



**ملاحظات قانون مدیریت بدهی‌های عمومی (۱):  
ساختار حکمرانی «مدیریت بدهی‌های عمومی»  
بر اساس تجربه بین‌المللی**



شماره مسلسل: ۱۸۸۵۴  
کد موضوعی: ۲۳۰

شناسنامه گزارش

عنوان گزارش: ملاحظات قانون مدیریت بدهی‌های عمومی (۱): ساختار حکمرانی «مدیریت بدهی‌های عمومی» براساس تجربه بین‌المللی

نام دفتر: مطالعات بخش عمومی

تهیه و تدوین: محمدرضا حسن پور

مدیر مطالعه: محمد حسین معماریان

ناظران علمی: سید علی روحانی، سید عباس پرهیزکاری، سید محمد حسین فاطمی

اظهار نظر کنندگان: فرهاد خانمیرزایی، محمد جمور

ویراستار ادبی: شیوا امین اسکندری

واژه‌های کلیدی:

۱. بدهی عمومی
۲. بازار بدهی
۳. بدهی دولت
۴. مدیریت بدهی
۵. پایداری بدهی



تاریخ انتشار: ۱۴۰۱/۱۲/۲۸

## به نام خدا

### فهرست مطالب

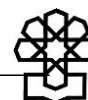
۱	چکیده
۱	خلاصه مدیریتی
۳	مقدمه
۴	۱. ساختار نهادی مدیریت بدهی
۶	۱-۱. جایگاه دفتر مدیریت بدهی
۷	۱-۱-۱. دفتر مدیریت بدهی ذیل وزارت اقتصاد
۷	۱-۱-۲. دفتر مدیریت بدهی بانک مرکزی
۸	۱-۱-۳. دفتر جداگانه مدیریت بدهی
۹	۲-۱. ساختار دفتر مدیریت بدهی
۱۰	۱-۲-۱. دفتر جلویی
۱۰	۲-۲-۱. دفتر میانی
۱۱	۳-۲-۱. دفتر پشتی
۱۲	۲. هماهنگی سیاست‌ها بین مراجع مرتبط با بدهی‌های عمومی
۱۲	۱-۲. مراجع مرتبط با بدهی‌های عمومی
۱۳	۲-۲. منطق نیاز به هماهنگی
۱۵	۳. راهبرد مدیریت ریسک
۱۵	۱-۳. فرایندهای مدیریت ریسک
۱۶	۲-۳. انواع ریسک‌های مرتبط با بدهی
۱۸	۴. توسعه بازار بدهی
۲۰	۵. تجربه کشورها
۲۰	۱-۵. برزیل
۲۱	۲-۵. ترکیه
۲۵	۳-۵. انگلستان
۲۶	۴-۵. آلمان
۲۸	جمع‌بندی
۲۸	منابع و مآخذ

## فهرست شکل‌ها

- شکل ۱. ساختار نهادی مدیریت بدهی ..... ۶
- شکل ۲. ساختار واحد (مرکز) مدیریت بدهی ..... ۱۰
- شکل ۳. همپوشانی حوزه مسئولیت بدهی، پولی و مالی ..... ۱۳
- شکل ۴. ساختار خزانه‌داری انگلستان ..... ۲۶

## فهرست نمودار

- نمودار تغییرات نسبت تراز بودجه و تراز اولیه به تولید ناخالص داخلی در ترکیه ..... ۲۳



ملاحظات قانون مدیریت بدهی‌های عمومی (۱):  
ساختار حکمرانی «مدیریت بدهی‌های عمومی»  
بر اساس تجربه بین‌المللی

چکیده

در این گزارش به مسئله مدیریت بدهی‌های دولت از منظر حکمرانی و ساختار نهادی و سازمانی آن می‌پردازیم. تجربه‌های موفق جهانی نشان می‌دهد که هسته اصلی مدیریت بدهی عمومی در هر کشور، «دفتر مدیریت بدهی» است و سایر ساختارها و رویه‌ها در ارتباط و هماهنگی با اقدام‌های این دفتر تعریف می‌شوند. تجربه اغلب کشورها نشان می‌دهد بیشترین کارایی مدیریت بدهی وقتی اتفاق می‌افتد که همه وظایف و مسئولیت‌های مربوطه در یک نهاد (دفتر مدیریت بدهی) متمرکز باشد. در اکثر کشورها دفتر مدیریت بدهی بخشی از وزارت اقتصاد (خزانه‌داری) محسوب می‌شود؛ در تعداد اندکی از کشورها دفتر مدیریت بدهی بخشی از بانک مرکزی است؛ در تعدادی از کشورهای پیشرفته نیز برای انجام اقدام‌های مرتبط، دفتری جداگانه و خارج از دولت سازمان داده می‌شود. تقریباً همه مراکز مدیریت بدهی دنیا از ساختار متمرکز مشابهی پیروی می‌کنند. مسئولیت‌های عملیاتی مدیریت بدهی در بین چند دفتر مجزا تقسیم شده و رویه‌ها در جهت رعایت کنترل‌های داخلی و پاسخگویی هریک از اجزا طراحی می‌شوند. به‌طور معمول، این تقسیم‌بندی با تشکیل سه دفتر جلویی، میانی و پشتی انجام می‌شود.

سیاستگذار پولی، سیاستگذار مالی (بودجه‌ای) و مسئول مدیریت بدهی سه مرجع اصلی مرتبط با بدهی‌های دولت هستند. هماهنگی بین این سه مرجع برای کنترل ریسک ترازنامه دولت و کاهش آسیب‌پذیری نظام مالی و اقتصاد کلان در مقابل تکانه‌های مختلف اهمیت اساسی دارد.

مدیریت ریسک ترازنامه دولت یکی از مهم‌ترین اجزای مدیریت بدهی است. یک سیاست محتاطانه نیازمند ارزیابی کامل انواع ریسک‌های موجود، تحلیل بده‌بستان بین ریسک و هزینه و همچنین توجه به مسیرهای ارتباطی بین سیاست‌های مدیریت بدهی با سیاست‌های کلان است.

خلاصه مدیریتی

بدهی دولت معمولاً بزرگ‌ترین سبد مالی هر کشور محسوب می‌شود که از ساختار پیچیده و ریسک‌های بالقوه‌ای برخوردار است. تعدد و تواتر بحران‌های بدهی در کشورهای دنیا نشان می‌دهد مدیریت بدهی دولت از جمله مهم‌ترین ابعاد سیاستگذاری اقتصادی برای ایجاد و حفظ ثبات است. تقویت مدیریت بدهی‌ها باعث کاهش آسیب‌پذیری کشور نسبت به تکانه‌های اقتصادی و مالی داخلی و خارجی شده و به ایجاد محیط مناسبی برای رشد اقتصادی کمک می‌کند.

در این گزارش به مسئله مدیریت بدهی‌های دولت از منظر حکمرانی و ساختار نهادی و سازمانی آن می‌پردازیم. تجربه‌های موفق جهانی نشان می‌دهد:

- در یک دسته‌بندی کلی می‌توان وظایف و اقدامات مرتبط با مدیریت بدهی عمومی را در دو قالب «تصمیم‌گیری» و «اجرا» مورد بررسی قرار داد. در حوزه تصمیم‌گیری، دو وظیفه تدوین و تصویب سیاست‌ها اهمیت دارد که هر کدام می‌تواند با نهادهای مختلفی صورت پذیرد. حوزه اجرا نیز باید از دو منظر نهاد عملیاتی مدیریت بدهی و نهاد دارای مسئولیت (و در نتیجه پاسخگویی) تفکیک و مشخص شود.

- هسته اصلی مدیریت بدهی عمومی در هر کشور، «دفتر مدیریت بدهی» است و سایر ساختارها و رویه‌ها در ارتباط و هماهنگی با اقدام‌های این دفتر تعریف می‌شوند. تجربه اغلب کشورها نشان می‌دهد بیشترین کارایی مدیریت بدهی وقتی اتفاق می‌افتد که همه وظایف و مسئولیت‌های مربوطه در یک نهاد (دفتر مدیریت بدهی) متمرکز باشد.

- کشورها بسته به اینکه دفتر مدیریت بدهی در چه جایگاه و مراتبی تشکیل شود، با یکدیگر تفاوت دارند. در اکثر کشورها دفتر مدیریت بدهی بخشی از وزارت اقتصاد (خزانه‌داری) محسوب می‌شود؛ در تعداد اندکی از کشورها دفتر مدیریت بدهی بخشی از بانک مرکزی است؛ در تعدادی از کشورهای پیشرفته نیز برای انجام اقدام‌های مرتبط، دفتری جداگانه و خارج از دولت سازمان داده می‌شود.

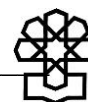
- تقریباً همه مراکز مدیریت بدهی دنیا از ساختار متمرکز مشابهی پیروی می‌کنند. مسئولیت‌های عملیاتی مدیریت بدهی در بین چند دفتر مجزا تقسیم شده و رویه‌ها در جهت رعایت کنترل‌های داخلی و پاسخگویی هریک از اجزا طراحی می‌شوند. به‌طور معمول، این تقسیم‌بندی با تشکیل سه دفتر جلویی، میانی و پشتی انجام می‌شود.

- سیاستگذار پولی، سیاستگذار مالی (بودجه‌ای) و مسئول مدیریت بدهی سه مرجع اصلی مرتبط با بدهی‌های دولت هستند. هماهنگی بین این سه مرجع برای کنترل ریسک ترازنامه دولت و کاهش آسیب‌پذیری نظام مالی و اقتصاد کلان در مقابل تکانه‌های مختلف اهمیت اساسی دارد.

- مدیریت ریسک ترازنامه دولت یکی از مهم‌ترین اجزای مدیریت بدهی است. یک سیاست محتاطانه نیازمند ارزیابی کامل انواع ریسک‌های موجود، تحلیل بده‌بستان بین ریسک و هزینه و همچنین توجه به مسیرهای ارتباطی بین سیاست‌های مدیریت بدهی با سیاست‌های کلان است.

- اوراق بدهی دولتی به‌عنوان یکی از کم‌ریسک‌ترین دارایی‌ها در هر کشور، مؤلفه اصلی در تعیین و شکل‌دهی منحنی نرخ بهره به‌شمار می‌روند. مدیریت دارایی‌های نقد و نقدشوندگی ترازنامه بسیاری از آحاد اقتصادی، به‌ویژه نهادهای مالی با محوریت اوراق بدهی دولت انجام می‌شود. بنابراین یکی از الزامات توسعه و پایدارسازی نظام مالی هر کشور، توسعه بازار بدهی از طریق تعمیق بازار اوراق دولت است.

- در ایران، مسئولیت‌های خزانه‌داری، جمع‌آوری مالیات و همچنین عضویت در مجمع شرکت‌های دولتی اصلی را وزارت اقتصاد انجام می‌دهد. به همین علت ایجاد دفتر مدیریت بدهی در این وزارتخانه هماهنگی‌های لازم برای مدیریت جریان نقد دولت و مدیریت تعهدات عمومی غیربودجه‌ای را تسهیل می‌کند. علاوه‌براین، از آنجاکه سازمان



بورس و اوراق بهادار عملاً زیرمجموعه وزارت اقتصاد محسوب می‌شود، حضور دفتر بدهی در این وزارتخانه در حل مسائل مرتبط با توسعه بازار بدهی کمک‌کننده است. با این حال هماهنگی بین مرکز مدیریت بدهی با سازمان برنامه و بودجه و بانک مرکزی اهمیت ویژه‌ای دارد که باید کم‌وکیف آن به صورت صریح در قالب قانون یا دستورالعمل مشخص شود.

## مقدمه

قدمت مدیریت بدهی‌های عمومی حداقل به چندین قرن قبل باز می‌گردد؛ هنگامی که کشورها در مسیر دموکراسی قرار گرفته و میزان مالیات‌ستانی آنها محدود شد. هم‌زمان بخش مالی در قالب اولین بانک‌ها شروع به رشد کرد و به دولت‌ها این امکان را می‌داد که بیشتر از دخل خود هزینه کنند. این مسئله به‌ویژه در تأمین مالی جنگ‌ها، توسعه‌طلبی‌های استعماری و طرح‌های بزرگ مشابه اهمیت داشت؛ به‌گونه‌ای که نتیجه برخی جنگ‌ها به وضع مالی طرفین جنگ و امکان استقراض آنها بستگی داشت. اولین بانک‌های مرکزی نیز اساساً برای مدیریت بدهی‌های دولت، یا در واقع فراهم کردن امکان استقراض دولت تشکیل شدند که از آن جمله می‌توان بانک انگلستان را مثال زد.

مدیریت بدهی‌های عمومی<sup>۱</sup> تا اواخر قرن بیستم صرفاً در مدیریت حجم بدهی‌ها و تأمین منابع مورد نیاز دولت از طرق مختلف خلاصه می‌شد. کشورهایی که اقدام فعالانه‌ای در جهت مدیریت بدهی داشتند، غالباً محدود به کشورهای پیشرفته بود. در اکثر این موارد، بانک مرکزی متولی اصلی بدهی‌های دولت و انجام استقراض محسوب می‌شد. در دهه ۱۹۸۰ به دنبال ایجاد بحران‌های بدهی بزرگ، به‌ویژه در اقتصادهای نوظهور، رویکردها به مدیریت بدهی تغییر کرد. تجربه بحران‌ها نشان داد بدهی‌های عمومی، مخصوصاً بدهی‌های خارجی، می‌توانند منبع ایجاد ریسک‌های بزرگی در اقتصاد باشند و در صورت ایجاد مشکل، آسیب‌های جدی برای اقتصاد به همراه آورند.

در اواخر قرن بیستم، بسیاری از کشورها به سمت تدوین قواعد و قوانین ویژه‌ای برای مدیریت بدهی‌های عمومی، یا در شکل کلی‌تر، مدیریت ترازنامه بخش عمومی<sup>۲</sup> حرکت کردند. به دنبال این قوانین، ساختار حکمرانی بدهی‌ها نیز تغییر اساسی پیدا کرد و مدیریت بدهی‌ها از یک اقدام حسابداری و مالی دولت، به الزامی در سطح حاکمیت تبدیل شد. همچنین، به‌علت ابعاد بزرگ بدهی دولت و آثاری که می‌تواند بر نسل‌های آینده داشته باشد، محدودیت‌هایی بر سطح بدهی و میزان افزایش آن اعمال شد.

مسئله بدهی‌های دولت در اقتصاد ایران، حداقل در نیم قرن اخیر، به سبب درآمدهای نفتی برای سیاستگذار اهمیت جدی نداشته است. بنابراین تا چند سال قبل نه‌تنها مدیریت بدهی‌ها، بلکه احصا و نگهداری آمار بدهی‌ها نیز موضوعیت نداشت و انجام نمی‌شد. در دهه اخیر، به دنبال تحریم‌های ظالمانه و تشدید ناترازی‌ها در بخش‌های مختلف اقتصادی، اهمیت مسئله بدهی‌های بخش عمومی بیش‌ازپیش احساس شد. کسری بودجه‌های عظیم سال‌های گذشته و مشکلات بالقوه و بالفعل صندوق‌های بازنشستگی هم نشانه و هم عامل بسیاری از مشکلات اقتصاد ایران هستند که همگی درنهایت یا به شکل تورم و یا در قالب بدهی‌های دولت انباشته می‌شوند.

تشکیل مرکز مدیریت بدهی‌های عمومی در سال ۱۳۹۳ و ایجاد بازار اوراق بدهی دولت در همان سال، از جمله اقدام‌های مثبتی بود که برای سازماندهی بدهی‌ها و استقرار دولت انجام گرفت. استقرار دولت از مسیر اوراق یکی از راه‌های اصلی پوشش کسری بودجه در سال‌های ۱۳۹۸ و ۱۳۹۹ بوده است.

با توجه به حجم فزاینده بدهی‌های دولت، لازم است اقدام‌های بنیادی در زمینه مدیریت بدهی‌ها انجام گیرد. این اقدام‌ها شامل اصلاحات متعدد در ساختار نهادی و قانونی بدهی‌ها و همچنین گسترش و توسعه بازار بدهی می‌شود. در این گزارش به نکات اصلی و مهم مرتبط با حکمرانی بدهی بخش عمومی براساس تجربه بین‌المللی می‌پردازیم و با توجه به شرایط کشور، پیشنهادهایی ارائه می‌شود.

### ۱. ساختار نهادی مدیریت بدهی

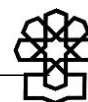
قانون مدیریت بدهی دولت در کنار قوانین پوشش‌دهنده عملیات‌های مرتبط با سیاست پولی و بودجه‌ای و همچنین قواعد حسابرسی بخش عمومی، عناصر اصلی چارچوب حکمرانی بدهی عمومی<sup>۱</sup> هستند. اکثر کشورها قواعد مشخصی برای تحدید قدرت دولت در استقراض، سرمایه‌گذاری، ورود به تعهدات مالی (شامل تضامین، جبران خسارت، معاملات مشتقه و ...)، بازخرید و بازپرداخت بدهی‌های دولتی دارند. این قوانین امکان سوءاستفاده از قدرت را محدود کرده، ایجاد و انتشار بدهی دولت را متمرکز می‌کنند و دولت را پاسخگو و مسئول مدیریت بدهی‌های خود قرار می‌دهد. در یک دسته‌بندی کلی می‌توان وظایف و اقدام‌های مرتبط با مدیریت بدهی عمومی را در دو قالب «تصمیم‌گیری» و «اجرا» مورد بررسی قرار داد. در حوزه تصمیم‌گیری، دو وظیفه تدوین و تصویب سیاست‌ها اهمیت دارد که هر کدام می‌تواند از سوی نهادهای مختلفی صورت پذیرد. حوزه اجرا نیز باید از دو منظر نهاد عملیاتی مدیریت بدهی و نهاد دارای مسئولیت (و در نتیجه پاسخگویی) تفکیک و مشخص شود. البته معمولاً نهاد عملیاتی خود نیز مسئول پیامدها و نتایج مدیریت بدهی است. **وظایف و اقدام‌های اصلی مرتبط با مدیریت بدهی را می‌توان در موارد زیر خلاصه کرد:**

- **استقراض به نمایندگی از دولت:** لازم است در قانون، مرجع مشخصی تعیین شود که اختیار و اجازه استقراض به نمایندگی از دولت را داشته باشد. همچنین همه استقراض‌هایی که بخش عمومی انجام می‌دهد، باید توسط این مرجع یا با هماهنگی و مجوز آن انجام شود. در همه کشورها قدرت قانونی برای اعطای مجوز استقراض در اختیار مجلس نمایندگان قرار دارد.<sup>۲</sup> در واقع ایجاد بدهی از سوی دولت (که عمدتاً در قوانین بودجه سنواتی به شکل کسری ظاهر می‌شود)، ابتدا باید به تصویب مجلس برسد. باین‌حال در بسیاری از کشورها وزیر اقتصاد نیز از طرف مجلس برای انجام رویه‌های اجرایی استقراض (در محدوده مورد تأیید قانون) مسئولیت دارد. همچنین، استقراض‌های خارج از بودجه که بار مالی آن ممکن است در نهایت به دولت محول شود (نظیر تعهدات و تضامین مشروط)، نیاز به تأیید وزیر مالیه<sup>۳</sup> دارد.

1. Public Debt Governance

2. Guidelines for Public Debt Management: Accompanying Document, IMF, Page 28

3. Finance minister

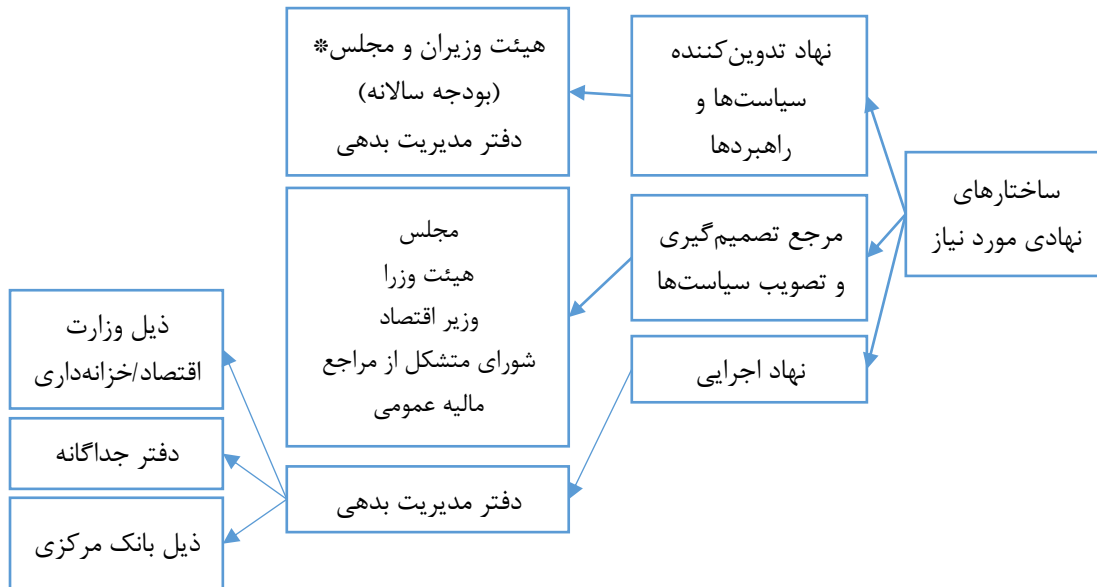


- **تدوین راهبرد مدیریت بدهی و نقدینگی دولت:** راهبرد مدیریت بدهی<sup>۱</sup>، محور اقدامهای مرتبط با مدیریت بدهی است. بنابراین باید طراحی و تدوین راهبرد را یک مرجع یا کمیته‌ای متشکل از متخصصان از مراجع مختلف انجام دهد. در اغلب کشورها دفتر مدیریت بدهی<sup>۲</sup> که وظایف عملیاتی مدیریت بدهی را برعهده دارد، راهبردها و برنامه‌ها را نیز تدوین می‌کند. بسته به محل قرارگیری دفتر مدیریت بدهی، نحوه ارتباط و مناسبات بین این دفتر با سایر مراجع سیاستگذاری برای تدوین راهبردها متفاوت خواهد بود.
- **تصویب و تأیید راهبرد مدیریت بدهی:** برنامه و راهبردی که تدوین می‌شود، باید از طریق مراجع قانونی تصویب شود و جایگاهی در سطح قانون، دستورالعمل یا آیین‌نامه رسمی پیدا کند. این کار می‌تواند از سوی مجلس، هیئت وزیران، وزارت اقتصاد یا شورایی متشکل از اعضای قوای مختلف انجام شود.
- **هماهنگی<sup>۳</sup> سیاست‌ها و راهبردهای مدیریت بدهی با سیاست‌های مالی و پولی:** یکی از ارکان اصلی عملیات مدیریت بدهی عمومی، هماهنگی سیاست‌های مالی، پولی و بدهی است. از آنجاکه استقراض دولت در مقایسه با بازارهای مالی ابعاد بسیاری دارد (به‌ویژه در کشورهای در حال توسعه)، برای جلوگیری از ایجاد شوک در نظام مالی باید سیاست‌های کلان اقتصادی دولت با یکدیگر سازگار باشند. این سازگاری مستلزم ارتباط تنگاتنگ بین مرجع پولی (بانک مرکزی)، مرجع مالی (سیاستگذار بودجه‌ای) و مرجع بدهی است.
- **اقدامهای اجرایی مرتبط با بدهی دولت:** حفظ اندازه، ترکیب و ریسک بدهی دولت در سطح مشخص نیازمند اقدامهای عملیاتی متعدد در بازار است. انجام این اقدامها نیازمند دانش و تخصص کافی از رویه‌های بازارهای مالی و همچنین سیاست‌های مالی و پولی است. در اغلب کشورها برای انجام این اقدامها دفتر مدیریت بدهی تشکیل می‌شود که یک مجموعه تخصصی است.
- **گزارش‌دهی وضعیت بدهی عمومی و اقدامهای انجام‌شده برای مدیریت آن:** به‌علت اندازه قابل توجه بدهی عمومی در مقایسه با ابعاد اقتصاد، وضعیت و نحوه مدیریت آن می‌تواند بر شرایط آتی اقتصاد اثرگذار باشد. گزارش‌دهی وضعیت بدهی برای تصمیم‌گیری آحاد اقتصادی اهمیت دارد و باید به‌طور مرتب انجام شود.
- **توسعه بازار اوراق بدهی:** هرچه بازار اوراق بدهی (عمومی و خصوصی) عمیق‌تر باشد، استقراض دولت با هزینه کمتری همراه بوده و همچنین اثر کمتری بر نرخ‌های بهره می‌گذارد. در نتیجه پایداری بدهی‌های دولت و نظام مالی بیشتر می‌شود. بنابراین توسعه بازار اوراق یکی از وظایف و مسئولیت‌های دولت برای مدیریت بدهی عمومی است. ساختار نهادی مدیریت بدهی در کشورهای مختلف گوناگونی زیادی دارد و بسته به شرایط اقتصادی و سیاسی هر کشور، نوعی از ساختارها مناسب‌تر ارزیابی می‌شوند. در شکل ذیل ساختارهای مورد نیاز و نهادهایی که می‌توانند عهده‌دار وظایف مربوطه باشند، رسم شده است.

---

1. Debt Management Strategy (DMS)  
2. Debt Management Office (DMO)  
3. Coordination

شکل ۱. ساختار نهادی مدیریت بدهی



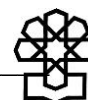
\* در حالتی که سیاست و راهبرد جداگانه‌ای برای بدهی تدوین نشود و این سیاست‌ها ذیل بودجه سالانه قرار گیرد، هیئت وزیران و مجلس به نهاد تدوین‌کننده سیاست‌ها و راهبردها تبدیل می‌شوند. این وضعیت در کشورهایی که دفتر مدیریت بدهی ندارند اجرا می‌شود. برای مثال کشورهای اروپایی قبل از تشکیل دفتر مجزای مدیریت بدهی این‌گونه بوده‌اند.

### ۱-۱. جایگاه دفتر مدیریت بدهی

هسته اصلی مدیریت بدهی عمومی در هر کشور، «دفتر مدیریت بدهی» است و سایر ساختارها و رویه‌ها در ارتباط و هماهنگی با اقدام‌های این دفتر تعریف می‌شوند. افزایش وضوح و شفافیت عملیات‌های مدیریت بدهی یکی از علت‌های اصلی ایجاد دفتری ویژه برای این منظور است. تمرکز درونی دفتر بر اقدام‌های مدیریت بدهی و آگاهی بازار از اهداف و انگیزه‌های دفتر، سبب ایجاد شفافیت در فرایندها می‌شود و پاسخگویی را افزایش می‌دهد. همچنین، ایجاد یک دفتر به‌علت حرفه‌ای شدن و تصمیم‌گیری‌های تخصصی باعث تقویت ظرفیت، کارایی و اثرگذاری مدیریت بدهی می‌شود. تجربه اغلب کشورها نشان می‌دهد بیشترین کارایی مدیریت بدهی وقتی اتفاق می‌افتد که همه وظایف و مسئولیت‌های مربوطه در یک نهاد متمرکز باشد<sup>۱</sup> یعنی استقراض داخلی و خارجی، مدیریت جریان نقد بودجه، مدیریت دارایی‌ها و تعهدات مشروط و وظایف عملیاتی نظیر انتشار و تسویه اوراق همه را یک نهاد انجام دهد. این تمرکز باعث می‌شود وضعیت ترازنامه دولت به‌صورت مؤثرتری تحت نظارت و کنترل قرار گیرد و استراتژی‌های مدیریت دارایی‌ها و بدهی‌ها به‌صورت جامع‌تری تدوین شوند.

کشورها بسته به اینکه دفتر مدیریت بدهی در چه جایگاه و مراتبی تشکیل شود، با یکدیگر تفاوت دارند. در اکثر کشورها دفتر مدیریت بدهی بخشی از وزارت اقتصاد محسوب می‌شود (به‌صورت دپارتمان، معاونت، دایره یا ترتیبات مشابه). در تعداد اندکی از کشورها دفتر مدیریت بدهی بخشی از بانک مرکزی است، اما همچنان تحت هماهنگی و

1. Sound Practice in Government Debt Management, Graeme Wheeler, World Bank, Page 69.



تأیید وزارت اقتصاد فعالیت دارد. در تعدادی از کشورهای پیشرفته نیز برای انجام اقدام‌های مرتبط، دفتری جداگانه و خارج از دولت سازمان داده می‌شود. در ادامه به بررسی هریک از این حالت‌ها می‌پردازیم.

### ۱-۱-۱. دفتر مدیریت بدهی ذیل وزارت اقتصاد

در بسیاری از کشورها از جمله آمریکا، فرانسه، ژاپن، ترکیه، برزیل و ... بخشی ذیل وزارت اقتصاد (یا نهاد معادل آن مانند وزارت خزانه‌داری) عهده‌دار وظایف عملیاتی مدیریت بدهی است. به‌علت تمرکز فرایندهای بودجه‌ریزی و خزانه‌داری در وزارت اقتصاد، قرارگیری دفتر مدیریت بدهی در این وزارتخانه نیاز به هماهنگی‌های بین سازمانی را کاهش می‌دهد. به این معنا که در مرحله تدوین بودجه، محدودیت‌ها و الزامات مرتبط با مدیریت بدهی به اطلاع مرجع بودجه‌ریزی می‌رسد و در مقابل دفتر مدیریت بدهی از نیاز استقراض بودجه آگاه می‌شود. همچنین در مرحله اجرای بودجه، مدیریت نقدینگی دولت و کنترل تعهدات با مدیریت بدهی ارتباط نزدیک دارد؛ خزانه‌داری<sup>۱</sup> پیش‌بینی خود از روند ورودی و خروجی منابع را اعلام می‌کند تا دفتر مدیریت بدهی برای انتشار یا بازخرید اوراق در بازار برنامه‌ریزی کند.

اغلب اقدام‌های اجرایی از جمله انتشار اوراق، بازارگردانی، بازخرید، تبدیل سرسید و ... مستقیماً یا به‌طور غیرمستقیم از سوی دفتر مدیریت بدهی انجام می‌شود. این اقدام‌ها براساس راهبردها و سیاست‌هایی انجام می‌شود که قبلاً دفتر تدوین کرده و به تأیید نهادهای بالادستی (مثل شخص وزیر یا مجلس نمایندگان) می‌رسد. در بعضی کشورها بانک مرکزی به‌علت داشتن زیرساخت‌های لازم، اجرای حراج اوراق دولتی را برعهده دارد که مستلزم هماهنگی و ارتباط نزدیک بین دفتر و بانک مرکزی است. همچنین در برخی کشورها بانک مرکزی عهده‌دار مدیریت بدهی‌های خارجی برای کنترل تراز پرداخت‌ها و ذخایر ارزی است.

### ۱-۱-۲. دفتر مدیریت بدهی بانک مرکزی

در گذشته تعداد کمی از کشورها اقدام فعالانه‌ای درباره مدیریت بدهی‌های دولت داشته‌اند و این اقدام‌ها نیز در بانک مرکزی کشورها انجام می‌شده است. برای مثال مدیریت بدهی در برزیل از سال ۱۹۶۴ تا ۱۹۸۶ از مسئولیت‌های بانک مرکزی این کشور بوده و پس از اصلاح قانون، نهاد جداگانه‌ای ذیل وزارت اقتصاد متولی این امر شده است. در بعضی کشورهای اروپایی نظیر انگلستان، سوئد و آلمان نیز وضعیت مشابهی وجود داشته است. به‌طور کلی از آنجاکه مدیریت بدهی دولت ارتباط مستقیمی با وضعیت بازار پول و سیاست پولی دارد (به‌ویژه در شرایطی که بازار بدهی و بازار پول عمق و توسعه کافی پیدا نکرده باشند)، تمرکز مسئولیت‌های مربوطه در بانک مرکزی نیاز به هماهنگی سیاست‌ها را کاهش می‌دهد. همچنین کارکنان بانک‌های مرکزی تخصص بیشتری در زمینه اقدام‌های اجرایی در بازار بدهی دارند که این مسئله به‌ویژه برای کشورهای در حال توسعه اهمیت دارد. **باین حال به‌علت تعارض منافع جدی که بین مدیریت بدهی و سیاست پولی وجود دارد، اغلب کشورها از این ساختار نهادی استفاده نمی‌کنند.** هند و دانمارک از جمله معدود کشورهایی هستند که در آنها مدیریت بدهی دولت همچنان برعهده بانک مرکزی است.

۱. در کشوری نظیر ایران که بخش مهمی از عملیات بودجه برعهده سازمان برنامه و بودجه است قطعاً در استخراج تراز مالی دولت در ماه‌های مختلف این سازمان نیز نقش مهمی خواهد داشت.

## ۳-۱-۱. دفتر جداگانه مدیریت بدهی

در بعضی کشورها مسئولیت مدیریت بدهی به آژانس<sup>۱</sup> یا دفتری خارج از دولت سپرده می‌شود. البته در اکثر موارد تدوین راهبردهای مدیریت بدهی با مشورت و همکاری وزارت اقتصاد یا پارلمان انجام می‌گیرد. علت اصلی استفاده از سازمانی خارج از دولت مرکزی، افزایش کارایی در فرایندهای اجرایی مربوطه است. از آنجاکه وجود سازمانی جداگانه برای مدیریت بدهی نیازمند هماهنگی بالا در سیاست‌ها و قواعدی صریح برای مهار مسئله نماینده-کارگزار است، این ساختار برای کشورهای در حال توسعه پیشنهاد نمی‌شود.<sup>۲</sup> اغلب کشورهای اروپایی در دهه ۱۹۹۰ و پس از رشد قابل توجه در بدهی‌های دولت، اقدام به تشکیل دفتری تخصصی خارج از دولت مرکزی برای مدیریت بدهی کرده‌اند. البته میزان استقلال عملیاتی این دفاتر در کشورهای مختلف متفاوت است. آلمان، انگلستان، سوئد و اتریش از جمله کشورهایی هستند که هرکدام به درجاتی وظایف و اختیارات مدیریت بدهی را به دفتری خارج از دولت مرکزی سپرده‌اند. در حال حاضر دفتر مدیریت بدهی در اغلب کشورها، به‌ویژه کشورهای در حال توسعه، ذیل یکی از وزارتخانه‌های مالی دولت قرار دارد. در بعضی کشورها مثل یونان، ترکیه و ایتالیا، این دفتر به صورت یکی از معاونت‌های وزارت اقتصاد است. در آمریکا و فنلاند یک دایره (Bureau) در وزارت خزانه‌داری این وظیفه را برعهده دارد. این نوع ساختار به علت راحتی اجرا و سادگی ترتیبات نهادی مورد نیاز، برای کشورهای در حال توسعه مناسب‌تر است.

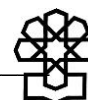
## جدول ۱. مزیت‌های

ایجاد دفتر مدیریت بدهی در داخل یا خارج از وزارت اقتصاد؟	
مزیت‌های دفتر در داخل وزارت	مزیت‌های دفتر در خارج از وزارت
چارچوب حکمرانی ساده‌تر، کاهش ریسک‌های نماینده-کارگزار	اختیار عمل سیاست‌ها نسبت به تحولات سیاسی
نزدیکی به برنامه‌های مالی و عملیات‌های بودجه	اعتمادسازی و اعتبار بیشتر سیاست‌گذاری‌ها
نظارت بر عملکرد راحت‌تر	استخدام و حفظ راحت‌تر کارمندان متخصص
ایجاد سریع و سرراست دفتر	ایجاد شفافیت بیشتر در مورد عملکرد دولت

برای ایران از آنجاکه خزانه‌داری و سازمان امور مالیاتی ذیل وزارت اقتصاد هستند، ایجاد دفتر مدیریت بدهی در این وزارتخانه هماهنگی‌های لازم را برای مدیریت جریان نقد دولت تسهیل می‌کند. همچنین چون وزارت اقتصاد عضو مجمع عمومی همه شرکت‌های دولتی اصلی و مادر تخصصی است، کنترل تعهدات و بدهی‌های این شرکت‌ها (که در آینده می‌تواند به بدهی دولت تبدیل شود) راحت‌تر خواهد بود. در نهایت، از آنجاکه سازمان بورس و اوراق بهادار عملاً زیرمجموعه وزارت اقتصاد محسوب می‌شود، حضور دفتر بدهی در این وزارتخانه در حل مسائل مرتبط با توسعه بازار بدهی کمک‌کننده است. همچنین مزیت دیگر حضور دفتر مدیریت بدهی‌ها در وزارت اقتصاد، استقلال نسبی آن از

۱. آژانس ترجمه کلمه Agency به معنای نمایندگی یا کارگزاری است و مفهوم برون‌سپاری وظایف دارد.

2. Institutional Arrangements for Public Debt Management, Currie et al, World Bank Working Paper, Page 9.



مسائل بودجه و کاهش فشارهای ناشی از آن است<sup>۱</sup> با تمام این تفاسیر، همچنان بحث هماهنگی بین مرکز مدیریت بدهی با سازمان برنامه و بودجه و بانک مرکزی اهمیت ویژه‌ای دارد که در ادامه به آن خواهیم پرداخت.

در حال حاضر مرکز مدیریت بدهی‌های عمومی و روابط مالی دولت به‌عنوان متولی اصلی مدیریت و پایش بدهی‌های عمومی ذیل خزانه‌داری کل کشور فعالیت می‌کند. این مرکز به موجب مصوبه هیئت وزیران در خرداد ۱۳۹۳ به‌عنوان واحد جداگانه‌ای در وزارت امور اقتصاد و دارایی به‌منظور احصا، ثبت و نگهداری متمرکز حساب بدهی‌ها و تعهدات قانونی دولت تشکیل شد. علاوه بر مصوبه یادشده، در قانون «رفع موانع تولید رقابت‌پذیر و ارتقای نظام مالی» مصوب اردیبهشت سال ۱۳۹۴، وزارت امور اقتصادی و دارایی مکلف شد تا از ابتدای سال ۱۳۹۵ واحد جداگانه‌ای برای احصا و ثبت خلاصه مطالبات و بدهی‌های دولت تشکیل و نسبت به ارائه گزارش‌های سه‌ماهه و سالانه به مراجع ذی‌صلاح قانونی در موعد مقرر اقدام کند. ساختار یادشده به‌صورت مرکز در حوزه وزیر ایجاد شده که مسئولیت آن به معاونت نظارت مالی و خزانه‌داری کل کشور تفویض شده است. در حال حاضر ساختار مذکور تشکیل شده و در چارچوب تکالیف و وظایف کلی تعریف شده فعالیت می‌کند.

## ۲-۱. ساختار دفتر مدیریت بدهی

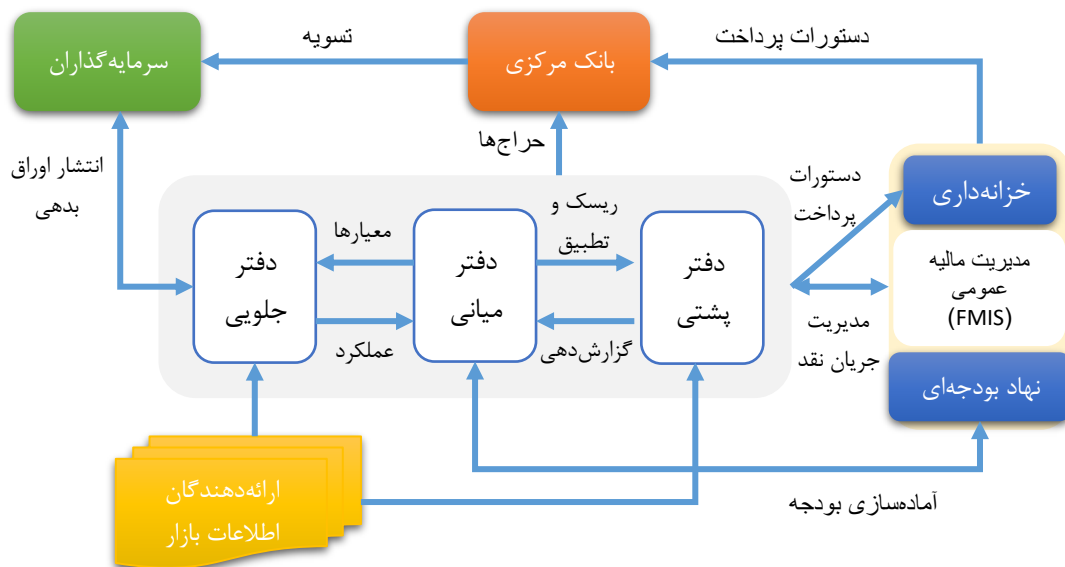
الزامات مدیریت صحیح بدهی ایجاب می‌کند همه اقدامات و عملکردهای مربوطه در یک محل متمرکز شوند. بر این اساس، تقریباً تمام مراکز مدیریت بدهی دنیا از ساختار متمرکز مشابهی پیروی می‌کنند. مسئولیت‌های عملیاتی مدیریت بدهی در بین چند دفتر مجزا تقسیم شده و رویه‌ها در جهت رعایت کنترل‌های داخلی و پاسخگویی هریک از اجزا طراحی می‌شوند. به‌طور معمول، این تقسیم‌بندی با تشکیل سه دفتر جلویی<sup>۲</sup>، میانی<sup>۳</sup> و پشتی<sup>۴</sup> انجام می‌شود. این سه دفتر گاهی اوقات به‌ترتیب «گروه مدیریت سبد»<sup>۵</sup>، «گروه مدیریت ریسک»<sup>۶</sup> و «گروه عملیات‌های خزانه» نامیده می‌شوند.

---

۱. انتظار می‌رود استقلال نسبی این مرکز به انتشار گزارش‌های کارشناسی با کیفیت بالاتری بیانجامد زیرا حضور این مرکز در سازمان برنامه و بودجه می‌تواند فشارها برای همراهی با سیاست‌های مالی دولت (تأمین کسری بودجه از بدهی) را افزایش دهد.

2. Front Office
3. Middle Office
4. Back Office
5. Portfolio Management Group
6. Risk Management Group

شکل ۲. ساختار واحد (مرکز) مدیریت بدهی



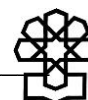
Source: Study on Public Debt Management Systems and Results of a Survey on Solutions Used by Debt Management Offices – World Bank, 2018.

### ۱-۲-۱. دفتر جلویی

دفتر جلویی (گروه مدیریت سبد) به‌طور معمول مسئول تجزیه و تحلیل و اجرای کارآمد همه معاملات سبد اوراق بدهی مطابق با سیاست دفتر بدهی است. فعالیت‌های این دفتر شامل فراهم کردن پیش‌بینی‌های جریان نقدی (اغلب با مشارکت دفتر میانی)، قرض گرفتن در ارزش‌های داخلی و خارجی، طراحی و اجرای معاملات (خرید و فروش) در بازار اولیه و ثانویه، اقدامات پوشش ریسک،<sup>۱</sup> سرمایه‌گذاری نقدینگی‌های موجود در واحد ارز خارجی و هرگونه توازن نقدی مرتبط با اداره روزانه مدیریت نقدینگی دولت است. دفتر جلویی اقدام‌های خود را براساس راهبردها و برنامه‌های تدوین شده در دفتر میانی انجام می‌دهد.

### ۱-۲-۲. دفتر میانی

دفتر میانی یا گروه مدیریت ریسک به‌طور معمول مسئول تدوین راهبرد یا چارچوب مدیریت هزینه‌ها و ریسک سبد بدهی دولت است. این دفتر گزینه‌های مختلف سیاستی که امکان اجرا دارند را مورد بررسی قرار داده و در تدوین راهبرد به‌کار می‌برد. همچنین وظیفه نظارت بر اجرای راهبردها برعهده دفتر میانی است. در برخی کشورها، مسئولیت‌های دفتر میانی وسیع‌تر بوده و همه تعهدات مرتبط با ترازنامه دولت را شامل می‌شود؛ از جمله تضامین و سایر تعهدات مشروط دولت. همچنین دفتر میانی باید بر بدهی‌های خارجی بخش خصوصی (که می‌توان آن را نوعی بدهی مشروط دولت در نظر گرفت) نظارت کند.



رئیس دفتر میانی معمولاً در خصوص اهداف مدیریت بدهی دولت و بده بستان بین هزینه و ریسک در راهبردهای مختلف، توصیه‌هایی ارائه می‌دهد. اعضای دفتر میانی با دانستن ترجیحات دولت در مورد هزینه و سود آتی، سیاست‌هایی برای مدیریت سبد بدهی‌های دولت تدوین می‌کنند. در کشورهایی که دفتر مدیریت بدهی ذیل وزارت اقتصاد نیست، باید سیاست‌های مذکور به وزیر اقتصاد ارائه شده و مورد تأیید قرار گیرد. در نهایت، دفتر میانی یک سند جامع مدیریت بدهی‌ها تهیه می‌کند که به‌طور مشخص در بردارنده اهداف دولت، ریسک‌های سبد، ریسک‌های عملیاتی که باید مدیریت شوند و همچنین سیاست‌ها و رویه‌های کنترل ریسک است. راهبرد مذکور به‌عنوان معیاری برای اقدام‌های اجرایی بوده و در اختیار دفتر جلویی قرار می‌گیرد. برنامه‌های انتشار اوراق و سایر تراکنش‌ها و معاملاتی که دفتر جلویی انجام می‌دهد، باید طبق معیارهای راهبرد مدیریت ریسک انجام شود.

در طرف دیگر، دفتر میانی به‌طور مداوم گزارش‌های نظارتی از وضعیت بازار و ریسک اعتباری تولید می‌کند سپس ریسک کلی سبد بدهی را با مقادیری که در سیاست‌های مدیریت سبد مشخص شده مقایسه می‌کند. این مقایسه به‌عنوان عملکرد دفتر مدیریت بدهی در اختیار نهادهای بالادستی نظیر وزیر اقتصاد، هیئت وزیران و مجلس قرار می‌گیرد. همچنین بازده عملیات‌های خرید و فروش فعالانه دفتر جلویی نظارت و بررسی شده و براساس بازدهی مبتنی بر ریسک ارزیابی می‌شوند.

دفاتر میانی معمولاً مجموعه‌ای از اقدام‌های پژوهش، تحلیل و گزارش‌دهی را انجام می‌دهند. بعضی از دفاتر (مثل در بلژیک، ایرلند و سوئد)، دارای واحد حقوقی نیز هستند. عملکردهای مرتبط با فناوری اطلاعات و سیستم‌ها می‌تواند از مسئولیت‌های دفتر میانی باشد؛ اما در اغلب موارد این وظایف به دفتر پشتی داده می‌شود. همچنین در بعضی کشورها نظیر بلژیک، برزیل و کلمبیا، دفتر میانی با خریداران اوراق در ارتباط است. هرچند معمولاً این ارتباطات در حیطه مسئولیت‌های دفتر جلویی قرار دارد.

اقدام‌های دفتر میانی به‌طور خاص وقتی اهمیت جدی پیدا می‌کند که دولت بدهی خارجی یا نقدینگی ارزی زیادی داشته باشد. همچنین مواقعی که مدیریت بدهی دولت مستلزم مبادلات متقابل، معاملات تاکتیکی، راهبردهای پوشش ریسک و عملیات‌های بازخريد باشد، فعالیت دفتر میانی اهمیت ویژه دارد. حتی هنگامی که همه بدهی‌های دولت به واحد پول ملی باشد، دفتر میانی می‌تواند در مورد حساسیت سبد بدهی به نرخ بهره و هزینه و ریسک مورد انتظار ناشی از ابزارهای جدید، تعداد و نقدپذیری انواع اوراق و سازوکارهای انتشار اوراق در بازار داخلی توصیه‌ها و تصمیم‌گیری‌هایی داشته باشد.

### ۳-۲-۱. دفتر پشتی

مسئولیت‌های دفتر پشتی یا همان **گروه عملیات‌های خزانه** معمولاً شامل ثبت بدهی<sup>۱</sup>، تأیید معاملات اوراق<sup>۲</sup>، صدور دستور پرداخت برای معاملات، ثبت‌های حسابداری، فراهم کردن ترتیبات انتقال وثایق، مدیریت اسناد مربوط به وام‌های دریافتی بخش عمومی و ایجاد ارتباط با عوامل بودجه‌ای (به‌طور خاص بانک مرکزی و خزانه‌داری کل) می‌شود. گردآوری آمارها و تهیه گزارش‌هایی در زمینه ریسک‌ها و آسیب‌پذیری‌های موجود در داخل دفتر بدهی معمولاً از وظایف دفتر

پشتی (با مشارکت دفتر میانی) است. بخش منابع انسانی، مدیریت سیستم‌های فناوری اطلاعات و مدیریت خدمات پرداخت و تسویه<sup>۱</sup> نیز برعهده دفتر پشتی قرار دارد.

ارزیابی و کنترل ریسک‌های عملیاتی دفتر بدهی باید به‌عنوان یکی از مهم‌ترین وظایف دفتر پشتی مدنظر قرار گیرد. در بعضی از بانک‌ها عدم توجه به ریسک‌های مذکور باعث ایجاد زیان‌های بزرگی شده است. برای ایجاد کنترل‌های داخلی مؤثر، لازم است رویه‌های روشنی برای سیستم‌های مدیریت اطلاعات، بررسی مبادلات و تأیید آنها و همچنین صدور دستور پرداخت تنظیم شود. همچنین تدوین و اجرای آیین‌نامه‌ها و قواعدی برای مدیریت تعارض منافع در دفتر بدهی یکی از وظایف مهمی است که دفتر پشتی برعهده دارد.

## ۲. هماهنگی سیاست‌ها بین مراجع مرتبط با بدهی‌های عمومی

### ۱-۲. مراجع مرتبط با بدهی‌های عمومی

سیاست‌گذار پولی، سیاست‌گذار مالی (بودجه‌ای) و مسئول مدیریت بدهی سه مرجع<sup>۲</sup> اصلی مرتبط با بدهی‌های دولت هستند. هماهنگی بین این سه مرجع برای کنترل ریسک ترازنامه دولت و کاهش آسیب‌پذیری نظام مالی و اقتصاد کلان در مقابل تکانه‌های مختلف اهمیت اساسی دارد. این هماهنگی به سه هدف کلی انجام می‌شود: ۱. هدایت کارا و مؤثر مدیریت بدهی و سیاست پولی، ۲. توسعه و تعمیق بازار و افزایش نقدشوندگی اوراق بدهی دولت، ۳. تقویت استقلال عملیاتی بانک مرکزی در هدایت سیاست پولی.

برای دستیابی به این اهداف، هماهنگی بین مراجع باید از چند جهت فراهم باشد:

- **هماهنگی در سیاست‌ها:** از آنجاکه سه مرجع مذکور در اهداف خود دارای استقلال نسبی هستند، ممکن است تصمیم‌های متعارضی داشته باشند. بنابراین باید هدف‌گذاری‌های سیاستی بین این سه مرجع به اشتراک گذاشته شود و تصمیمات نهایی با توجه به لزوم حفظ ثبات اقتصاد کلان اتخاذ شود.

- **هماهنگی در ابزارها:** مرجع پولی و بدهی هرکدام از ابزارهایی برای دستیابی به اهداف خود استفاده می‌کنند. هماهنگی در ابزارها، هم از جهت توسعه بازار اهمیت دارد و هم می‌تواند استقلال عملیاتی مرجع پولی و بدهی را تقویت کند.

- **هماهنگی در منابع اطلاعاتی:** برای جلوگیری از ایجاد ناترازی در سطح اقتصاد کلان، لازم است بین مرجع بودجه‌ای و پولی اطلاعات لازم به اشتراک گذاشته شود. این مسئله مخصوصاً در مراحل ابتدایی اصلاحات اقتصادی و توسعه بازار اهمیت دارد و ناهماهنگی بین این مراجع می‌تواند فرایند گذار را کند کرده، نااطمینانی و هزینه‌های تأمین مالی دولت را افزایش دهد.

شکل ۳. همپوشانی حوزه مسئولیت بدهی، پولی و مالی



هماهنگی بین سه مرجع بدهی، پولی و مالی و همچنین ساختار و ترتیبات لازم برای ایجاد هماهنگی بستگی زیادی به سطح توسعه یافتگی بازارهای مالی دارد. در اقتصادهای در حال توسعه از آنجاکه بازار اوراق دولت عمق کافی ندارد، هماهنگی متواتر بین مرجع پولی و بدهی ضروری است چون قبل از انتشار اوراق جدید یا هرگونه اقدام قابل ملاحظه‌ای در مدیریت بدهی، ابتدا باید وضعیت بازار پول از جهت وجود منابع لازم مشخص شود. همچنین تصمیم مرجع پولی در خصوص نرخ بهره می‌تواند بر تصمیمات مرجع بدهی اثر جدی داشته باشد. در مقابل، در اقتصادهایی که از سطح توسعه یافتگی بالای بازارهای مالی برخوردارند، هماهنگی پیوسته بین مراجع بدهی و پولی ضروری نیست و هر مرجع می‌تواند در اقدام‌های خود استقلال نسبی داشته باشد. برای مثال انتشار اوراق جدید در یک بازار عمیق تأثیر جدی بر نرخ نخواهد داشت؛ به این ترتیب اوراق را مرجع بدهی منتشر می‌کند و مرجع پولی با توجه به سیاست خود و وضعیت بازار، اقدام مستقلی انجام خواهد داد. باین حال اشتراک اطلاعات و هماهنگی در اهداف سیاستی بین مراجع لازم است.

توسعه بازارهای مالی و هماهنگی بین مراجع مرتبط با بدهی آثار متقابلی داشته و باعث هم‌افزایی می‌شوند. به طوری که وجود هماهنگی می‌تواند ثبات لازم را در بازار و اقتصاد کلان ایجاد کند و از این طریق توسعه بازار بدهی و به دنبال آن توسعه بازارهای مالی را رقم بزند. در سوی دیگر، توسعه بازارهای مالی امکان هماهنگی بهتر بین مراجع بدهی، پولی و مالی را از طریق سازوکار بازار ممکن می‌سازد و استقلال عملیاتی مراجع را به دنبال دارد. تقسیم وظایف و مسئولیت‌ها بین بانک مرکزی، نهاد بودجه‌ای و مدیریت بدهی در دنیا به سابقه و ساختار نهادی هر کشور بستگی دارد. باین حال اغلب رویکردهای مشترکی در هماهنگی سیاست‌ها وجود دارد. در ادامه به بررسی اهمیت، روش‌ها، اهداف و ترتیبات نهادی لازم برای ایجاد هماهنگی خواهیم پرداخت.

## ۲-۲. منطق نیاز به هماهنگی

هماهنگی بین سیاست‌ها و ترتیبات نهادی و عملیاتی مورد نیاز، سه هدف زیر را دنبال می‌کند:

- تدوین اهداف و مقاصد سازگار در سیاست پولی و مدیریت بدهی، به گونه‌ای که ثبات اقتصاد کلان تأمین شود،
- مشارکت در توسعه بازارهای مالی،

- تسهیل پیاده‌سازی کارای مقاصد سیاست پولی و مدیریت بدهی.

اگر رابطه قید بودجه دولت را در حالت ساده برای یک اقتصاد بسته بنویسیم، اهمیت هماهنگی بین مراجع پولی، مالی و بدهی روشن‌تر می‌شود:

$$\begin{array}{ccc} \text{سیاست پولی} & & \text{سیاست مالی} \\ \hline M_t - M_{t-1} & + & D_t \\ \hline \end{array} = \begin{array}{c} \text{مدیریت بدهی} \\ \hline B_t - B_{t-1} \\ \hline \end{array}$$

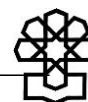
قید بودجه از سه عنصر اصلی تشکیل شده است: سیاست مالی (اندازه کسری بودجه دولت، یا به‌صورت ساده شده اختلاف درآمدهای مالیاتی و هزینه‌ها)، سیاست پولی (میزان افزایش در پایه پولی که در قالب بدهی دولت به بانک مرکزی ایجاد می‌شود)، و مدیریت بدهی (میزان خالص بدهی منتشرشده در دوره  $t$ ). به این ترتیب، کسری بودجه هر دوره ( $D_t$ ) یا باید از طریق استقراض مستقیم از بانک مرکزی تأمین شود ( $M_t - M_{t-1}$ )، یا با ایجاد بدهی جدید ( $B_t - B_{t-1}$ ). ماهیت تساوی بودن رابطه قید بودجه این اجازه را نمی‌دهد که هر سه عنصر به‌طور مستقل تعیین شوند؛ بنابراین لازم است سیاست‌ها با یکدیگر هماهنگ باشند. **سه حالت برای تعیین این عناصر قابل تصور است:**

۱. سیاستگذار پولی به‌طور مستقل و براساس هدف‌گذاری تورمی خود، مقدار عرضه پول  $M_t$  را برای دوره‌های آتی تعیین کند. در مقابل مقدار کسری بودجه براساس اهداف سیاست پولی (نرخ بهره) و امکان تأمین مالی تعیین شود. طبعاً این نحوه تنظیم روابط نیازمند استقلال عملیاتی بالای بانک مرکزی در تعیین مسیر حجم پول است. در دنیای واقع، سیاستگذاری نرخ ارز و بدهی خارجی نیز به این مسئله افزوده می‌شود. همچنین باید انضباط مالی کافی در رویه‌های بودجه‌ریزی وجود داشته باشد تا انباشت بدهی نیز در محدوده پایدار باقی بماند.

۲. سیاستگذار مالی مسیر درآمدها و مخارج بودجه‌ای را تعیین کند، یا به عبارتی میزان کسری بودجه برای زمان‌های مختلف را مشخص سازد. سپس نهاد پولی مقدار پول لازم برای تأمین مالی دولت (یا حفظ نرخ بهره در سطح پایین) را عرضه کند. در این شرایط بانک مرکزی نمی‌تواند مأموریت خود را در ثبات سطح قیمت‌ها به‌درستی انجام دهد، مخصوصاً هنگامی که ابعاد کسری بودجه بزرگ بوده و امکان تأمین آن خارج از بانک مرکزی محدود باشد. این حالت در بسیاری از کشورهای در حال توسعه رایج است.

۳. سیاستگذاری پولی و مالی به‌طور مستقل در مورد اندازه کسری بودجه و عرضه پول تصمیم‌گیری کنند. در مقابل مرجع مدیریت بدهی موظف است ناترازی بین کسری بودجه و حجم پول را از طریق انتشار اوراق بدهی تأمین کند. واضح است که شرط اساسی برای امکان‌پذیر بودن این حالت، توسعه بالای بازارهای مالی و عمق کافی بازار بدهی دولت است؛ در غیر این صورت نرخ بهره تغییرات شدیدی پیدا کرده و بازارها و کل اقتصاد دچار تلاطم می‌شوند. همچنین فروش اوراق دولت با چالش مواجه شده و هزینه تأمین مالی افزایش می‌یابد.

در کشورهای در حال توسعه به‌علت عدم عمق کافی بازار اوراق بدهی دولت، امکان هماهنگی در حالت ۳ وجود ندارد. حالت ۱ نیز احتیاج به ساختار نهادی قوی درخصوص استقلال بانک مرکزی است که در اغلب کشورها شاهد



نیستیم. بنابراین حالت ۲ یا به اصطلاح «سلطه مالی»<sup>۱</sup> وجه غالب ترتیبات سیاستگذاری است. گذار از شرایط سلطه مالی به شرایط مدیریت بدهی (حالت ۳) پیش‌نیازها و الزاماتی دارد که باید در فرایند اصلاحات بدهی عمومی مدنظر قرار گیرد. بنابراین باید اهداف مدیریت بدهی در کشورهای در حال توسعه ناظر به همه جنبه‌های هزینه تأمین مالی بدهی، مدیریت نقدینگی دولت و توسعه بازار بدهی باشد. در مقابل هدف اصلی مدیریت بدهی در کشورهای توسعه یافته، حداقل‌سازی هزینه و ریسک تأمین مالی دولت عنوان می‌شود و توسعه بازار از اهداف اصلی نیست.

هماهنگی صحیح و کارا بین مراجع سه‌گانه مستلزم وجود رویه‌های شفاف و قواعد خاصی است تا از تعارض‌های قانونی جلوگیری شود.

- باید نقش مراجع در فرایندهای مربوط به انتشار اولیه اوراق به‌طور واضح مشخص شود.
- باید وظایف هرکدام از مراجع در نظارت، پیش‌بینی و برنامه‌ریزی برای مدیریت نقدینگی و استقراض دولت تعیین شود.
- باید یک کمیته تخصصی برای هماهنگی بین سیاست‌ها و عملیات سه مرجع تشکیل شود.
- باید اعتباردهی مستقیم بانک مرکزی به دولت (چه فعالانه و چه منفعل) محدود شود.
- باید قاعده تقسیم سود و جبران زیان بانک مرکزی به‌طور مناسبی طراحی شود.
- باید برای توسعه بازار اولیه و ثانویه اوراق دولت برنامه‌ریزی شده و این امر به‌طور جدی پیگیری شود.

### ۳. راهبرد مدیریت ریسک

مدیریت ریسک ترازنامه دولت یکی از مهم‌ترین اجزای مدیریت بدهی است. سیاست‌های مدیریت ریسک ارتباط بین دستورالعمل‌های مدیریت بدهی و عملیات‌های اجرایی مربوط به آن را مشخص می‌کنند. به‌طور کلی تدوین سیاست‌ها و راهبردهای صحیح مدیریت ریسک برای سیاستگذاران حوزه بدهی دولت امری مهم و دشوار است. یک سیاست محتاطانه نیازمند ارزیابی کامل انواع ریسک‌های موجود، تحلیل بده‌بستان بین ریسک و هزینه و همچنین توجه به مسیرهای ارتباطی بین سیاست‌های مدیریت بدهی با سیاست‌های کلان است.

#### ۳-۱. فرایندهای مدیریت ریسک

فرایندهای مدیریت ریسک شامل گام‌های متعددی می‌شود:

- شناسایی ریسک: ریسک یک امر نسبی است و به اهداف سازمان مربوطه بستگی دارد. برای مثال تعریف ریسک برای یک بانک با تعریف آن برای دولت متفاوت است. عوامل ایجاد بدهی دولت گوناگونی زیادی دارند؛ برای مثال ممکن است دولت برای تأمین کسری عملیاتی بودجه اقدام به انتشار اوراق کند؛ یا به‌منظور تأمین مالی فعالیت‌های عمرانی بدهی ایجاد شود. ریسک این عوامل با یکدیگر تفاوت دارد. در مورد فعالیت عمرانی می‌توان گفت ساختار

بازگشت سرمایه تا حدی قابل پیش‌بینی است و ریسک‌های عملیاتی اهمیت زیادی دارند. اما در تأمین کسری عملیاتی ریسک‌های اقتصاد کلان اهمیت بیشتری دارند. لازم است ریسک‌هایی که سبب بدهی با آنها مواجه است به‌درستی شناسایی شده و تحلیل شوند.

• **تحلیل ریسک:** به‌طور معمول بین سطح ریسک و بازده انتظاری یک بده‌بستان وجود دارد. به‌این ترتیب که استقراض‌کنندگان در اغلب شرایط حاضرند هزینه بیشتری بپردازند و در مقابل مدت بازپرداخت بدهی طولانی‌تر باشد. برعکس، سرمایه‌گذاران حاضرند بازده کمتری در ازای ریسک کمتر قبول کنند. تحلیل ریسک مستلزم شناسایی و کمی‌سازی هزینه‌ها و ریسک‌های مرتبط با راهبردهای بدهی و بازبینی در ترکیب‌های مختلفی است که بده‌بستان بین ریسک و هزینه را توجیه می‌کند.

• **شناسایی راهبرد مرجح:** تهیه و تدوین یک راهبرد کارا در مدیریت ریسک، لازمه داشتن سبدی از بدهی با سطح ریسک و هزینه انتظاری متناسب است. به این معنا که به‌ازای سطح مشخصی از ریسک، کمترین هزینه ممکن ایجاد شود. معمولاً انتخاب راهبرد مرجح مدیریت بدهی توسط وزیر اقتصاد و براساس پیشنهادهایی از طرف کارشناسان این وزارتخانه یا دفتر مدیریت بدهی انجام می‌شود.

• **پیاده‌سازی راهبرد بدهی:** دفتر بدهی مسئول اصلی پیاده‌سازی راهبرد بدهی است. دستورالعمل‌های اجرایی لازم برای سبده‌گردانی، مدیریت ریسک، مدیریت پرداخت‌ها، تسویه حساب‌ها و عملیات‌های حسابداری در داخل دفتر بدهی تدوین و اجرا می‌شوند.

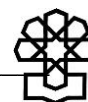
• **گزارشگری عملکرد و ارزیابی راهبرد:** نظارت بر عملکرد و گزارشگری آن معمولاً در داخل دفتر میانی انجام می‌شود. همچنین، ارزیابی عملکرد و بررسی تفاوت بین سبده واقعی بدهی با سبده معیار (تنظیم شده در راهبرد) از جمله وظایفی است که معمولاً در دفتر میانی انجام می‌شود.

## ۲-۳. انواع ریسک‌های مرتبط با بدهی

چارچوب مدیریت ریسک باید شامل مدیریت تمام جنبه‌های ریسک، از جمله ریسک بازار، ریسک اعتباری، ریسک‌های عملیاتی و غیره باشد. در این بخش به‌طور مختصر انواع ریسک‌ها را بررسی می‌کنیم:

• **ریسک بازار:**<sup>۱</sup> شامل ریسک‌های ناشی از تغییر قیمت‌ها در بازار؛ مانند نرخ بهره، نرخ ارز و قیمت کالاها. برای هر دو نوع بدهی داخلی و خارجی، تغییر در نرخ بهره بر هزینه‌های تدارک بدهی<sup>۲</sup> اثر می‌گذارد. برای بدهی‌هایی که نرخ بهره ثابت دارند، ریسک نرخ بهره در هنگام انتشار بدهی جدید و برای بدهی‌هایی با نرخ بهره شناور این ریسک در تاریخ‌های بازنشانی نرخ<sup>۳</sup> اهمیت پیدا می‌کند. به‌طور کلی بدهی‌های کوتاه‌مدت نسبت به بدهی‌های بلندمدت، بیشتر در معرض ریسک‌های نرخ بهره قرار دارند. بدهی‌هایی که در واحد ارزهای خارجی ایجاد شده‌اند نیز از تلاطم‌های نرخ تبدیل ارزها تأثیر می‌پذیرند.

1. Market Risk or Interest Rate Risk
2. Debt Servicing Costs
3. Rate Reset Dates



• **ریسک تعویق بدهی:**<sup>۱</sup> ریسک اینکه لازم باشد بدهی با هزینه بالایی به تعویق بیفتد، یا در شرایط بسیار خاص، امکان تعویق بدهی وجود نداشته باشد. از نظر اینکه ممکن است تعویق بدهی با نرخ بهره بالا همراه باشد، این نوع ریسک با ریسک بازار همپوشانی دارد اما معمولاً آن را جداگانه در نظر می‌گیرند، زیرا ناتوانی در تعویق بدهی یا پذیرش هزینه بسیار بالا برای تعویق، ممکن است به بحران بدهی و در نتیجه زیان‌های عظیم اقتصاد کلان بینجامد. به‌طور خاص، مدیریت ریسک تعویق برای کشورهای در حال توسعه که بازار بدهی آنها از عمق کافی برخوردار نیست، اهمیت زیادی دارد.

• **ریسک نقدینگی:**<sup>۲</sup> دو نوع ریسک نقدینگی وجود دارد. مورد اول به هزینه‌هایی اشاره دارد که هنگام خروج از یک موقعیت اهمیت می‌یابند. کاهش غیرمنتظره در تعداد معاملات و کاهش عمق بازار عواملی هستند که این ریسک را ایجاد می‌کنند. در صورتی که مدیریت بدهی دولت با مدیریت دارایی‌های نقد همراه باشد یا از ابزارهای مشتقه در مدیریت بدهی استفاده شود، نوع اول ریسک اهمیت دارد. همچنین این شکل از ریسک بر تقاضای اوراق دولتی به‌عنوان دارایی نقد اثرگذار است. دومین نوع ریسک نقدینگی به وضعیت نقدی دولت مربوط است. در مواقعی که یک نیاز نقدی قابل توجه یا خروج منابع نقدی غیرمنتظره ایجاد شود (که در فرایند اجرای بودجه معمولاً اتفاق می‌افتد) و امکان واکنش سریع از طریق استقراض وجود نداشته باشد، دولت دچار مشکل می‌شود. این مسئله در عملیات‌های خزانه‌داری دولت و مراحل اجرای بودجه اهمیت پیدا می‌کند. از آنجاکه درآمدها و هزینه‌های بودجه هم‌زمان اتفاق نمی‌افتند، مدیریت آنها نیازمند پیش‌بینی‌های دقیق و امکان استقراض سریع است.

• **ریسک اعتباری:**<sup>۳</sup> ریسک نکول قرض‌گیرنده‌ها روی وام یا سایر ابزارهای مالی در این نوع ریسک دسته‌بندی می‌شود. از جمله شرایطی که این ریسک اهمیت پیدا می‌کند، هنگامی است که مدیریت بدهی شامل مدیریت نقدینگی دولت باشد. همچنین این نوع ریسک در خصوص تعهدات مشروط و قراردادهای مشتقه‌ای که دفتر بدهی ورود می‌کند، موضوعیت دارد.

• **ریسک عملیاتی:**<sup>۴</sup> شامل مجموعه‌ای از ریسک‌ها می‌شود؛ از جمله اشتباه‌ها در مراحل مختلف اجرا و ثبت تراکنش‌ها، ناکافی بودن کنترل‌های داخلی یا سیستم‌های مدیریت بدهی، ریسک شهرت،<sup>۵</sup> ریسک حقوقی، ریسک امنیت اطلاعات و سیستم‌ها یا حوادث طبیعی که می‌تواند اقدام‌ها را تحت تأثیر قرار دهد. در تدوین برنامه‌ها و استراتژی‌های مدیریت بدهی لازم است وضعیت پورتفوی بدهی‌های دولت از لحاظ هریک از ریسک‌های مذکور مورد تحلیل قرار گیرد. تصمیم‌گیری‌های بعدی چه در سطح کلان (تعیین سقف برای انواع بدهی‌ها، اعم از داخلی، خارجی، ارزی، کوتاه و بلندمدت و ...) چه در مرحله عملیاتی (میزان انتشار هفتگی، فصلی و سالیانه اوراق، بازخرید و تعویق اوراق، انواع اوراق منتشره، عملیات‌های مدیریت ریسک در بازار ثانویه و ...) باید با توجه به تحلیل‌های ریسک انجام گیرد. نکته مهم اینکه باید برای کاهش ناطمینانی بازار که از الزامات توسعه بازار بدهی نیز هست، نتیجه تحلیل‌ها و تصمیم‌گیری‌های انجام شده براساس آنها در فواصل زمانی مشخص به‌صورت عمومی منتشر شود.

1. Roll-Over Risk
2. Liquidity Risk
3. Credit Risk
4. Operational Risk
5. Reputational Risk

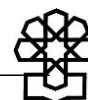
#### ۴. توسعه بازار بدهی

اوراق بدهی دولتی ستون فقرات بازار اوراق با درآمد ثابت هستند. این اوراق به‌عنوان یکی از کم‌ریسک‌ترین دارایی‌ها در هر کشور، مؤلفه اصلی در تعیین و شکل‌دهی منحنی نرخ بهره به‌شمار می‌روند. مدیریت دارایی‌های نقد و نقدشوندگی ترازنامه بسیاری از آحاد اقتصادی، به‌ویژه نهادهای مالی با محوریت اوراق بدهی دولت انجام می‌شود. بنابراین یکی از الزامات توسعه و پایدارسازی نظام مالی هر کشور، توسعه بازار بدهی از طریق تعمیق بازار اوراق دولت است.

بازار اوراق بدهی دولتی اجزای مختلفی دارد؛ دولت به‌عنوان منتشرکننده اصلی اوراق، دارای نقش محوری در بازار است. مشخصه اصلی این منتشرکننده، نیاز قابل توجه آن به تأمین مالی بلندمدت است که امکان تشکیل و تعمیق بازار را ایجاد می‌کند. در سمت دیگر سرمایه‌گذارانی قرار دارند که می‌خواهند دارایی‌های نقد خود را در اسناد بهادار و با نرخ سود پس‌انداز کنند. در این میان واسطه‌گرانی باید باشند که منتشرکنندگان و سرمایه‌گذاران را به هم متصل کنند. ارتباط بازیگرهای مذکور نیازمند زیرساختی است که فضایی شفاف و قابل مدیریت برای تراکنش‌های اوراق فراهم کند. این زیرساخت همچنین باید نسبت به قانونی بودن اوراق و عملیات‌های مرتبط اطمینان ایجاد کرده و فرایند کشف قیمت را تسهیل کند. درنهایت، ساختار تنظیم‌گری به‌عنوان بنیان اصلی بازارهای مالی در کیفیت عملکرد بازار اوراق اهمیت اساسی دارد.

لزوماً همه کشورها نیازمند داشتن بازار بدهی توسعه‌یافته و کارا نیستند؛ دو استثنای مهم در این خصوص قابل ذکر است: اول، اقتصادهای کوچک که در آنها هزینه‌های ایجاد و حفظ زیرساخت‌های بازار شامل چارچوب تنظیم‌گری و نظارت در مقایسه با منافع ایجاد بازار بالاست. دوم، دولت‌هایی که به مدت طولانی مازاد بودجه داشته‌اند و انتظار می‌رود در آینده نیز همین روال را در پیش گیرند. به‌جز این دو مورد، در سایر کشورها منافع و نیازهای ایجاد بازار بدهی بر هزینه‌های آن غلبه دارد.

در برخی کشورها دولت برای تأمین مالی به بانک مرکزی یا چند بانک داخلی وابسته است. در این کشورها اگرچه توسعه بازار بدهی اهمیت جدی دارد، اما به‌علت تعادل نامطلوبی که ایجاد شده، اعمال اصلاحات و حرکت به سمت تأمین مالی بازار پایه با چالش مواجه است. عدم تمرکز سازمان‌های دولتی منتشرکننده بدهی و بازارهای چندپاره‌ی<sup>۱</sup> اوراق، دیگر مشکلی است که در بعضی کشورها مشاهده می‌شود. کمبود یا ضعف سرمایه‌گذاران نهادی، پایین بودن نرخ پس‌انداز داخلی و عدم جذابیت اوراق دولت برای سرمایه‌گذاران خارجی، باعث می‌شود بازیگران بازار اوراق بدهی بیش از حد همگن باشند و در نتیجه بازار از نظر رقابت و کارایی ضعف داشته باشد. در سوی دیگر، ناپایداری اقتصادی، کسری بودجه بالا، رشد زیاد عرضه پول و تضعیف مداوم نرخ ارز داخلی می‌تواند اعتماد سرمایه‌گذاران داخلی و خارجی را به اوراق دولت کاهش دهد.



یک بازار اوراق کارا باید دارای **ساختاری رقابتی** بوده و بازیگران آن از سطح بالایی از **ناهمگنی** (به لحاظ عرضه و تقاضا در انواع اوراق مختلف) برخوردار باشند. **هزینه معامله** در این بازار باید پایین باشد و معاملات و تسویه نقدی به سرعت انجام شود تا نقدپذیری اوراق در بالاترین میزان امکان تحقق پیدا کند. ابزارهای مالی مورد استفاده در بازار بدهی باید درجه بالایی از **جانشینی** داشته باشند تا امکان آربیتراژ بین آنها فراهم باشد. این مسئله به نقدپذیری اوراق کمک می‌کند. **زیرساخت امن و پایدار** برای تسویه و تبادلات مالی نیز ریسک بازار را کاهش می‌دهد و در هزینه تأمین مالی منتشرکنندگان مؤثر است.

تشکیل بازاری کارا و توسعه آن مزیت‌های بسیاری برای اقتصاد دارد. در درجه اول، **امکان تأمین کسری بودجه دولت از بازار به جای استفاده از منابع بانک مرکزی و بدهی خارجی** فراهم می‌شود که در کنترل تورم و پایداری اقتصاد مؤثر است. تعمیق بازار اوراق، **پیاده‌سازی و انتقال سیاست پولی را تقویت کرده** هدف‌گذاری تورمی بانک مرکزی را تسهیل می‌کند. در بعد کلان، اوراق به‌عنوان یکی از دارایی‌های کم‌ریسک، **امکان هموارسازی مصرف را به‌صورت مؤثر فراهم می‌سازد و اثرگذاری شوک‌های کوتاه‌مدت را کاهش می‌دهد**. همچنین افزایش رقابت و توسعه زیرساخت‌های بازار بدهی که لازمه توسعه بازار است، سبب افزایش پایداری و تقویت واسطه‌گری مالی در اقتصاد می‌شود.

علاوه بر موارد فوق، منحنی نرخ بهره یکی از مهم‌ترین آورده‌هایی است که تشکیل بازار بدهی برای اقتصاد به دنبال دارد. ساختار زمانی نرخ بهره به‌عنوان معیاری برای تصمیم‌گیری آحاد اقتصادی در بسیاری از زمینه‌ها (از استقراض گرفته تا قیمت‌گذاری دارایی‌ها و جهت‌دهی به بازارها) کاربرد دارد. افزایش عمق بازار بدهی همچنین، امکان معرفی ابزارها و محصولات جدید مالی از جمله قراردادهای مشتقه را فراهم می‌کند که بهبود امکان مدیریت ریسک و افزایش پایداری بخش مالی را به دنبال دارد.

**توسعه بازار اوراق دولتی فرایندی پویا و زمان‌بر است**. در این مسیر که ممکن است چندین سال به طول بینجامد، باید سیاست‌های اقتصاد کلان و بخش مالی از پیوستگی و سازگاری کافی برخوردار باشند تا **اطمینان و اعتبار لازم در میان سرمایه‌گذاران بازار ایجاد شود**. سیاست‌های مالی و پولی سالم، زیرساخت‌های تنظیم‌گری مناسب، نظام مالیات‌ستانی کارا و گسترده، مدیریت مؤثر بدهی و نظام مالی رقابتی پیش‌نیازهای اصلی برای حفظ و افزایش اعتبار دولت هستند. لزوماً کشورها همه این موارد را به‌عنوان پیش‌نیاز در اختیار ندارند. در این شرایط اولویت با ایجاد چارچوب‌های پایدار و معتبر در سیاست‌گذاری اقتصاد کلان، اصلاح بخش مالی و در صورت لزوم و سازگاری، آزادسازی در سایر بخش‌ها مثل حساب سرمایه است.

## ۵. تجربه کشورها

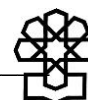
## ۱-۵. برزیل

تاریخچه مدیریت بدهی دولت در برزیل به گذشته دور، یعنی بیش از چهار قرن پیش برمی‌گردد؛ زمانی که این کشور تحت استعمار اروپا قرار داشته است. بدهی دولت از آن زمان تا سال ۱۹۶۰ ساختاری غیرسیال داشته و مدیریت آن به شکل منفعلانه انجام می‌شده است. از سال ۱۹۶۰ دولت با انتشار اوراق بدهی، این امکان را ایجاد کرده است که از منافع بدهی استفاده شود. اوراق بدهی در بازار علاوه بر سیال کردن بدهی، امکان استفاده از آن به‌عنوان یکی از مهم‌ترین ابزارهای سیاست پولی را فراهم می‌کند. همچنین، نرخ بهره اوراق دولت یک معیار برای نرخ بهره در اقتصاد است و بخش خصوصی نیز می‌تواند آن را در تصمیمات و تأمین مالی خود استفاده کند.

از لحاظ اقتصادی و سیاسی، سال ۱۹۶۴ یک نقطه عطف در اقتصاد برزیل محسوب می‌شود. با روی کار آمدن کاستلو براکو در این سال، مجموعه‌ای از اقدام‌ها برای کاهش تورم اتخاذ شد که بر اصلاح رویه‌های سیاست پولی و مالی تمرکز داشت. از جمله مهم‌ترین مواردی که در انجام این بسته سیاستی اصلاحات اهمیت داشت، اصلاح نظام مالی و ذیل آن، اصلاح بدهی عمومی بود. سه هدف کلی برای اصلاح بدهی عمومی پیگیری می‌شد: ۱. تأمین کسری بودجه آتی دولت از طریق انتشار منظم و با برنامه بدهی، ۲. تشویق مردم به پس‌انداز، ۳. توسعه بازار اوراق بدهی کارا و شفاف. یکی از اجزای مهم اصلاحات اقتصادی دهه ۱۹۶۰ برزیل، تشکیل بانک مرکزی و شورای ملی پول بوده است. هم‌زمانی بین ایجاد بانک مرکزی و اصلاحات بدهی عمومی باعث شد مسئولیت مدیریت بدهی عمومی نیز برعهده بانک مرکزی گذاشته شود. براساس قانون بانک مرکزی برزیل، این بانک مسئولیت دارد از اوراق بدهی دولت به‌عنوان یکی از ابزارهای سیاست پولی و همچنین تأمین مالی بدهی استفاده کند. در سال‌های ابتدایی به‌علت هزینه‌های بالای اصلاحات اقتصادی و سطح پایین توسعه‌یافتگی بازارهای مالی در این کشور، انتشار اوراق کفاف کسری بودجه را نمی‌داد و از منابع بانک مرکزی برای تأمین کسری استفاده می‌شد. اما از سال ۱۹۶۹ به بعد، کسری دولت و بدهی عمومی همه به شکل اوراق و از طریق بازار تأمین می‌شود.

برزیل در دهه ۱۹۷۰ رشد اقتصادی بالایی تجربه کرد و همین عامل باعث شد سطح بدهی‌های عمومی در مقایسه با ابعاد اقتصاد کوچک‌تر شود (بخشی به‌علت افزایش درآمدهای مالیاتی و کاهش کسری و بخشی دیگر به‌علت بزرگ‌تر شدن ابعاد اقتصاد) و همچنین تورم نیز در این دوره روند کاهشی داشت. اما در دهه ۱۹۸۰ و با وقوع شوک دوم نفتی، اقتصاد برزیل وارد یک دوره تورمی شد. در همین دوره بدهی دولت نیز به‌علت رکود اقتصادی و افزایش نرخ بهره، رشد چشمگیری داشت و از ۴۱ درصد تولید ناخالص داخلی در اواخر دهه ۱۹۷۰ به ۱۰۰ درصد در اواخر دهه ۱۹۸۰ رسید. به‌علت شرایط تورمی، دوره سررسید اوراق نیز از ۳۱ ماه به ۱۰ ماه کاهش یافت که مدیریت بدهی را بیش‌ازپیش مشکل می‌کرد.

شرایط نامطلوب دهه ۱۹۸۰ ضرورت تغییر در چارچوب نهادی سیاستگذاری مالی را بارز کرد. ملاحظات متعدد درباره کنترل و نظارت بر بدهی دولت، باعث شد وظایف مدیریت بدهی از بانک مرکزی به وزارت اقتصاد و ذیل آن، خزانه‌داری ملی منتقل شود. از این پس سیاستگذاری مالی و بدهی در وزارت اقتصاد و سیاستگذاری پولی در بانک مرکزی از یکدیگر تفکیک شدند. در داخل وزارت اقتصاد نیز بخش مدیریت بدهی از بخش تدوین و اجرای بودجه مجزا هستند.



سیاست مالی و بودجه فدرال ابتدا در وزارت اقتصاد تدوین شده و برای تصویب به پارلمان ارسال می‌شود. خزانه‌داری در ابتدای هر سال براساس نیازهای بودجه در طول سال، برنامه‌ای برای انتشار اوراق بدهی منتشر می‌کند. هماهنگی بین اجرای بودجه، نقدینگی دولت و مدیریت بدهی در داخل وزارت اقتصاد انجام می‌شود. به‌منظور ایجاد هماهنگی بین مرجع پولی و بدهی، متخصصان خزانه‌داری و بانک مرکزی به‌طور مرتب با یکدیگر ارتباط داشته و جلسات دوره‌ای دارند. این هماهنگی مستلزم اشتراک اطلاعات درباره وضعیت فعلی و نیازهای آتی نقدینگی دولت و همچنین وضعیت نقدینگی بازار است. به‌علاوه، اگرچه مسئولیت تدوین راهبردهای مدیریت بدهی برعهده خزانه‌داری است، بانک مرکزی نیز برای جلوگیری از آثار نامطلوب سیاست‌های بدهی بر وضعیت پولی و ارزی کشور، مشورت‌ها و توصیه‌هایی ارائه می‌دهد.

خزانه‌داری ملی از سال ۱۹۹۹ و به پیروی از تجربه‌های جهانی، اقدام به تأسیس «دفتر مدیریت بدهی» کرد. این دفتر دارای سه شاخه است:

- دفتر پشتیبانی: وظایف ثبت، کنترل، پرداخت و حسابداری بدهی عمومی (داخلی و خارجی) را برعهده دارد.
  - دفتر میانی: مسئول توسعه راهبردهای میان‌مدت و بلندمدت برای کاهش هزینه‌ها و ریسک تأمین بدهی براساس ارزیابی‌ها از شرایط اقتصاد کلان است.
  - دفتر جلویی: مسئولیت طراحی و پیاده‌سازی راهبردهای کوتاه‌مدت مرتبط با انتشار اوراق در بازار داخلی است. فعالیت‌های دفتر جلویی به همراه استقراض‌های خارجی تا سال ۲۰۰۳ توسط بانک مرکزی برزیل انجام می‌شد، اما پس از آن همه وظایف به خزانه‌داری منتقل شد.
- ساختار قانونی مرتبط با مدیریت بدهی از طریق چهار ابزار مشخص می‌شود:

۱. قانون اساسی برزیل که محدودیت‌هایی برای ابعاد بدهی عمومی وضع کرده است.
۲. قانون مسئولیت مالی برای سیاست‌های مالی دولت
۳. قانون راهبردهای تدوین بودجه که بر نحوه کسب درآمد و هزینه‌کرد آن نظارت دارند.
۴. قانون بودجه سالیانه که مقدار سقف استقراض سالیانه را تعیین می‌کند. علاوه‌براین موارد، مجلس سنا سقفی برای استقراض جدید دولت وضع می‌کند.

## ۲-۵. ترکیه

بار بدهی عمومی و هزینه‌های تأمین آن یکی از مشکلات بزرگ ترکیه تا سال ۲۰۰۱ بوده است. در سال ۲۰۰۱ این مشکل به شدیدترین وضعیت رسید و به دنبال بحران مالی در این کشور، بحران بدهی نیز اتفاق افتاد. اما پس از این سال، با انجام اصلاحات متعدد در مالیه عمومی و مدیریت بدهی، روند فزاینده انباشت بدهی متوقف شد و تغییر جهت داد. بدهی عمومی نتیجه طبیعی کسری بودجه است؛ در اقتصادی که با ناترازی دخل و خرج عمومی دست‌به‌گریبان است، نمی‌توان انتظاری جز انباشت فزاینده بدهی داشت. ترکیه از ابتدای دهه ۱۹۸۰ برای کنترل تورم‌های بالا شروع به انتشار اوراق بدهی با هدف کاهش وابستگی به منابع بانک مرکزی کرد. اما به‌علت تورم مزمن بسیار بالا (بیش از ۸۰

درصد)، بحران‌های متواتر اقتصادی و سیاسی و همچنین ساختار ضعیف بازارهای مالی، این اقدام ترکیه پس از مدت اندکی به بحران بدهی در اواخر دهه ۱۹۸۰ تبدیل شد. در ادامه و در دهه ۱۹۹۰ نیز روند بدهی افزایشی بود که دو علت اصلی آن، کسری بودجه بالا (نیمه اول دهه) و نرخ بهره بالا (نیمه دوم دهه) برشمرده می‌شود.

در اوایل قرن بیست‌ویکم، بدهی عمومی به مقادیر بسیار بالایی رسید که در نتیجه آن تلاطم‌های بزرگی در بخش مالی این کشور ایجاد شد. بخش زیادی از تعهدات عمومی کشور در ترازنامه بانک‌های دولتی قرار داشت؛ این مسئله در کنار ساختار ضعیف بخش بانکی، محدود شدن دسترسی بخش خصوصی به اعتبارات و در نتیجه توقف رشد اقتصادی را در پی داشت. در سال ۲۰۰۰ نسبت بدهی داخلی به تولید ناخالص داخلی در حدود ۲۹ درصد بود، اما فقط در ظرف یک سال این نسبت به ۶۹ درصد رسید و وضعیت بسیار ناپایداری ایجاد کرد.

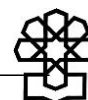
وضعیت به‌وجود آمده در سال‌های ابتدایی دهه ۲۰۰۰ دولت را بر این داشت که اقدام‌های اصلاحی جدی در جهت انتظام‌بخشی به مالیه عمومی اجرا کند. یکی از گام‌های مهم در این مسیر، قانون شماره ۴۷۴۹ یا قانون مدیریت بدهی عمومی است که از اواخر سال ۲۰۰۲ به اجرا گذاشته شد.

تا قبل از شروع اصلاحات، آنچه تحت عنوان مدیریت بدهی عمومی انجام می‌شد، ذیل قوانین بودجه سالیانه و همچنین قانون وظایف و اختیارات وزارت خزانه‌داری تعریف شده بود. طبق این قوانین، استقراض به نمایندگی از حاکمیت، تحت محدودیت‌های خاصی به وزارت خزانه‌داری سپرده می‌شد. این وزارتخانه وظایف اجرایی مربوط به استقراض (شامل انتشار اوراق، تأمین جریان نقد دولت و ...) را انجام می‌داد؛ اما اقدام مؤثری در جهت «مدیریت بدهی» وجود نداشت.

اهداف اصلی قانون شماره ۴۷۴۹ تنظیم کردن و قاعده‌گذاری استقراض داخلی و خارجی دولت، ایجاد هماهنگی بین سیاست‌های مالی، پولی و بدهی، حفظ اعتماد و پایداری بازار، کمک به انضباط مالی و افزایش شفافیت و پاسخگویی است. این اهداف هم در مواد مختلف قانون و هم در اجرا به خوبی نمایان است.

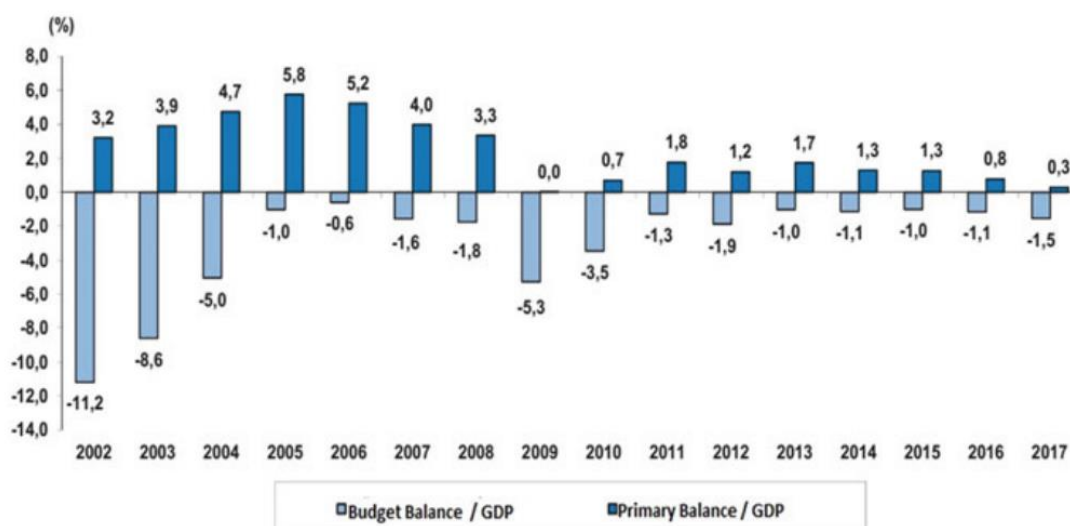
بخش اصلی و مهم قانون مذکور در ماده (۵) نهفته است که طبق آن، برای استقراض و بدهی عمومی سقف تعریف می‌شود. براساس این ماده، حداکثر میزان استقراض هر سال در بودجه سالیانه تعیین می‌شود که برابر است با اختلاف بین هزینه‌های بودجه و درآمدهای انتظاری هر سال. در طول سال این سقف نهایتاً می‌تواند تا ۱۰ درصد، آن هم پس از تأیید مجلس و صرفاً برای موارد خاص، افزایش یابد. تا قبل از این قانون، سقف استقراض سالیانه در طول سال تا ۱۵ درصد و بدون مجوز مجلس قابل افزایش بود.

**اصلاحات بدهی عمومی بدون اصلاح ساختاری بودجه نمی‌تواند نتیجه مطلوب داشته باشد.** هم‌زمان با به اجرا درآمدن قانون شماره ۴۷۴۹، اصلاحات وسیعی نیز در حوزه بودجه انجام شد که دوره‌ای از سیاست‌های احتیاطی بودجه‌ای به دنبال داشت. در یک بازه چهار ساله از سال ۲۰۰۲ تا ۲۰۰۶، نسبت کسری بودجه ترکیه از ۱۱ درصد تولید ناخالص داخلی به کمتر از ۰.۵ درصد رسید. اگرچه این روند در سال‌های بحران مالی جهانی اندکی صعودی شد، اما پس از آن دوباره به حالت نزولی بازگشت و باعث ایجاد تراز مالی مثبت بودجه (اختلاف درآمدها و پرداخت‌های غیربهره‌ای) در طول ۱۰ سال گذشته شد.



سیاست مالی انقباضی دو اثر متضاد بر نسبت بدهی به تولید دارد از طرفی به علت کاهش تقاضای کل ممکن است تولید (مخرج کسر) کاهش یابد؛ از طرف دیگر با کاهش کسری بودجه سرعت افزایش بدهی (صورت کسر) کاهش می‌یابد. به همین علت در ادبیات اقتصادی پیامد قطعی سیاست انقباضی بر نسبت بدهی به تولید مشخص نیست. اما تجربه ترکیه نشان داده است این سیاست توانسته نسبت بدهی را از مقادیر بالای ۵۰ درصد به حدود ۳۴ درصد در سال ۲۰۱۹ برساند.

نمودار تغییرات نسبت تراز بودجه و تراز اولیه به تولید ناخالص داخلی در ترکیه



**Source:** Akdemir T., Kiral H, Public Financial Management Reforms in Turkey: Progress and Challenges, Springer, (2020).

در دو دهه اخیر ترکیه اقدام‌های مرتبط با مدیریت ریسک بدهی را تقویت کرده است. تا قبل از قانون شماره ۴۷۴۹، نهاد مسئول مدیریت بدهی از ریسک‌های ناشی از بدهی (به‌ویژه اوراق کوتاه‌مدت و بدهی خارجی) مطلع بوده‌اند؛ اما اقدام فعالانه‌ای در جهت کاهش آن انجام نمی‌شد. در نتیجه روشی سیستماتیک برای کاهش صرف ریسک<sup>۱</sup> اوراق، افزایش میانگین دوره سررسید اوراق و کاهش بدهی خارجی وجود نداشت. در قانون جدید بحث مدیریت ریسک و طراحی راهبردهای مرتبط با آن یک اقدام جدی به‌شمار می‌رود.

راهبرد معیار و چارچوب به‌کارگیری آن برای مدیریت دارایی‌ها و تعهدات عمومی هسته اصلی اقدام‌های مدیریت بدهی است. این راهبرد از سوی کمیته‌ای در وزارت خزانه‌داری متشکل از وزیر، معاون وزیر و مدیران دفتر مدیریت بدهی تدوین و به تأیید وزیر می‌رسد. جهت‌گیری اصلی راهبردها در طول دو دهه اخیر موارد زیر بوده است:

- افزایش میانگین مدت سررسید استقراض‌های داخلی تا محدوده امکانات بازار،
  - تقویت و استحکام ذخایر نقد خزانه،
  - استفاده از ابزارهای استقراض کوتاه‌مدت در بازار پول و ایجاد هماهنگی با بانک مرکزی.
- در عمل مدیریت ریسک بدهی از طریق مجموعه‌ای از اقدام‌ها انجام می‌شود که عبارتند از:

- تدوین راهبرد معیار در میزان استقراض، سطح بدهی و ذخایر نقد (داخلی و خارجی) از طریق اجرای شبیه‌سازی‌های کلان،

- ایجاد مدل رتبه‌بندی اعتباری برای ارزیابی اعتباری متقاضیان ضمانت‌های دولتی،

- ایجاد یک مدل پیش‌بینی بودجه برای شبیه‌سازی عملکرد بودجه و تعیین نیازمندی‌های تأمین مالی.

در ترکیه همانند بسیاری از کشورها ارتباط دو سویه‌ای بین مدیریت بدهی و مدیریت نقدینگی وجود دارد. از یک طرف مدیریت نقدینگی برای فراهم کردن جریان نقد مورد نیاز جهت اقدامات آینده مدیریت بدهی لازم است. از طرف دیگر مدیریت بدهی امکان استقراض و بازخرید اوراق را برای بروز نگه داشتن برنامه مدیریت نقدینگی فراهم می‌سازد. بنابراین تبادل اطلاعات و برنامه‌ها بین مدیران بدهی و مدیران جریان نقد اهمیت حیاتی دارد؛ چون انحراف در هر سمت از اقدامات، باعث انحراف در طرف دیگر شده و ایجاد مسئله می‌کند.

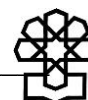
یکی از مهم‌ترین گام‌ها در راستای اصلاح فرایندهای مدیریت بدهی دولت، ایجاد حساب واحد خزانه است. این حساب امکان جمع‌کردن تمام درآمدها و مخارج بخش عمومی را فراهم کرده و علاوه بر ایجاد شفافیت، مدیریت جریان نقد دولت را نیز تسهیل می‌کند. به این ترتیب همه دستگاه‌های دولتی موظفند مانده حساب‌های خود را در انتهای روز به حساب واحد خزانه منتقل کنند. در نتیجه منابع معطل در یکجا جمع شده و خزانه‌داری می‌تواند منابع را به صورت بهینه‌تری مورد استفاده قرار دهد؛ به طوری که نیاز کمتری به استقراض وجود داشته باشد. در ترکیه حساب واحد خزانه از سال ۱۹۷۲ وجود داشت؛ اما به علت عدم تناسب رویه‌های خزانه با شرایط موجود، در سال ۲۰۰۷ اصلاحاتی در آن انجام شد.

گزارش‌دهی و شفافیت یکی از ارکان مهم قانون شماره ۴۷۴۹ و بارزترین جنبه قانون به‌شمار می‌رود. نااطمینانی در مورد سیاست‌های استقراض دولت ریسک‌هایی برای فعالان بازار ایجاد می‌کند که در ازای آن درخواست پرمیوم (مبلغ اضافه) می‌کنند. بنابراین ایجاد شفافیت و پیش‌بینی‌پذیری در خصوص بدهی‌های دولت، اولین گام در راستای کاهش هزینه‌های تأمین مالی است. به همین علت باید بازارهای مالی کشور در مورد سیاست‌های استقراضی دولت مطلع شوند. علاوه بر این، افزایش پیش‌بینی‌پذیری فرایندهای انتشار اوراق باعث می‌شود فعالان بازار بتوانند منابع خود را به صورت بهینه‌تری تخصیص دهند و خود را برای حراج‌ها و پذیره‌نویسی‌های اوراق دولتی آماده کنند. این مسئله علاوه بر کاهش هزینه‌های تأمین مالی، ریسک فروش نرفتن اوراق را نیز کاهش می‌دهد. همچنین از بعد سیاسی، ایجاد شفافیت موجب افزایش انضباط مالی دولت و پاسخگویی آن در مقابل آحاد مردم می‌شود.

در ترکیه گزارش‌های مدیریت بدهی عمومی به صورت ماهیانه و سالیانه منتشر می‌شوند. گزارش‌های ماهیانه شامل اطلاعات جزئی مرتبط با استقراض‌ها، تضامین، اعتبارات اعطایی و سایر تراکنش‌های مالی دولت می‌شود. همچنین نتیجه اجرای بودجه (تحقق درآمدها و پرداخت‌ها)، تراکنش‌های نقدی، استقراض‌ها و درنهایت انبار بدهی فعلی در دسترس عموم قرار می‌گیرد. این اطلاعات و گزارش‌ها همگی در سایت وزارت خزانه‌داری ترکیه موجود است.

**برنامه استقراض و تأمین مالی داخلی دولت برای سال آینده، سه ماه قبل از پایان هر سال روی وبسایت**

**وزارت خزانه‌داری منتشر می‌شود.** علاوه بر برنامه سالیانه، در ابتدای هر فصل برنامه جزئی‌تری در رابطه با استقراض‌های



داخلی هر ماه، برنامه تأمین مالی خارجی و نوع اوراقی که قرار است منتشر شود اعلام می‌شود. در نهایت، جزئیات فرایند اجرای حراج‌ها از دو روز قبل اطلاع‌رسانی شده و نتیجه آن بلافاصله پس از حراج اعلام می‌شود.

### ۳-۵. انگلستان

در انگلستان، خزانه‌داری سلطنتی مسئولیت کلی مدیریت بدهی دولت را برعهده دارد. عملیات‌ها و اقدام‌های مدیریت بدهی توسط سه مجموعه جداگانه «دفتر مدیریت بدهی»، «سازمان پس‌انداز و سرمایه‌گذاری ملی»<sup>۱</sup> و «بانک مرکزی انگلستان» و تحت نظارت خزانه‌داری انجام می‌شود. هدف اصلی سیاست‌های مدیریت بدهی در انگلستان، کمینه‌سازی هزینه تأمین منابع مورد نیاز بودجه دولت در بلندمدت، با توجه به محدودیت‌ها و ریسک‌های مرتبط است. همچنین سیاست‌های مدیریت بدهی طوری طراحی و تنظیم می‌شوند که با سیاست‌های پولی که بانک مرکزی تعیین می‌کند، سازگاری و هماهنگی داشته باشند.

خزانه‌داری در مدیریت بدهی به دنبال یک راهبرد شفاف و قابل پیش‌بینی برای انتشار اوراق و خرید و فروش آن در بازار است. همچنین، ویژگی‌هایی نظیر سررسید اوراق دولتی براساس الزامات مدیریت ریسک را خزانه‌داری تصمیم‌گیری می‌کند. در نهایت معیار مشخصی برای انتشار اوراق تهیه شده و به‌عنوان راهبرد مدیریت بدهی منتشر می‌شود. در کنار اهداف مذکور، توسعه بازار اوراق بدهی و ارتقای کارایی و نقدشوندگی آن نیز یکی دیگر از مواردی است که در تدوین راهبردها مورد توجه قرار دارد.

تقسیم وظایف فعلی بین خزانه‌داری و بانک مرکزی با توجه به توافق بین این دو نهاد در سال ۱۹۹۵ ایجاد شده است. براساس این توافق، رئیس خزانه‌داری مسئولیت اجرایی نرخ بهره را از خزانه‌داری به کمیته سیاست پولی بانک مرکزی منتقل کرد. در مقابل، مسئولیت‌های مدیریت بدهی از بانک به خزانه‌داری محول شد. در ادامه و در سال ۱۹۹۸، دفتر مدیریت بدهی به‌عنوان بازوی اجرایی خزانه‌داری با مسئولیت مدیریت عملیات‌های بدهی و جریان نقد دولت تشکیل شد.

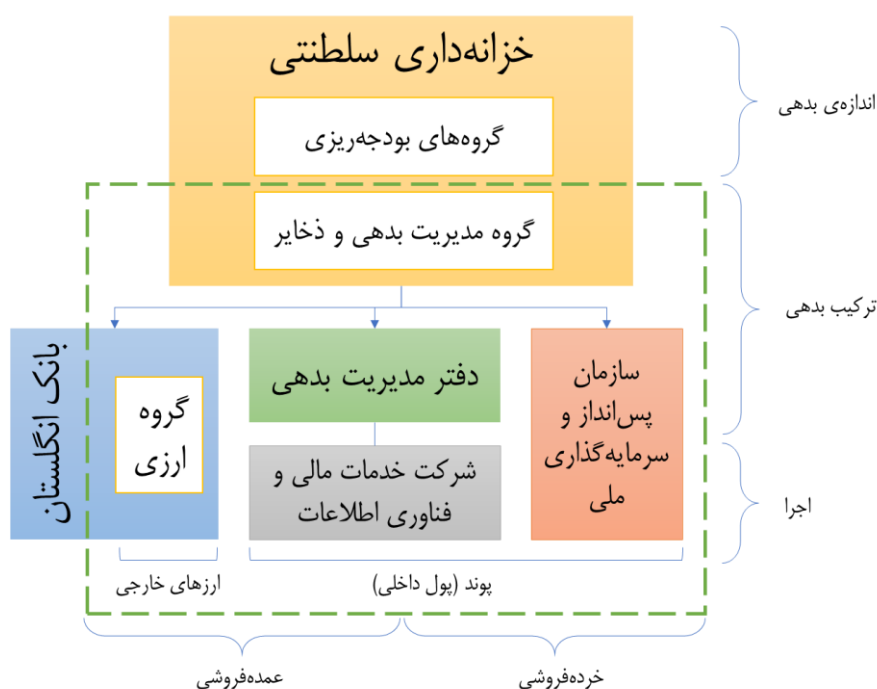
هدف اصلی از تفکیک وظایف مدیریت بدهی و سیاست پولی، کاهش تعارض مسئولیت‌ها و اولویت‌ها بوده است. از نظر تفکیک مسئولیت‌ها، لازم است تصمیمات مدیریت بدهی تحت تأثیر اطلاعات درونی (که برای بازار در دسترس نیست) نباشد یعنی مدیران بدهی نباید از تصمیم سیاستگذار پولی در خصوص نرخ بهره آینده، تا قبل از اطلاع عمومی آن، با خبر باشند. در مورد تعارض اولویت‌ها، اگر یک ارگان به‌طور هم‌زمان مسئول سیاست پولی و مدیریت بدهی باشد، بین اولویت‌های این نهاد تعارض ایجاد می‌شود. برای مثال ممکن است سیاست مدیریت بدهی تحت تأثیر ملاحظات سیاست پولی در مورد نرخ بهره کوتاه‌مدت قرار گرفته و هدف کمینه‌سازی ریسک و هزینه بدهی دنبال نشود.

ترتیبات نهادی مدیریت بدهی انگلستان در حال حاضر مطابق شکل زیر است. تهیه و تدوین راهبردهای مدیریت بدهی در گروه مدیریت بدهی و ذخایر خزانه‌داری<sup>۲</sup> انجام می‌شود و به تأیید رئیس خزانه‌داری می‌رسد. سپس این راهبردها برای اجرا به چند نهاد دیگر سپرده می‌شود. دفتر مدیریت بدهی وظیفه اجرای عملیات‌های بدهی (شامل انتشار اوراق و سایر معاملات در بازار) را برعهده دارد. علاوه‌براین، دفتر پیشنهادهایی نیز برای بهبود راهبردها به

1. National Saving and Investments  
2. Debt and Reserves Management Team

خزانه‌داری ارائه می‌دهد. خدمات زیرساختی و سیستمی برای ثبت، حسابداری و غیره به یک شرکت خدمات مالی و فناوری اطلاعات برون‌سپاری شده است. در کنار دفتر بدهی، سازمان پس‌انداز و سرمایه‌گذاری ملی که ابزارهای مالی مختلف را به صورت بسته درآورده و به مردم ارائه می‌دهد، بازار را از لحاظ ظرفیت جذب اوراق رصد می‌کند؛ خزانه‌داری طبق پیشنهادهای این سازمان برنامه آتی انتشار اوراق را تهیه می‌کند. این نهادها در مجموع مدیریت بدهی‌های داخلی را برعهده دارند. بدهی‌های خارجی زیر نظر گروه ارزی و در بانک مرکزی انگلستان انجام می‌شود و هدف اصلی آن مدیریت ذخایر ارزی کشور است.

شکل ۴. ساختار خزانه‌داری انگلستان

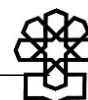


Source: The UK Debt Management Office Borrowing on Behalf of Government, UK National Audit Office, (2007).

#### ۴-۵. آلمان

وظایف مدیریت بدهی عمومی (دولت فدرال) در آلمان برعهده یک شرکت دولتی به نام آژانس مالی<sup>۱</sup> است. این شرکت در سال ۲۰۰۰ تأسیس شده و به مرور وظایف و مسئولیت‌های استقراری و مدیریت بدهی را در اختیار گرفته است. مالکیت شرکت به طور کامل به دولت تعلق دارد و وزارت اقتصاد به نمایندگی از دولت، شرکت را اداره می‌کند. تا قبل از تأسیس آژانس مالی، مدیریت بدهی و نقدینگی دولت توسط وزارت اقتصاد، بانک فدرال آلمان و اداره بدهی فدرال انجام می‌شد.

1. Finance Agency



این نوع ساختار نهادی که در آن مدیریت بدهی به شرکتی خارج از دولت مرکزی برون‌سپاری می‌شود، تنها در تعداد معدودی از کشورها اجرا شده است. سوئد، ایرلند و مجارستان نمونه‌های دیگری از این ساختار هستند. شرکت یا آژانس مدیریت بدهی به علت انعطاف بیشتر از لحاظ دستمزد پرداختی، می‌تواند متخصصان و افراد حرفه‌ای بیشتری را از بازارهای مالی جذب کند و در نتیجه مدیریت بدهی مؤثرتر انجام خواهد شد. علاوه بر این، پاسخگویی و شفافیت در ساختار برون‌سپاری بالاتر است و گزارش‌دهی‌ها تحت تأثیر نوسانات سیاسی قرار نمی‌گیرد. باین حال نحوه ارتباط آژانس با دولت (که مالک آن محسوب می‌شود) و انگیزه‌های فعالیت آژانس، نیازمند قواعد و ساختارهای پیچیده‌ای است و اغلب کشورها امکان اجرایی کردن آن را ندارند.

در فرایند اصلاحات مدیریت بدهی آلمان و تأسیس آژانس مالی فدرال چند ابداع صورت گرفته است. تا قبل از شروع اصلاحات (قبل از قانون ۱۹۹۸)، نقش اصلی در قاعده‌گذاری‌های مربوط به مدیریت بدهی را بانک فدرال آلمان ایفا می‌کرد و دو بازیگر دیگر یعنی وزارت اقتصاد و اداره بدهی فدرال نقش‌های انفعالی در زمینه مدیریت بدهی داشتند. هرچند طبق قانون، این بانک موظف به هماهنگی سیاست‌ها با وزارت اقتصاد بود، اما در عمل تصمیم‌گیری نهایی توسط بانک انجام می‌شد. به علاوه، به لحاظ غیررسمی نیز قانون نانوشته‌ای در مدیریت دارایی و بدهی دولت وجود داشت که طبق آن، دولت فدرال و دولت‌های محلی باید در سیاست‌های استقرایی خود از تصمیمات بانک فدرال تبعیت می‌کردند. پس از اجرای اصلاحات، وظایف بانک و اداره بدهی فدرال تماماً به یک شرکت دولتی (آژانس مالی فدرال) تحت نظارت وزارت اقتصاد سپرده شد. این شرکت به لحاظ عملیاتی از بانک و وزارت مستقل محسوب می‌شود.

ابداع دیگری که در اصلاحات مدیریت بدهی آلمان انجام شد، از جنس تغییر رویکردها بود. تا قبل از اصلاحات، اهداف سیاست‌های مدیریت بدهی محافظه‌کارانه بود و استراتژی‌های منفعلانه اتخاذ می‌شد. بانک فدرال تمایل زیادی به اوراق بلندمدت داخلی داشت و تا حد امکان از اوراق کوتاه‌مدت و بدهی خارجی دوری می‌کرد. همچنین بانک نسبت به اوراق متصل به شاخص<sup>۱</sup> و قراردادهای مشتقه تمایل نداشت. این رویکرد محافظه‌کارانه پس از اجرای اصلاحات و آغاز به کار آژانس مالی، به رویکرد فعالانه و بازار پایه، براساس استراتژی‌های کوتاه‌مدت تبدیل شد.

هدف اولیه و اصلی آژانس، اطمینان از عدم اعسار دولت فدرال در تمام زمان‌هاست. همچنین، آژانس تلاش می‌کند هزینه‌های بهره‌ای سبد بدهی را در کمترین مقدار ممکن برای افق میان‌مدت نگه دارد؛ در همین راستا نیز ریسک‌های موجود (به‌ویژه ریسک نرخ بهره) را مدیریت کرده و محدود نگه می‌دارد.

آژانس مالی در بازارهای بین‌المللی به تنهایی و به صورت انحصاری از طرف دولت آلمان فعالیت دارد. این شرکت حلقه ارتباطی بین سیاست و بازارهای مالی است؛ یعنی از طرفی نیازهای دولت را بررسی و مشخص می‌کند و از طرف دیگر نیازهای بازیگران بازار را مورد ارزیابی قرار می‌دهد. اقدام‌های آژانس شامل خدمات انتشار اوراق فدرال، استفاده از ابزارهای مشتقه مالی و عملیات‌های بازار پول برای تراز کردن حساب دولت نزد بانک فدرال (در انتهای هر روز) است. قواعد، محدوده‌ها و اعتبارات مربوط به فعالیت‌های آژانس در قوانین بودجه سالیانه تصویب می‌شود. از دیگر خدماتی که آژانس مالی به نمایندگی از دولت فدرال انجام می‌دهد می‌توان به تحلیل بازار، توسعه مدل‌هایی برای مدیریت سبد بدهی‌ها، نظارت و ارزیابی ریسک، مدیریت ریسک و ارتباط با سرمایه‌گذاران، رسانه‌ها و عموم مردم اشاره کرد.

فعالیت آژانس مالی تحت قانون مدیریت بدهی فدرال (مصوب ۱۹۹۸) انجام می‌شود. طبق این قانون، وزارت اقتصاد وظیفه نظارت و کنترل بدهی عمومی را دارد و موظف است به کمیته مالی فدرال گزارش دهد. کمیته بدهی فدرال یک کمیته تخصصی در داخل پارلمان، متشکل از تعدادی از اعضای کمیسیون بودجه پارلمان است. ترکیب اعضا و روش فعالیت کمیته توسط پارلمان مشخص می‌شود. این کمیته در کنار آژانس، تنها مراجع تصمیم‌گیری در خصوص سیاست‌ها و راهبردهای مدیریت بدهی هستند و مجوزهای استقراض دولت فدرال نیز همه از سوی همین دو مرجع صادر می‌شود.

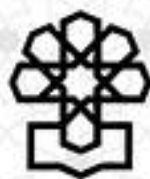
### جمع‌بندی

تجربه‌های جهانی نشان می‌دهد بسته به ساختار اقتصادی و سیاسی و تاریخچه نهادسازی‌های حوزه عمومی هر کشور، رویه‌های حکمرانی مختلفی برای مدیریت بدهی دنبال شده است، اگرچه براساس اصول علمی بسیاری از ساختارهای اصلی در این کشورها مشترک است. می‌توان گفت در همه کشورهای مورد بررسی قدرت قانونی برای اعطای مجوز استقراض در اختیار مجلس نمایندگان قرار دارد. در واقع بدهی دولت (که عمدتاً در قوانین بودجه سنواتی به شکل کسری ظاهر می‌شود)، ابتدا باید به تصویب مجلس برسد. در بسیاری از کشورها وزیر اقتصاد (یا وزارتخانه مالیه دولت) از طرف مجلس برای انجام رویه‌های اجرایی استقراض (در محدوده مورد تأیید قانون) مسئولیت دارد.

تجربه‌های جهانی نشان می‌دهد بیشترین کارایی مدیریت بدهی وقتی اتفاق می‌افتد که تمام وظایف و مسئولیت‌های اجرایی مربوطه در یک نهاد متمرکز باشد. به همین علت در اغلب کشورها دفتر یا واحد مشخصی برای انجام رویه‌های مدیریت بدهی تشکیل شده است که به آن دفتر مدیریت بدهی گفته می‌شود. محدوده اختیارات و مسئولیت‌های دفتر مدیریت بدهی و نحوه هماهنگی آن با سایر مراجع مرتبط با مالیه دولت در کشورهای مختلف متفاوت است.

### منابع و مأخذ

1. Guidelines for Public Debt Management: Accompanying Document, IMF & World Bank, (2002).
2. Coordinating Public Debt and Monetary Management, IMF, (1997).
3. Graeme Wheeler, Sound Practice in Government Debt Management, World Bank, (2004).
4. Developing Government Bond Markets: A Handbook, IMF, (2001)
5. Currie et al. Institutional Arrangements for Public Debt Management, World Bank Working Paper, (2003).
6. Martin Melecky, A Cross-Country Analysis of Public Debt Management Strategies, World Bank Working Paper, (2007).
7. Silva et. al., Public Debt: The Brazilian Experience, National Treasury of Brazil, (2010).
8. Akdemir T., Kiral H, Public Financial Management Reforms in Turkey: Progress and Challenges, Springer, (2020).
9. The UK Debt Management Office Borrowing on Behalf of Government, UK National Audit Office, (2007).
10. Stephen Utz, Public Debt in the United States and Germany: A Constitutional Perspective, Connecticut Journal of International Law, (2013).



مرکز پژوهش های مجلس شورای اسلامی

تهران، خیابان پاسداران، روبروی بازار تپاوران (ضلع جنوبی، پلاک ۸۰۲)

تلفن: ۷۵۱۸۲۰۰۰ • صندوق پستی: ۱۵۸۷۵-۵۸۵۵ • پست الکترونیک: [mrc@majles.ir](mailto:mrc@majles.ir)

وبسایت: [rci.majles.ir](http://rci.majles.ir)