	۱۵	۱۰۰
۱۰	۱۳۹۵		۱۵	۱۳۹۵/۷/۳	یک‌ساله	اخزا ۱۰	۹/۶۲	۶۴/۲

۱. گرچه این اسناد در این تاریخ منتشر شد، ولی عملاً در شهریورماه ۱۳۹۴ تحویل پیمانکاران شد.



درصد عملکرد	در حال واگذاری/واگذار شده	نماد بورسی	تاریخ سررسید (اصل دوره)	تاریخ انتشار	میزان انتشار (هزار میلیارد ریال)	مستند قانونی	سال	ردیف
							۱۳۹۵	۱۱
۱۰/۹	۱/۶۲	اخزا ۱۱	یکساله	۱۳۹۵/۷/۲۴	۱۵		۱۳۹۵	۱۱
	۴۵/۶				۷۵	جمع		
	۱/۶۲	سxa ۱	۱۳۹۵/۱۰/۱۹	۱۳۹۵/۶/۱۰	۲۰	بند «ز»	۱۳۹۵	۱۲
	۰	سxa ۲	۱۳۹۵/۱۱/۱۹	۱۳۹۵/۶/۱۰	۲۵	تبصره «۵» قانون بودجه سال ۱۳۹۵	۱۳۹۵	۱۳
	۱/۶۲				۴۵	جمع		
	۰/۲۴	صرفاً از طریق سیستم OTC بانک ملی ایران و بدون بازار ثانویه رسمی صورت پذیرفت.	-	-	۵/۵	تبصره «۳۶» قانون اصلاح قانون بودجه کل کشور	۱۳۹۵	۱۴
	۰		-	-	۱۶/۳		۱۳۹۵	۱۵
	۱۳/۷		-	-	۲۲		۱۳۹۵	۱۶
	۱/۷		-	-	۳۵		۱۳۹۵	۱۷
	۶		-	-	۷		۱۳۹۵	۱۸
	۰		-	-	۹		۱۳۹۵	۱۹
	۴/۸		-	-	۳۵		۱۳۹۵	۲۰
	۲۶/۴۴						۱۲۹/۸	جمع

مأخذ: مرکز مدیریت بدهی‌ها و دارایی‌های مالی عمومی^۱

۱. در زمان نگارش این گزارش، هنوز موارد مربوط به اسناد خزانه اسلامی در قانون بودجه سال ۱۳۹۶ عملیاتی نشده است و طبقاً گزارش عملکردی نیز وجود ندارد. ضمن اینکه در مورد بند «ز» تبصره «۵» قانون بودجه و همچنین تبصره «۳۶» قانون اصلاح قانون بودجه اطلاعات بیشتری موجود نیست.

در مورد جدول فوق نکات زیر قابل ذکر است:

- علت اصلی عملکرد ضعیف سخا ۱ و سخا ۲ از سوی مرکز مدیریت بدهی‌ها و دارایی‌های مالی عمومی وزارت اقتصاد همکاری ضعیف دستگاه‌ها عنوان شده است.^۱ یکی از علل این همکاری ضعیف، نبود انگیزه در دستگاه‌ها بوده، زیرا نظر دولت بودجه مورد نیاز طرح‌ها را به دستگاه‌ها تخصیص داد و نیازی به ارائه اسناد خزانه اسلامی به پیمانکاران نبوده است.

- متوسط نرخ سود اخزا ۱ تا اخزا ۱۱ در بازه ۲۱ تا ۲۶ درصد ارزیابی بود.^۲ این موضوع و همچنین افزایش سهم مبادلات اسناد خزانه اسلامی نسبت به کل مبادلات بازار سرمایه تا ۱۸ درصد و البته روند افزایشی واگذاری انواع اوراق دولتی در بازار سرمایه، منجر به افزایش انتقادات^۳ علیه نقش مخرب اسناد خزانه اسلامی بر بازار بورس اوراق بهادار و نهایتاً توقف عرضه جدید این اسناد از طریق بازار فرابورس ایران در اواخر سال ۱۳۹۵ شد. بدین ترتیب تبصره «۳۶» قانون اصلاح قانون بودجه سال ۱۳۹۵، از طریق فرابورس ایران اجرایی نشد و صرفاً از طریق عرضه خارج از بورس (OTC) و توسط بانک ملی عملیاتی گردید.

۴. برخی ویژگی‌های اسناد خزانه اسلامی

۴-۱. حفظ قدرت خرید

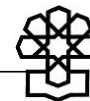
در فرآیند نهایی شدن ایده اسناد خزانه اسلامی، نمایندگان بخش خصوصی در قالب مذاکرات کمیته ماده (۷۶) قانون برنامه پنجم توسعه، توانستند دولت را مجاب کنند تا اسناد خزانه را با قید حفظ قدرت خرید منتشر کند و این موضوع در قوانین بودجه نیز منعکس شده است. براساس تبصره «۱» از ماده (۲) آیین‌نامه اجرایی، بازه زمانی محاسبه حفظ قدرت خرید از زمان تأیید آخرین صورت‌وضعیت طلبکاران توسط ذی‌حساب و مقام مجاز دستگاه اجرایی تا تاریخ انتشار اسناد خزانه اسلامی خواهد بود.

بر مبنای این دستورالعمل، از زمانی که بدهی دولت به پیمانکاری خاص مسجل شد و به تأیید ذی‌حسابی و مسئول دستگاه اجرایی رسید، تا زمان انتشار اسناد خزانه، معادل نرخ سود سالیانه مصوب شورای پول و اعتبار به ارزش بدهی تسجیل شده اضافه خواهد شد. در واقع ارزش اسمی اسناد پرداخت شده به هر پیمانکار عبارت است از رقم بدهی تسجیل شده به علاوه نرخ سود سالیانه در بازه زمانی بین زمان تسجیل و زمان انتشار.

۱. صورتجلسه مورخ ۱۳۹۵/۱۱/۲۶ در مرکز پژوهش‌های مجلس.

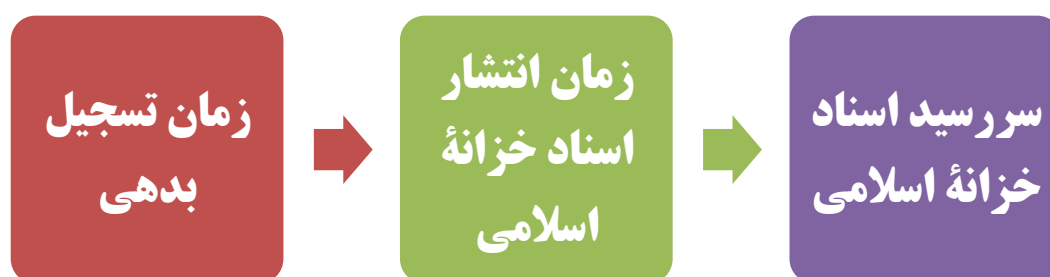
۲. شایان ذکر است که سرجمع معاملات ثانویه در ارتباط با نمادهای سخا ۱ و سخا ۲ کمتر از ۱۰ میلیارد بوده است. در واقع خزانه‌داری از محل سخا ۱ مبلغی در حدود ۱۰۰۰ میلیارد تومان و از محل سخا ۲ مبلغ ۱۸۰۰ میلیارد تومان به دستگاه‌های اجرایی پرداخت کرده است. البته ممکن است بعدها باقیمانده این ارقام نیز به دستگاه‌های مختلف تخصیص داده شده باشد. شایان ذکر است که نرخ تنزیل اسناد خزانه اسلامی در روزهای نزدیک به سررسید حتی به ۳۰ درصد هم رسیده است.

۳. برای نمونه رجوع کنید به: <https://goo.gl/fWZ4CS>



شایان ذکر است در سال ۱۳۹۵، بعد از مذاکرات مکرر بین دولت و بخش خصوصی، نهایتاً افزایش دوره مذکور به زمان سررسید مورد موافقت قرار گرفت و ازسوی کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار نیز در جلسه تاریخ ۱۳۹۵/۱۰/۱۵ امضا شد.^۱

باید توجه داشت که قواعد وضع شده برای حفظ قدرت خرید اسناد خزانه اسلامی، مستقل از روش انتشار یا بازار ثانویه آنهاست. درواقع این قاعده هم برای اسناد خزانه‌ای که در بازار فرابورس معامله می‌شوند صادق است و هم برای اسنادی که از اواخر سال ۱۳۹۵ خارج از بورس و توسط بانک ملی واگذار می‌شود.



مذاکرات اولیه کمیته ماده (۱۲) و اعمال نرخ سود بر بازه «تسجیل تا انتشار»

مذاکرات ثانویه کمیته ماده (۱۲) و افزایش بازه نرخ سود از «زمان تسجیل تا زمان سررسید» اسناد خزانه اسلامی

۲-۴. بازار ثانویه

بازار ثانویه اسناد خزانه جهت اجرای بند «۲» ماده (۷) قانون بازار اوراق بهادار و ماده (۲۶) قانون رفع موانع تولید رقابت‌پذیر و ارتقای نظام مالی کشور^۲ و مصوبه مورخ ۱۳۹۳/۳/۱۲ شورای عالی بورس و اوراق بهادار، در تاریخ ۱۳۹۴/۶/۱۸ به تصویب هیئت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار رسید.^۳ مطابق این دستورالعمل، آن دسته از دارندگان اسناد خزانه اسلامی که خواستار فروش اسناد خود هستند،^۴ با ارائه

۱. دولت می‌تواند به اختیار خود و از باب حسن وفا بازه زمانی را تا سررسید تسری دهد، مشروط بر اینکه موافقت مجلس و شورای نگهبان اخذ شده و این موضوع به‌عنوان یک تکلیف حقوقی و از شروط قرارداد فیما بین دولت و پیمانکاران تلقی نشود (صورتجلسه کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار، جلسه ۱۳۹۹ مورخ ۱۳۹۵/۱۰/۱۵)

2. <https://goo.gl/ykKH2y>

3. <https://goo.gl/6AA3P5>

۴. براساس اعلام سازمان فرابورس، صرفاً حدود ۵۰ درصد از پیمانکارانی که دارای این اسناد هستند نسبت به تنزیل آن در بازار ثانویه اقدام کرده‌اند. شاید یکی از علت‌های این عدم استقبال نرخ بالای تنزیل باشد. با توجه به نرخ‌های متداول تنزیل

فرم تعهد عرضه به کارگزاری‌های شرکت فرابورس به این کار مبادرت می‌ورزند. در عمل، از مهر ماه سال ۱۳۹۴ معاملات ثانویه اسناد خزانه اسلامی عملیاتی شد و اولین معاملات اجرایی شد. همان‌طور که قبلاً بیان شد، بازار ثانویه اسناد خزانه اسلامی از سال ۱۳۹۴ تا اواخر سال ۱۳۹۵ از طریق فرابورس مدیریت می‌شد. با مشخص شدن عایدی بالای اسناد خزانه اسلامی، ادعا بر این بود که کاهش عایدی بازار بورس حداقل تا اندازه زیادی ناشی از رونق بازار بدهی است. یکی از اعتراض‌های دیگر اعتراض‌هایی بود که از جانب بانک مرکزی علیه بازار ثانویه این اسناد وجود داشت. بانک مرکزی مدعی است که یکی از دلایل فشار بر نرخ سود بین‌بانکی، رونق بازار بدهی است. این موارد موجب شد تا در ادامه، بازار ثانویه اسناد خزانه اسلامی از طریق سیستم OTC بانک ملی و بدون شفافیت استاندارد شرکت فرابورس مدیریت شده و با نرخ‌های تنزیل حتی بالاتر از ۳۰ درصد مبادله شود. این فرآیند که با توجه به بند «ج» از ماده (۱) آیین‌نامه اجرایی اسناد خزانه اسلامی سال ۱۳۹۶، غیرقانونی به نظر می‌رسد، نمی‌تواند دوام چندانی داشته باشد و مبادله ثانویه اسناد خزانه اسلامی ناگزیر از بازگشت به فرآیند استاندارد شرکت فرابورس ایران است.

۳-۴. قیمت اسناد خزانه اسلامی

قیمت بازاری اسناد خزانه اسلامی در بازار سرمایه، از طریق مکانیسم عرضه و تقاضا مشخص می‌شود که این مکانیسم در عرضه اولیه به یکی از دو روش ثبت سفارش و یا روش حراج صورت می‌پذیرد. این قیمت به‌طور کلی تحت تأثیر دو عامل نرخ سود مورد انتظار و فاصله تا سررسید است. قیمت اسناد خزانه اسلامی در بازار ثانویه از روش زیر استخراج می‌شود:

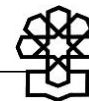
قیمت اسمی اسناد خزانه اسلامی

$$\frac{365}{\text{تعداد روزهای باقی مانده تا سررسید}} (\text{نرخ سود مورد انتظار} + 1)$$

همچنین بازده مؤثر سالیانه به روش ساده خطی از فرمول زیر استخراج می‌شود:

$$\frac{360}{\text{تعداد روزهای باقیمانده تا سررسید}} * \frac{\text{قیمت خرید} - \text{قیمت اسمی}}{\text{قیمت اسمی}}$$

در بازار فرابورس، پیمانکاران باید حتی پیش از عایدی بهره‌ای‌شان ناشی از قید حفظ قدرت خرید به خریداران اسناد خزانه عایدی منتقل نمایند.



البته بازده مؤثر سالیانه به روش مرکب از فرمول زیر استخراج می‌شود:

$$1 - \frac{365}{\text{تعداد روزهای باقیمانده تا سررسید}} \left(\frac{\text{قیمت اسمی}}{\text{قیمت خرید}} \right)$$

این دو روش البته فرق چندانی با هم ندارند، گرچه در اقتصاد ایران، تفاوت‌های این دو روش کمی بیشتر است.^۱

۴-۴. ریسک‌های اسناد خزانه اسلامی

در بازار ثانویه ریسک‌های متنوعی وجود دارد. برخی از ریسک‌های بازار ثانویه عبارت است از ریسک نرخ سود بانکی، ریسک نرخ ارز، ریسک تورم، ریسک اعتباری، ریسک شریعت، ریسک نقدشوندگی، ریسک بازارگردانی، ریسک قانونی. درخصوص اسناد خزانه اسلامی از منظر فعالان بازار سرمایه، ریسک نرخ سود بانکی، ریسک نقدشوندگی، ریسک تورم و نرخ ارز از احتمال وقوع بیشتری برخوردارند. همچنین شدت تأثیر ریسک‌های نرخ سود بانکی، نقدشوندگی، اعتباری و تورم بیشتر خواهد بود. جالب توجه است که ریسک نکول از منظر فعالان بازار سرمایه ناچیز تلقی نشده است^۲ (محمدتقی نظریور و حسین صدراپی، ۱۳۹۶).

به‌طور مشخص، نزدیک به زمان سررسید اخزا ۱، دارندگان اسناد خزانه از بیم نکول، با نرخ‌های بالایی به تنزیل اسناد خود مبادرت کردند، اما بعد از اینکه دولت در سررسید و حتی یک روز زودتر، مبالغ اسناد خزانه را تسویه کرد، نرخ‌ها در بازار تا حدی کاهش یافتند. دولت و مجلس در راستای افزایش اعتماد بازار و کاهش نرخ تنزیل در بازار ثانویه با ارائه بندهایی مجزا در لایحه و قانون بودجه نسبت به بازپرداخت تضمینی و قطعی این اسناد اقدام کرده‌اند. با این حال، با وجود عملکرد موفق دولت در سررسید اخزا ۱ تا اخزا ۶ و همچنین اسناد کوتاه‌مدت سخا ۱ و سخا ۲ و بازپرداخت به موقع آنها، متوسط نرخ سود اخزا ابتدا مسیری نزولی را طی کرد و از ۲۶ به ۱۹ درصد رسید، ولی دوباره صعودی شد. متوسط نرخ سود اخزا ۱ تا اخزا ۱۱ در بازه ۲۱ تا ۲۶ درصد ارزیابی شده است.^۴ این موضوع و همچنین افزایش سهم مبادلات اسناد خزانه اسلامی نسبت به کل مبادلات بازار سرمایه تا ۱۸ درصد و البته روند افزایشی

۱. برای آشنایی با انواع فرمول‌ها به سایت فرابورس ایران مراجعه کنید:
<https://goo.gl/YhaHQ2> و <https://goo.gl/sJpj7V>

۲. یکی از اهداف پذیرش اسناد خزانه اسلامی در فرابورس ایران، کاهش این ریسک برای دارندگان این اوراق است. چراکه به دلیل وجود بازار بزرگ و نقدشونده اوراق بهادار با درآمد ثابت در بازار ابزارهای نوین مالی فرابورس ایران، دارندگان این اوراق می‌توانند در هر زمان نسبت به فروش اوراق خود در بازار اقدام کنند.

۳. شاید یکی از دلایل این موضوع این باشد که فعالان بازار نسبت به وضعیت اعتباری دولت و دسترسی سخت آن به اعتبار ارزان آگاه هستند. همچنین سابقه نکول دولت در اوراق مشارکت به راحتی از ذهن فعالان بازار پاک نخواهد شد.

۴. شایان ذکر است که سرجمع معاملات ثانویه در ارتباط با نمادهای سخا ۱ و سخا ۲ کمتر از ۱۰ میلیارد بوده است. درواقع خزانه‌داری از محل سخا ۱ مبلغی در حدود ۱۰۰۰ میلیارد تومان و از محل سخا ۲ مبلغ ۱۸۰۰ میلیارد تومان به دستگاه‌های اجرایی پرداخت کرده است. البته ممکن است بعدها باقیمانده این ارقام نیز به دستگاه‌های مختلف تخصیص داده شده باشد. شایان ذکر است که نرخ تنزیل اسناد خزانه اسلامی در روزهای نزدیک به سررسید حتی به ۳۰ درصد هم رسیده است.

واگذاری انواع اوراق دولتی در بازار سرمایه به توقف انتشار این اسناد از خلال بازار فرابورس ایران در اواخر سال ۱۳۹۵ منجر شد.

۵. آسیب‌شناسی اسناد خزانه اسلامی

اسناد خزانه اسلامی، به مرور زمان با مخالفت‌های نسبتاً زیادی مواجه شده است.^۱ این در حالی است که ماهیت موضوع اسناد خزانه و آثار و تبعات آن از ابتدا روشن بوده و وقوع نارضایتی‌ها حاکی از آن است که قبلاً در بیان برخی کارآیی‌های این ابزار مالی مبالغه و در عوض نسبت به محدودیت‌های آن بی‌توجهی صورت گرفته است. در ادامه برخی از آسیب‌های اسناد خزانه اسلامی و تصورات نادرست مربوط به آن مورد اشاره قرار گرفته است.

۵-۱. تشابه آثار استقراض دولت از بازار سرمایه و استقراض از نظام بانکی و بانک مرکزی

اغراق زیادی در بیان تفاوت آثار استقراض دولت از بانک مرکزی، بانک‌های تجاری و بازار سرمایه صورت گرفته است. هرچند که قانونگذاران، فعلاً در راستای استقلال بانک مرکزی و عدم پولی کردن^۲ بدهی‌های دولت، از ورود این نهاد به بازار اسناد خزانه ممانعت به عمل آورده،^۳ برخی از اقتصاددانان این فرآیند را ناگزیر دانسته‌اند و به آثار زیانبار ناپایداری و تورش بودجه دولت و اثر آن بر سیاست پولی اشاره کردند که نهایتاً به شکل سلطه مالی^۴ و افزایش سهم حق‌الضرب در تأمین مالی دولت متجلی می‌شود (سارجنت و والاس، ۱۹۸۱).

امروزه، اکثر کشورها به دنبال هدفگذاری تورمی^۵ و ثبات قیمت‌ها هستند. در این چارچوب، بانک مرکزی حدودی^۶ از تورم (هدف) و نرخ بهره (ابزار) را اعلام می‌نماید و بدان پایبند می‌ماند. بنابراین فشار بر نرخ بهره از رهگذر افزایش کسری بودجه دولت، در نهایت با ورود بانک مرکزی و افزایش نقدینگی تعدیل خواهد شد. از این منظر استقراض دولت از بخش خصوصی غیربانکی، بخش بانکی و بانک مرکزی در بلندمدت، حداقل از حیث اثر آن بر نرخ بهره و حجم نقدینگی، واجد آثاری تقریباً یکسان است. در واقع، عدم واکنش بانک مرکزی نسبت به افزایش فزاینده نرخ بهره^۷ ناشی از کمبود ذخایر بانک مرکزی، مانند وضعیت فعلی اقتصاد ایران، نهایتاً به کسری سیستماتیک ذخایر و رکود اقتصادی بدل

1. <https://goo.gl/SzbLfn>

2. Monetizing Debt

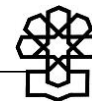
۳. به نظر می‌رسد که این محدودیت به زودی مرتفع خواهد شد.

4. Fiscal Dominance

5. Inflation Targeting

6. Band

۷. در مورد اقتصاد ایران، در مورد استفاده از نرخ بهره به جای نرخ سود مسامحه صورت گرفته است.



خواهد شد. دولت، بانک مرکزی و قاطبه اقتصاددانان، نرخ بهره بالای بانکی را یکی از علل رکود اقتصادی و همچنین بستری برای ورشکستگی آتی نظام بانکی کشور قلمداد می‌کنند. بنابراین در چنین شرایطی انتشار فزاینده اسناد خزانه اسلامی و سایر اوراق به قیمت افزایش نرخ بهره و خنثی‌سازی اقدامات دولت برای کاهش نرخ بهره تمام خواهد شد. البته در حال حاضر، حجم این بازار نسبت به بازار بین‌بانکی کم است، ولی با توجه به افق افزایش اتکای دولت به اوراق بدهی در آینده، اثر کسری بودجه دولت بر نرخ بهره معنادارتر خواهد بود.

این در حالی است که تلاش دولت برای افزایش جذابیت بازار ثانویه اسناد خزانه اسلامی، در عمل مسئله فوق را تشدید کرده است. با توجه به نرخ عایدی بازار ثانویه این اسناد، پیمانکاران طلبکار محتاج منابع مالی (طبقه‌ای که مهمترین هدف سیاست انتشار اسناد خزانه اسلامی هستند)، بعد از فروش اسناد خود در این بازار، به رقمی معادل حداکثر ۷۵ یا ۸۰ درصد ارزش اسمی اسناد می‌رسند. به عبارت دیگر، پیمانکاران در نهایت به رقم مسجل طلب خود (بدون نرخ سود تعلق گرفته) نیز نمی‌رسند. بنابراین صرفاً دارندگان منابع مازاد مالی هستند که از رهگذر سرمایه‌گذاری در بازار ثانویه اسناد خزانه اسلامی از عایدی فراوان بدون ریسک، بهره‌مند می‌شوند. البته عده‌ای معتقدند که در شرایطی غیر از این نیز، همین وضعیت حتی با شدت بیشتری وجود داشته و خواهد داشت.

در حال حاضر، حدود ۳۰ درصد از بازار ثانویه اسناد خزانه اسلامی و سایر ابزارهای بازار بدهی از آن صندوق‌های سرمایه‌گذاری بانکی است. با توجه به اینکه وظیفه اصلی صندوق‌ها جذب منابع از بخش خصوصی و گسیل آن به بازار مالی است، رفته‌رفته با افزایش سهم صندوق‌ها از بازار بدهی، آثار تغییرات در ترازنامه این صندوق‌ها نهایتاً به بانک‌ها منتقل خواهد شد. به عبارت دیگر، بدهی دولت به پیمانکاران نهایتاً و به واسطه صندوق‌های سرمایه‌گذاری در ترازنامه بانک‌ها خواهد نشست.

۲-۵. اغراق در امکان تقویت ابزارهای سیاست پولی با تعمیق بازار بدهی

نرخ بهره مربوط به اسناد خزانه در کشورهای توسعه‌یافته، به‌عنوان یکی از شاخص‌های مهم نرخ بهره کوتاه‌مدت تلقی می‌شود. با این حال، مهمترین بازارها برای تعیین نرخ بهره، بازار پول و در ذیل آن بازار بین‌بانکی است. اگرچه بانک مرکزی عملیات بازار باز را از مسیر ورود به بازار اوراق بدهی دولت انجام می‌دهد، هدف اصلی آن نرخ بهره بین‌بانکی است. در واقع می‌توان گفت که هادی نرخ بهره کوتاه‌مدت، نرخ بهره بین‌بانکی است که نرخ اسناد خزانه و اوراق قرضه نیز متأثر از آن و نسبت به آن تا حد زیادی قیمت‌پذیر خواهند بود.^۱ (میشکین، ۲۰۱۲). بنابراین، ورود به بازار بدهی و خرید و فروش اسناد خزانه

۱. قرار گرفتن نرخ سود انتظاری در فرمول تعیین قیمت اسناد خزانه اسلامی در بازار ثانویه به خوبی این امر را نشان می‌دهد.

دولتی، صرفاً یکی ابزارهای بانک مرکزی در جهت تغییر نرخ بهره بانکی است.^۱ وجود بازار بین بانکی کارآمد نسبت به وجود بازار بدهی برای اجرای سیاست بازار باز ضروری تر است. البته ویژگی خاص اسناد خزانه این است که در هنگام اتخاذ سیاست انقباضی، وقتی نمی توان دولت را مجبور به تسویه بدهی‌هایش به بانک مرکزی کرد، بانک مرکزی می تواند شخصاً به فروش اسناد خزانه در بازار پرداخته و نرخ بهره بازار بین بانکی را افزایش دهد، اما سیاست انقباضی صرفاً در موارد نادری اتفاق می افتد و روند کلی سیاست‌های بانک مرکزی در همه کشورها انبساطی است. در پایان، روشن است که سهم اندک بازار بدهی (حدود ۳۵ هزار میلیارد تومان) نسبت به بازار بین بانکی^۲ در کشور باعث خواهد شد تا بازار بدهی ابزار کارآمدی برای بانک مرکزی نباشد.

۳-۵. هزینه‌های سنگین حفظ قدرت خرید

یکی از ابداعات اسناد خزانه اسلامی نسبت به اسناد خزانه متعارف، تعدیل رقم اسمی آن با توجه به نرخ سود سالیانه مصوب شورای پول و اعتبار است. اعمال نرخ بهره به بدهی‌های دولت از بازه تسجیل بدهی تا زمان انتشار (و از آن بدتر تا زمان سررسید)، با توجه به نرخ بالای سود بانکی در حال حاضر، برای پایداری بدهی‌های دولت خطرناک به نظر می رسد، هرچند بخش خصوصی این مهم را حق طبیعی خود قلمداد می کند. البته برخی از اقتصاددانان معتقدند از آنجا که پروژه‌های عمرانی در کشور معمولاً بیش برآورد می شوند، کاهش قدرت خرید در اثر زمانمند شدن وصول مطالبات پیمانکاران، تا حدی به تعدیل تورش مذکور می انجامد و از این رو وضع نرخ بهره بر این زمانمندی اقدامی نادرست ارزیابی می شود.

۴-۵. انضباط مالی، ریسک بازی پونزی^۳ یا غلتاندن^۴ بدهی

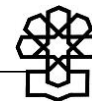
برخلاف دعاوی مطرح شده در مورد اثر مثبت اسناد خزانه اسلامی بر انضباط مالی دولت، هیچ قرینه‌ای در این موضوع یافت نشده است. از قضا انتظار می رود که با توجه به ساختار نامناسب بودجه ریزی در ایران، در میان مدت ریسک افزایش فزاینده بدهی دولت و ریسک بازی پونزی یا انتقال بدهی به دوره‌های بعدی از سوی دولت افزایش یابد. بنابراین به نظر می رسد شرایط مندرج در قوانین بودجه و آیین نامه اجرایی اسناد خزانه اسلامی، مبنی بر عدم انتقال بدهی از سالی به سال بعد و یا سایر الزامات شرعی و حقوقی، رفته رفته رنگ خواهد باخت. یکی از نشانه‌های بی انضباطی مالی دولت این است که اسناد خزانه اسلامی به مرور زمان به هزینه‌های جاری نیز تخصیص یافته است. در حالی که از ابتدا بنا بر این بود که

۱. بانک مرکزی می تواند با ایجاد کردیدور نرخ بهره وام (lending rate) و نرخ بهره سپرده (deposit rate) با بانکها تعامل کند و مانع از خروج نرخ بهره بازار از این دو حد شود.

۲. در حال حاضر حجم معاملات در بازار بدهی کشور تقریباً روزانه ۱۲۰ میلیارد تومان و در بازار بین بانکی بیش از ۱۰۰۰۰ میلیارد تومان است.

3. Ponzi game

4. Roll over



این اسناد صرفاً در زمینه تأدیه مطالبات پیمانکاران مورد استفاده قرار گیرد. بنابراین، لازم است ضمن آسیب‌شناسی و بررسی چرایی شکست قواعدی که تا به حال در راستای تقویت سیاست مالی در کشور گذاشته شده،^۱ قواعد محکمی بر سر راه دولت در موضوع انتشار اوراق بدهی و شفافیت مسیر پرداخت ارقام مربوط به اسناد سررسید شده نهاده شود.

در این مورد باید توجه داشت که غلتاندن بدهی در مورد اسناد خزانه اسلامی به معنای صوری آن ممکن نیست. در واقع دولت از قبل انتشار و واگذاری اسناد خزانه اسلامی مبلغی را دریافت نمی‌کند که بتواند اسناد قبلی را تسویه کند. با این حال، این امکان برای دولت وجود دارد که مبالغ مختص به پروژه‌های عمرانی و هزینه‌های جاری را به تسویه اسناد خزانه سررسید شده تخصیص داده و در عوض به پروژه‌های جاری و عمرانی اسناد خزانه جدید ارائه نماید. بنابراین، امکان غلتاندن بدهی در اینجا نیز وجود دارد.

۵-۵. شبهات مربوط به جنبه شرعی اسناد خزانه اسلامی

علاوه بر مباحث متداول در خصوص وجوه شرعی اسناد خزانه اسلامی،^۲ مناقشات جدیدی در ارتباط با کارکرد متأخر اسناد خزانه اسلامی طرح شده است. در واقع علت اصلی طرح موضوع اسناد خزانه اسلامی، حل معضل انسداد جریان مالی پیمانکاران طلبکار دولت بود. به طوری که دولت با ارائه اسناد خزانه به طلبکاران خود، این امکان را به آنها داد که بتوانند آن را در بازار ثانویه نقد نمایند، اما دولت در حال حاضر، به سمت کارکرد متعارف اسناد خزانه یعنی «تأمین مالی برنامه‌ریزی شده کسری بودجه» رفته است. این در حالی است که یکی از دلایل عدم موافقت برخی از فقها نظیر حضرت امام (ره) با «بیع دین با شخص ثالث»^۳، دغدغه صوری شدن بیع دین با نیت استقراض ربوی است که به نظر می‌رسد در شرایط فعلی در حال تحقق یافتن است.

همچنین، بروز بی‌انضباطی مالی و غلتاندن بدهی که علائم آن به خوبی مشاهده می‌شود، ریسک شریعت اسناد خزانه اسلامی را نیز افزایش خواهد داد. در واقع به نظر می‌رسد دغدغه‌ای که به عنوان مبنای موضع منفی بعضی از علما مثل شهید صدر و حتی تغییر موضع بعضی از علما مثل حضرت امام (ره) در این زمینه ذکر می‌شود در اینجا ظهور یافته است. این امر موجب تشابه فرآیند استقراض دولت از طریق اسناد خزانه اسلامی، با ربای جاهلی شده است. در این حالت، بدهکار از آنجا که توانایی پرداخت بدهی خود را در سررسید ندارد، از طلبکار می‌خواهد تا به شرط دریافت زیاده، سررسید را به تعویق بیاندازد.

۱. رجوع کنید به مقاله‌های قاسمی و مهاجری، ۱۳۹۵ و زاله زارعی، ۱۳۹۵.

۲. این مباحث در مقاله‌هایی که حجج اسلام موسویان، نظریور و... در این باره نوشته‌اند وجود دارد.

۳. شهید صدر و بسیاری از علما بیع دین را مجاز می‌دانند مشروط بر اینکه این معامله بین طرفین صورت بگیرد ولی بیع دین به شخص ثالث را مجاز نمی‌دانند. حضرت امام (ره) قبل از انقلاب با بیع دین به شخص ثالث موافق هستند ولی بعد از انقلاب جواز خود را برداشته‌اند.

در موضوع حفظ قدرت خرید نیز، این نگرانی وجود دارد که رفته‌رفته ماهیت اختیاری تعدیل اسناد خزانه کوتاه‌مدت و بلندمدت (یکی از شرط شورای فقهی بورس) با نرخ سود بانکی از بین رفته و ماهیت غیرشرعی آن تثبیت شود. در واقع، دولت گرچه به‌موجب شرط ضمن عقد، نسبت به پرداخت اضافی بابت حفظ قدرت خرید موافقت کرده، ولی پیمانکاران و سایر دریافت‌کنندگان، این موضوع را به‌عنوان حق مسلم خود می‌پندارند و به‌نظر می‌رسد امکان عدول از این شرط دیگر در اختیار دولت نباشد.

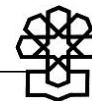
جمع‌بندی

اسناد خزانه اسلامی از سال ۱۳۹۲ در قوانین بودجه سالیانه مورد توجه قرار گرفته و اولین عملکرد آن در اواخر سال ۱۳۹۳ به ثبت رسیده و این اسناد در اواسط سال ۱۳۹۴ به دست صاحبان آن رسیده است. ایده اسناد خزانه اسلامی برگرفته از اسناد خزانه متعارفی است که در سایر کشورهای جهان به‌عنوان ابزاری در راستای هموارسازی مخارج دولت به‌کار گرفته می‌شود. اسناد خزانه متعارف با کمترین نرخ‌ها به شکل تنزیلی وارد چرخه بازار شده و نقش مهمی در پرتفوی بانک‌ها و سایر نهادهای مالی و پولی دارد و بانک مرکزی از طریق ورود به این بازارها اقدام به تعدیل نرخ بهره می‌نماید.

مهمترین مانع برای استفاده از این اسناد در ایران ماهیت ربوی آن بوده است. به‌منظور بهره‌مندی از مزایا و اجتناب از جنبه‌های غیرشرعی اسناد خزانه متعارف، بر مبنای بیع دین که مورد وفاق اکثریت مراجع عظام تقلید است، ابزار نوینی با نام اسناد خزانه اسلامی ارائه شد که بخش زیادی از کارکردهای اسناد خزانه متعارف را پوشش داده است. دولت از این اسناد در راستای تسویه مطالبات پیمانکاران با ملاحظه حفظ قدرت خرید استفاده کرده و پیمانکاران قادرند اسناد دریافت شده را در بازار ثانویه تنزیل نمایند. اخیراً و در قوانین بودجه سال‌های ۱۳۹۵ و ۱۳۹۶، دولت از این اسناد در راستای هموارسازی و تأمین مخارج جاری خود (در قالب اسناد خزانه کوتاه‌مدت (یک سال و کمتر) نیز استفاده کرد که نوعی تغییر ماهیت در اسناد خزانه اسلامی به‌شمار می‌رود.

تا به حال حدوداً ۱۸ هزار میلیارد تومان از این اسناد منتشر شده، ولی به‌دلایل مختلفی صرفاً در حدود ۵۰ درصد عملکرد داشته است. از این میزان عملکرد، سهم کمتری در بازار ثانویه مورد مبادله واقع شده است. در واقع فقط ۵۰ درصد از کسانی که از دولت اسناد خزانه اسلامی دریافت کرده‌اند، اسناد خود را در بازار ثانویه تنزیل کرده‌اند. به‌طور خاص، پیمانکاران بزرگ مقیاس به علل مختلف اسناد خود را در بازار ثانویه تنزیل نکرده‌اند.

سیر نزولی و سپس صعودی نرخ تنزیل این اسناد در بازار و سپس استمرار نرخ‌های بالا، علیرغم بازپرداخت به‌موقع دولت در موارد اخزا ۱ تا اخزا ۵، نشانگر آن است که نرخ بهره بازار بین‌بانکی بیش از آنکه متأثر از عرضه اوراق بدهی دولت باشد، متأثر از شیوه مداخله بانک مرکزی (در قالب عرضه ذخایر



یا اجتناب از عرضه ذخایر) است. به بیان دیگر، نرخ سود اسناد خزانه را نمی‌توان راهبر نرخ بهره بازار بین‌بانکی دانست.

همچنین به نظر می‌رسد در مورد فواید «تعمیق بازار بدهی» اغراق شده باشد^۱ چرا که استقراض دولت از کانال‌های مختلف، مخصوصاً در اقتصاد ایران و در بلندمدت، واجد آثار یکسانی در حوزه اقتصاد کلان (نرخ بهره، نرخ ارز، نقدینگی، تورم و...) خواهد بود.

مهمترین نگرانی‌ها در مورد اسناد خزانه اسلامی به موارد زیر مربوط است:

– نکول دولت در بازپرداخت اسناد مذکور: تکرار تجربه نکول اوراق مشارکت در اسناد خزانه اسلامی فاجعه‌بار خواهد بود. به همین دلیل، مجلس و دولت، این اسناد را برای دولت به‌عنوان بدهی ممتاز تلقی نموده‌اند. این اقدام گرچه ریسک نکول اسناد خزانه اسلامی را از بین می‌برد، ولی اقدامی اصولی تلقی نمی‌شود و مسئله کلی دولت در تأمین منابع لازم برای بازپرداخت انواع اوراق بدهی را رفع نمی‌کند.

– ادعا شده که ورود این اسناد به بازار سرمایه باعث افزایش فشار بر نرخ بهره شده و به همین دلیل از اوایل زمستان سال ۱۳۹۵ پذیره‌نویسی این اسناد در بازار فرابورس متوقف شد. این موضوع گرچه از قبل قابل پیش‌بینی بود، اما نباید در آثار اسناد خزانه اسلامی بر بازار فرابورس و نرخ بهره بازار اغراق شود.

– روند افزایشی اتکای دولت به این ابزار و تسری موارد مصرف آن به مصارف جاری، نگران‌کننده است. هم از حیث نظری و هم از حیث عملی، اوراق مختلفی که دولت به‌منظور هموارسازی هزینه‌های خود از آن استفاده می‌کند، به‌عنوان عامل فشاری بر نرخ سود بانکی قابل طرح است. یکی از مسائل اساسی این است که سناریوهای بلندمدت در این موضوع با توجه به اهداف مختلف از جانب دستگاه‌های اجرایی اعم از مجلس و دولت مورد توجه قرار نگرفته است.

– در زمان انتشار این گزارش در نیمه سال ۱۳۹۶، بعد از توقف عرضه اسناد خزانه اسلامی در فرابورس ایران، اسناد خزانه سخاب با نرخ‌هایی در حد ۴۰ درصد در بازار غیرشفاف و غیررسمی ثانویه مبادله شده است. این موضوع نشان می‌دهد که توقف انتشار اسناد خزانه اسلامی در بازار فرابورس به بهانه تخریب بازار بورس به دلیل نرخ تنزیل بالای این اسناد، صرفاً معادل پاک کردن صورت مسئله بوده است.

– اعمال بازی پونزی و غلتاندن بدهی به سال‌های آتی: گرچه ماهیت اسناد خزانه اسلامی به گونه‌ای است که اعمال بازی پانزی به معنای صوری آن، یعنی قرض گرفتن جدید به نیت پرداخت بدهی قبلی، برای آن معنی ندارد، ولی به‌طور کلی این وضعیت برای دولت به‌طور کامل وجود دارد. در واقع، دولت

۱. به‌طور کلی، بازار بدهی در کشورهای توسعه‌یافته بعد از توسعه بخش حقیقی در دستور کار قرار گرفته است. از این رو، ممکن است تقویت بازار بدهی در شرایط فعلی اقتصاد ایران مخاطراتی را به همراه داشته باشد.

می‌تواند مقادیری که قصد داشته تا به پروژه‌های عمرانی اختصاص دهد به تسویه اسناد خزانه اسلامی تخصیص داده و برای پروژه‌های جدید به‌جای مبالغ نقد، دوباره اسناد خزانه اختصاص دهد. توجه به اقتصاد سیاسی طرح موضوع اسناد خزانه اسلامی به‌عنوان ابزاری پیشرو در شرایط فعلی کشور لازم و حیاتی است. بر این اساس دولت باید در خصوص موارد زیر اقدامات لازم را در دستور کار قرار دهد:

۱. محدود نمودن انتشار اسناد خزانه مبتنی بر یک قاعده مالی تضمین‌کننده پایداری مالی دولت
 ۲. ممانعت از ایجاد بازار ثانویه غیرمتشکل برای این اسناد و تمرکز معاملات آن در بازار بورس
 ۳. جلوگیری از تبدیل شدن اسناد خزانه اسلامی به ابزاری برای بازی پونزی دولت
 ۴. ایجاد هماهنگی میان سیاست‌های پولی و انتشار اسناد خزانه اسلامی و پیشگیری از آثار سوء انتشار اوراق بر نظام بانکی
 ۵. اتخاذ تدبیری مناسب در مورد هموارسازی زمانبندی انتشار اسناد
 ۶. بازنگری در موضوع حفظ قدرت خرید
 ۷. تسریع در فرآیندهای تخصیص اسناد به اقشار و سازمان‌های هدف
- در سطح کلان، باید قواعدی بر روی انتشار اسناد خزانه اسلامی با توجه به شرایط کلان اقتصاد و وضعیت بودجه دولت و همچنین بخش‌های استراتژیک کشور اعمال شود و هر دولتی باید تا حد ممکن بدهی‌های دوره خود را در همان دوره تسویه کند.



تنوع بدهی‌های بهره‌ای دولت ایالات متحده

Title	Average Interest Rates	
	December 31, 2016	December 31, 2015
Interest-bearing Debt:		
Marketable:		
Treasury Bills	0.504	0.235
Treasury Notes	1.788	1.840
Treasury Bonds	4.362	4.615
Treasury Inflation-Protected Securities (TIPS)	0.771	0.842
Treasury Floating Rate Note (FRN)	0.652	0.353
Federal Financing Bank	3.080	3.219
Total Marketable	*1.986	2.041
Non-marketable:		
Domestic Series	7.951	7.950
Foreign Series	7.312	7.312
State and Local Government Series	1.084	1.252
United States Savings Securities	3.061	3.164
United States Savings Inflation Securities	2.678	1.345
Government Account Series	2.811	3.014
Government Account Series Inflation Securities	1.255	1.278
Hope Bonds	0.000	0.000
Total Non-marketable	2.798*	3.008
Total Interest-bearing Debt	<u>2.232*</u>	<u>2.331</u>

source: <https://www.treasurydirect.gov>

منابع و مأخذ

۱. حسینی، محمدرضا و محمدتقی فیاضی. بررسی جنبه‌های حقوقی اسناد خزانه اسلامی و عملکرد آن در بودجه‌های سنواتی و بودجه سال ۱۳۹۵، مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، ۱۳۹۴.
۲. خادم‌الحسینی اردکانی، مجید و سیدعباس موسویان. مهندسی مالی اسناد خزانه اسلامی، فصلنامه علمی - پژوهشی اقتصاد اسلامی، سال دوازدهم، شماره ۴۵، ۱۳۹۱.
۳. شعبانی، احمد و وهاب قلیچ. قابلیت اوراق بهادار اسلامی در مهار تورم به‌عنوان ابزار سیاستی، فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، سال یازدهم، شماره ۴۳، ۱۳۹۰.
۴. عزیزنژاد، صمد. بررسی اسناد خزانه اسلامی، مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، ۱۳۹۱.
۵. موسویان، سیدعباس، محمدتقی نظریور و ایوب خزائی. امکان‌سنجی فقهی طراحی اسناد خزانه اسلامی در بازارهای مالی اسلامی، فصلنامه علمی - پژوهشی اقتصاد اسلامی، سال دهم، شماره ۴۰، ۱۳۸۹.
۶. میثمی، حسین و دیگران. ارائه مدل تعادل عمومی در چارچوب اقتصاد و بانکداری اسلامی، فصلنامه علمی - پژوهشی اقتصاد اسلامی، سال دوازدهم، شماره ۴۵، ۱۳۹۱.
۷. نجفی علمی، محمدمهدی و دیگران. تحلیل انتشار اوراق بهادار توسط دولت، مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، ۱۳۹۴.
۸. عیسوی، محمود و وهاب قلیچ. قابلیت اوراق بهادار اسلامی در جبران کسری بودجه دولت به‌عنوان ابزار سیاست سیاستی، فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی، سال پانزدهم، شماره ۵۶، ۱۳۹۴.
۹. فیاضی، محمدتقی، نظریور، محمدتقی. استفاده از اسناد خزانه اسلامی برای تأمین مالی طرح‌های تملک دارایی‌های سرمایه‌ای دولت، فصلنامه علمی ترویجی اقتصاد و بانکداری اسلامی، شماره سیزدهم، زمستان ۱۳۹۴.
۱۰. صدراپی، حسین و نظریور، محمدتقی. شناسایی و رتبه‌بندی ریسک‌های اسناد خزانه اسلامی در بازار اوراق بهادار ایران، مجله تحقیقات مالی اسلامی دانشگاه امام صادق (ع)، ۱۳۹۶.
۱۱. صورتجلسه کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار در راستای تصویب موضوع اسناد خزانه اسلامی، جلسات شماره ۵۱، ۵۲ و ۵۴، سال‌های ۱۳۸۹ و ۱۳۹۰.
۱۲. صورتجلسه کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار با موضوع حفظ قدرت خرید در اسناد خزانه اسلامی، جلسه شماره ۱۳۹، ۱۳۹۵/۱۰/۱۵.
۱۳. موسوی‌نیک، هادی و دیگران. چشم‌انداز اقتصاد ایران: چالش‌ها و سیاست‌ها، مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، ۱۳۹۵.
14. Mishkin Frederic s, (2010), Macroeconomics, policy and practice, Columbia university
15. Mishkin Frederic s, (2004), Macroeconomics, policy and practice, Columbia university
16. Mankiw, N. Gregory, (2013), Macroeconomics Harvard university, eighth edition



شماره مسلسل: ۱۵۵۴۲

شناسنامه گزارش

عنوان گزارش: آسیب‌شناسی عملکرد اسناد خزانه اسلامی

نام دفتر: مطالعات اقتصادی

تهیه و تدوین: سیدسعید موسوی

ناظران علمی: سیدعلی روحانی، احمد شعبانی، سیدمحمدرضا سیدنورانی

اظهار نظر کنندگان داخل مرکز: سیدمحمدرضا حسینی، توحید آتشبار

اظهار نظر کنندگان خارج مرکز: وزارت امور اقتصادی و دارایی

متقاضی: محمدرضا پوراابراهیمی (رئیس کمیسیون اقتصادی مجلس شورای اسلامی)

ویراستار تخصصی: _____

ویراستار ادبی: _____

واژه‌های کلیدی:

۱. اسناد خزانه اسلامی

۲. اسناد خزانه

۳. بدهی دولت

۴. بازار بدهی

۵. نرخ سود بانکی



تاریخ انتشار: ۱۳۹۶/۷/۳