

Determining Challenges of Government Securities in the Capital Market and Providing Policy Solutions¹

Mohammad Tohidi², Mohammad Mahdi Fereydooni³,
Seyyed Mohammad Afghahi⁴, Mohammad Rabbani⁵

Received: 2023/04/12

Accepted: 2023/09/17

Research Paper

Abstract

The issuance of government securities plays an important role in financing budget deficits. Due to the usury of various types of conventional treasury securities, government sukuk has been designed as an alternative to conventional treasury in the Islamic Republic of Iran. Despite years of experience, financing the government through government securities faced serious challenges, which has called into question the government's continued access to this source of funding. The present article deals with the determining challenges of government financing through the issuance of Islamic securities and provides related solutions with a practical approach.

In this study, using the content analysis of library documents and interviews with experts, the supply and demand side, and functional and jurisprudential challenges of government securities are analyzed. Then, practical solutions are presented, including; the establishment of a primary dealer system, the establishment of a securities issuance committee, and the adoption of a relevant permanent law, not to force the banking system to buy securities, strengthening the market depth with the Utilization of fintechs, creation of information system for debt market, reforming determining coupon rate system, use of innovative contracts and development of market tools.

Key Words: Government Securities, Islamic Treasury Securities, Government Financing, Budget Deficit.

JEL Classification: G23, E42, H61.

1. DOI: 10.22034/JSE.2023.11983.1987

2. Assistant Professor, Department of Financial Management, Imam Sadiq University, Tehran, Iran. (tohidi@isu.ac.ir).

3. Ph.D. Student, Department of Financial Engineering, Imam Sadiq University, Tehran, Iran. (Corresponding Author). (m.fereydooni@isu.ac.ir).

4. Ph.D. Student, Department of Financial Engineering, Allameh Tabataba'i University, Tehran, Iran. (sm_afghahi@atu.ac.ir).

5. M.Sc. Student, Faculty of Islamic Studies and Financial Management, Imam Sadiq University, Tehran, Iran. (m.rabani@isu.ac.ir).



سازمان بورس و اوراق بهادار، مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال شانزدهم، شماره ۶۳، پاییز ۱۴۰۲، صص ۲۵۴-۲۲۳

آسیب شناسی اوراق دولتی در بازار سرمایه و ارائه راهکارهای سیاستی^۱

محمد توحیدی^۲، محمد مهدی فریدونی^۳، سید محمد افقهی^۴، محمد ربانی^۵

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۱/۲۳

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۰۶/۲۶

مقاله پژوهشی

چکیده

انتشار اوراق بهادار دولتی، سهم مهمی در تأمین کسری بودجه کشورهای مختلف ایفا می‌کند. با توجه به ربوی بودن انواع اوراق خزانه متعارف، صکوک و اسناد خزانه اسلامی به عنوان جایگزین اوراق خزانه متعارف در جمهوری اسلامی ایران طراحی شده و در سال‌های اخیر مورد استفاده قرار گرفته است. علی رغم تجربه چند ساله، همچنان فرآیند تأمین مالی دولت از محل انتشار این اوراق با چالش‌هایی جدی روبه رو است که پایداری دسترسی دولت به این منبع تأمین مالی را با سوال مواجه کرده است. مقاله‌ی حاضر با اتخاذ رویکردی کاربردی در پژوهش، به آسیب شناسی تأمین مالی دولت از انتشار اسناد خزانه اسلامی و صکوک و ارائه راهکارهای مرتبط می‌پردازد.

در این مطالعه با استفاده از تحلیل مضامین اسناد کتابخانه‌ای و مصاحبه با خبرگان، چالش‌های ناظر به سمت عرضه، سمت تقاضا، کارکردی و فقهی اوراق دولتی استخراج و مورد تحلیل قرار گرفت. سپس به ارائه راهکارهایی عملیاتی جهت بهبود چالش‌ها پرداخته شد که از جمله آن‌ها می‌توان به استفاده از معامله‌گر اولیه و بازارگردان، ایجاد کمیته انتشار اوراق بهادار و تصویب قانون دائمی مرتبط، عدم اجبار شبکه بانکی به خرید اوراق، تقویت عمق بازار با بهره‌گیری از فینتک‌ها، ایجاد سامانه اطلاع‌رسانی و تولید محتوای بازار بدهی، اصلاح نظام نرخ‌گذاری اوراق بهادار، استفاده از قراردادهای نوآورانه و توسعه ابزار معاملاتی اشاره نمود.

واژه‌های کلیدی: اوراق دولتی، اوراق خزانه اسلامی، تأمین مالی دولت، کسری بودجه.

طبقه‌بندی موضوعی: G23, E42, H61

DOI: 10.22034/JSE.2023.11983.1987

۲. استادیار، گروه مدیریت گروه مدیریت مالی، دانشکده معارف اسلامی و مدیریت، دانشگاه امام صادق، تهران، ایران.

(tohidi@isu.ac.ir)

۳. دانشجوی دکتری، گروه مهندسی مالی، دانشکده معارف اسلامی و مدیریت مالی، دانشگاه امام صادق، تهران، ایران. (نویسنده مسئول).

(m.fereydooni@isu.ac.ir)

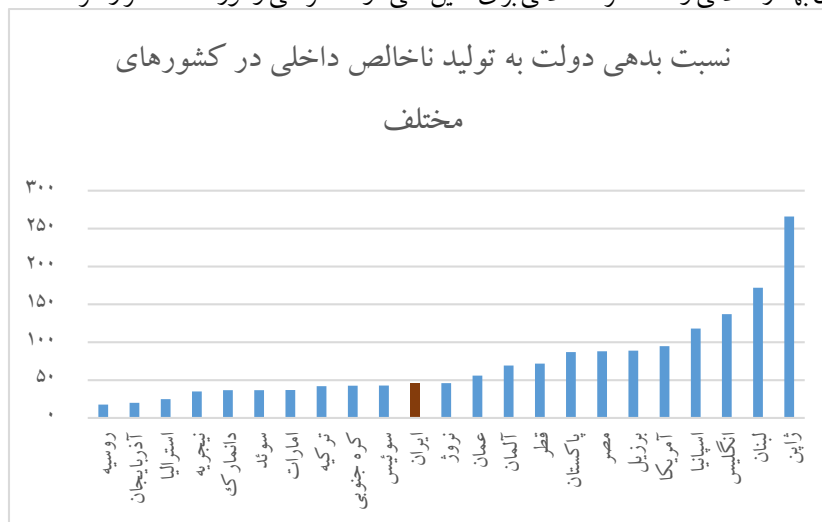
۴. دانشجوی دکتری، گروه مهندسی مالی، دانشگاه علامه طباطبائی (ره)، تهران، ایران. (sm_afghahi@atu.ac.ir)

۵. دانشجوی کارشناسی ارشد، دانشکده معارف اسلامی و مدیریت مالی، دانشگاه امام صادق (ع)، تهران، ایران. (m.rabani@isu.ac.ir)

مقدمه

رشد پرسرعت هزینه‌های عمومی در کنار ناپایداری درآمدهای نفتی متأثر از تحریم‌های اقتصادی و نوسانات قیمت نفت سبب تشدید کسری بودجه دولت در سال‌های اخیر شده است. با وجود مخاطرات جدی مانند افزایش تورم و بی‌انضباطی مالی دولت، استقراض از بانک مرکزی همواره به عنوان ساده‌ترین شیوه تأمین مالی دولت مطرح بوده است. با این حال این روش را در پی خواهد داشت. با توجه به تبعات زیان‌بار، از سال ۱۳۸۱ و به موجب قانون سوم توسعه (و قوانین توسعه بعد) استقراض از بانک مرکزی توسط دولت ممنوع شد (صمصامی، داوودی و جلال جهانی، ۱۳۹۳). پس از آن زمان، دولت‌ها به جهت تأمین کسری بودجه خود، به تأمین منابع از شبکه بانکی روی آوردند. با این حال به دلیل عدم بازگشت منابع از سوی دولت و بدهکاری بالای دولت و شرکت‌های دولتی به شبکه بانکی، اضافه برداشت از بانک مرکزی افزایش یافته و افزایش پایه پولی و تورم بالا را در پی داشته است (معصومی مطلبی، علیزاده و فرجی یزدی، ۱۳۹۸).

انتشار اوراق بهادار (اوراق خزانه) از جمله راه‌حل‌های تأمین مالی کسری بودجه با آسیب کمتر است (مشکین^۱، ۲۰۱۹). این اوراق افزون بر تأمین مالی دولت، دارای کارکردهای مختلفی از جمله تعیین نرخ بدون ریسک و همچنین ساختار زمانی نرخ بهره است (پرونکرت^۲، ۲۰۲۰). با توجه به ربوی بودن این ابزار، اوراق بهادار اسلامی و اسناد خزانه اسلامی برای تأمین مالی دولت طراحی و مورد استفاده قرار گرفته است.



نمودار ۱. نسبت بدهی دولت به تولید ناخالص داخلی

(بر اساس داده‌های tradingeconomics.com)

واکاوی وضعیت انتشار اوراق بهادار دولتی در کشور و میزان حدود ۵۰ درصدی بدهی دولت نسبت به تولید ناخالص داخلی و مقایسه آن با سایر کشورهای جهان (نمودار ۱)، نشان از ظرفیت بالای این اوراق در به دوش کشیدن بخشی از تأمین مالی مولد سال‌های آینده دولت دارد. توسعه اوراق بهادار اسلامی در چارچوب بازار سرمایه کشور مدیریت بدهی‌های دولت را انعطاف‌پذیر می‌کند و پیامدهای نامطلوب آنها را حداقل می‌کند از سوی دیگر، به شرط توجه به ظرفیت بازار سرمایه در میزان و زمان انتشار اوراق بهادار دولتی و همچنین منضبط بودن دولت در تسویه اوراق به توسعه بازار سرمایه کمک خواهد کرد (سلمانی، یآوری، اصغرپور و سبحانی، ۱۳۹۷)

با توسعه بازار بدهی در سال‌های اخیر، دولت برای تأمین کسری بودجه خود به طور روزافزون به انتشار اوراق بهادار اسلامی روی آورده (مقصودی، اسلامی بیدگلی و خطیر، ۱۴۰۰) و تا کنون به انتشار این اوراق در قالب اسناد خزانه اسلامی، اوراق مرابحه عام، سلف، منفعت، اجاره و مشارکت برای تأمین مالی خود پرداخته است. با این حال استفاده دولت از این اوراق بدون چالش نبوده است. در سال‌های اخیر چالش‌های مختلفی ناظر به چگونگی انتشار اوراق دولتی و استفاده دولت از منابع حاصل شده مطرح شده است. با وجود اهمیت بالا، تاکنون مطالعه جامعی در زمینه آسیب‌شناسی انتشار اوراق بهادار اسلامی دولتی و ارائه راهکار حل چالش‌ها و توسعه این بازار در کشور صورت نگرفته است. بررسی فرآیند انتشار این اوراق و عارضه‌یابی مسیر طی شده، افزون بر بهبود کارایی این ابزار در تأمین مالی دولت، به جهت‌دهی صحیح توسعه بازار اوراق بهادار دولتی و حتی بازار اوراق بهادار کشور منجر خواهد شد. در مطالعه حاضر چالش‌های اوراق بهادار اسلامی دولتی و فرآیند انتشار آن مورد بررسی قرار گرفته است.

مبانی نظری

با توجه به تحریم ربا در شریعت اسلام دولت ایران از ظرفیت عقود اسلامی برای تأمین مالی نیازهای خود استفاده کرده است. که در زیر به انواع اوراق دولتی منتشره اشاره می‌شود:

اسناد خزانه اسلامی: دولت جمهوری اسلامی ایران انتشار اوراق خزانه را از سال ۱۳۹۴ در دستور کار خود قرار داد (کرمی و بیات، ۱۳۹۶). در قوانین بودجه سنواتی، دو نوع اسناد خزانه اسلامی معرفی شده که کارکردهای متفاوتی با یکدیگر دارند. اسناد خزانه اسلامی نوع اول که در سال ۱۳۹۲ معرفی شد و به منظور تسویه بدهی‌های دولت به بخش خصوصی مورد استفاده

قرار می‌گیرد و اسناد خزانه اسلامی نوع دوم که در سال ۱۳۹۵ معرفی شد و برای پوشش کسری‌های موقتی خزانه کاربرد دارد (حسینی، ۱۳۹۷، صص ۲۱۰-۲۰۳). در اسناد خزانه اسلامی نوع دوم و به موجب بند «ث» ماده (۱) آیین‌نامه اجرایی بند «ز» تبصره (۵) قانون بودجه سال ۱۳۹۶ کل کشور، مبالغ حاصل از انتشار این اسناد را می‌توان صرف تعهدات، یا هزینه قطعی یا پیش پرداخت و یا استرداد سپرده در دستگاه اجرایی نمود. بر این اساس، بر خلاف اسناد خزانه اسلامی نوع اول که محدود به تسویه مطالبات قطعی طلب‌کاران بود، اسناد خزانه اسلامی نوع دوم را می‌توان برای تسویه بدهی‌های سابق یا برای ایجاد بدهی جدید مورد استفاده قرار داد.

اوراق مشارکت دولتی: نخستین تجربه انتشار اوراق مشارکت مربوط به انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی در سال ۱۳۷۳ بر می‌گردد. اوراق مشارکت دولتی به موجب قانون بانک مرکزی برای تأمین بخشی از منابع مالی مورد نیاز طرح‌های عمرانی-انتفاعی دولت مندرج در قوانین بودجه سالانه کشور یا برای تأمین منابع مالی مورد نیاز جهت ایجاد، تکمیل، نوسازی و توسعه طرح‌های سودآور تولیدی، ساختمانی و خدماتی، توسط دولت، شرکت‌های دولتی، شهرداری‌ها، نهادهای عمومی غیردولتی، موسسات عام المنفعه و شرکت‌های وابسته به دستگاه یادشده و شرکت‌های سهامی عام و خاص و شرکت‌های تعاونی منتشر می‌شود (حسن زاده و سرشار، ۱۳۹۱، ص ۷۲).

اوراق اجاره دولتی: بر اساس بند ب ماده (۲) قانون رفع موانع تولید رقابت‌پذیر و ارتقای نظام مالی کشور، به دولت اجازه داده شده برای تسویه مطالبات قطعی اشخاص حقیقی و حقوقی خصوصی و تعاونی از دولت و شرکت‌های دولتی «اوراق اجاره» منتشر کند. اوراق اجاره دولتی بر روی دارایی فیزیکی و مالی قابلیت انتشار دارند و دولت برای تسویه مطالبات خود با اشخاص حقیقی و حقوقی اقدام به انتشار اوراق اجاره می‌کنند.

اوراق منفعت دولتی: اوراق منفعت است که برای تأمین نقدینگی مورد استفاده قرار می‌گیرد و بانی می‌تواند آن را در هر موضوعی به مصرف رساند. اوراق منفعت، اوراق بهادار با نامی است که نشان‌دهنده مالکیت مشاع دارنده آن بر مقدار معینی از منافع آتی حاصل از به‌کارگیری دارایی‌ها یا ارائه خدمات معین و هرگونه حقوق معین قابل نقل و انتقال برای یک دوره زمانی مشخص است (هیئت‌مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۹۶، ماده ۱). دولت تا به امروز از اوراق منفعت برای بازپرداخت اصل و سود اوراق سررسید شده استفاده کرده است.

اوراق مرابحه: اوراق مرابحه، اوراق بهاداری هستند که دارندگان آنها به صورت مشاع مالک دارایی مالی (دینی) هستند که بر اساس قرارداد مرابحه حاصل شده است (موسوبان، بازار سرمایه اسلامی، ص ۴۹۸). یکی از انواع اوراق مرابحه‌ای که توسط دولت منتشر شده، اوراق مرابحه عام است. این اوراق نوع دیگری از اوراق مرابحه است که در آن به بانی این اجازه داده میشود تا منابعی که در ازای انتشار و فروش اوراق بدست می آورد را صرف خرید کالاها و خدمات کند. با این تفاوت که در این نوع اوراق مرابحه کالاها و خدمات از قبل تعیین نمی شود. از طرف دارندگان اوراق به بانی وکالت داده میشود که کالاها و خدمات مورد نیاز خود از محل وجوه جمع آوری شده، خریداری کند و سپس آن را در قالب بیع مرابحه به خود بفروشد.^۱ دولت از انتشار اوراق مرابحه برای خرید کالاها و خدمات مورد نیاز دستگاه‌های اجرایی استفاده می کند.

اوراق سلف موازی استاندارد دولتی: سلف به نوعی فروش گفته می شود که در آن فروشنده بهای کالا را پیشاپیش به صورت نقد دریافت می کند و در مقابل تعهد می کند که کالای مشخص شده را در تاریخ معینی در آینده به خریدار تحویل دهد (بنی هاشمی، ۱۳۸۴، ص ۲۰۵). در تاریخ ۱۳۹۰/۹/۱۹ «دستور العمل اجرایی عرضه و معامله قرارداد سلف نفت» به تصویب هیئت مدیره سازمان بورس رسید. وزارت اقتصادی و دارایی به نمایندگی از دولت جمهوری اسلامی ایران برای تأمین نقدینگی اقدام به فروش اوراق سلف نفتی در بورس انرژی ایران می کند. با توجه به شیوه عملیاتی و چگونگی عرضه به بازار سرمایه، این اوراق را می توان به دو دسته اوراق خزانه اسلامی و صکوک دولتی (شامل اوراق مرابحه عام، سلف، منفعت، اجاره و...) تقسیم کرد. هرچند اوراق خزانه اسلامی کارکرد تسویه بدهی داشته و پس از ثبت در سامانه فرابورس، مستقیم به پیمانکاران طلبکار اعطا می شود، صکوک دولتی به بازار سرمایه و موسسات مالی عرضه شده و نقش تأمین مالی فعالیت های دولتی را ایفا می کند.

پیشینه پژوهش

در رابطه با اوراق بهادار دولتی و انتشار آنها مطالعات متعددی به ویژه در رابطه با طراحی و کارکرد آنها صورت گرفته است. موسویان و خادم الحسینی اردکانی (۱۳۹۱) در پژوهشی با عنوان «مهندسی مالی اسناد خزانه اسلامی» با دسته بندی انواع نیازهای مالی دولت به طراحی سه

۱. کمیته فقهی جلسه شماره ۱۶۶

مدل مالی عملیاتی اسناد خزانه در سررسید و خرج کردی متفاوت پرداخته اند. فیاضی و نظریور (۱۳۹۴) در پژوهشی با عنوان «استفاده از اسناد خزانه اسلامی برای تأمین مالی طرح‌های تملک دارایی‌های سرمایه‌ای دولت» به امکان‌سنجی استفاده از اسناد خزانه اسلامی برای تأمین مالی طرح‌های تملک دارایی‌های سرمایه‌ای دولت پرداخته و نتیجه گرفته اند که استفاده از این اوراق ضمن تأمین اعتبار اجرای طرح‌ها و پروژه‌های عمرانی، از تاخیر در تکمیل و بهره‌برداری این طرح‌ها جلوگیری می‌کند. قلیچ (۱۳۹۴) به بررسی چالش‌های فقهی اوراق مشارکت دولتی برای تأمین مالی طرح‌های عام‌المنفعه می‌دهد و جهت رفع این چالش پیشنهاداتی ارائه می‌دهد. نظریور و صیادی (۱۳۹۶) در پژوهشی با عنوان «شناسایی و رتبه‌بندی ریسک‌های اسناد خزانه اسلامی در بازار اوراق بهادار ایران» به بررسی ریسک‌های مرتبط با انتشار این اوراق پرداخته و در نهایت دریافته اند که ریسک‌های نرخ سود بانکی، نقدشوندگی، تورم، بازارگردانی و نرخ ارز احتمال وقوع و شدت اثر بیشتری دارند. موسوی (۱۳۹۶) در گزارشی با عنوان «آسیب‌شناسی عملکرد اسناد خزانه اسلامی» به آسیب‌شناسی شیوه انتشار، مبانی فقهی و عملکرد اسناد خزانه پرداخته است. وی به آسیب‌هایی همچون تشابه آثار استقراض دولت از بازار سرمایه و بانک مرکزی، اغراق در ظرفیت تقویت ابزارهای بازار پول با تعمیق بازار بدهی، خطر پدید آمدن بازی پونزی و خطر صوری شدن قراردادها اشاره کرده است. کریمی و سلمانی (۱۳۹۶) نیز در گزارشی با عنوان «موانع ملاحظات مربوط به انتشار اوراق بهادار اسلامی دولتی» در بررسی موانع و چالش‌های مرتبط با انتشار اوراق بهادار اسلامی دولتی به تشنگی در اوراق بهادار منتشر شده، عدم تفکیک طرح‌های انتفاعی و غیرانتفاعی، عدم شکل‌گیری بازار ثانویه، عدم شناسایی دارایی‌های دولت جهت پشتوانه‌سازی، نبود سازوکار قابل اطمینان و منبع احتیاطی برای تسویه، عدم هماهنگی نرخ اوراق دولتی و گزینه‌های سرمایه‌گذاری بخش خصوصی، نبود عمق کافی در بازار سرمایه و ضعف در دانش و نیروی تخصصی فرآیند انتشار اوراق اشاره کرده اند. کرمی و بیات (۱۳۹۶) نیز در مقاله‌ای به تحلیل آماری و آسیب‌شناسی اوراق خزانه می‌پردازد. یافته‌های آن‌ها نشان می‌دهد که اسناد خزانه اسلامی برخلاف اسناد خزانه متعارف در کشورهای دیگر بدون ریسک نبوده و از نظر مشارکت‌کنندگان در بازار این اوراق دارای ریسک نکول است و همچنین به منظور انجام عملیات بازار باز، قابل استفاده نیست. هم‌چنین نتایج پژوهش نشان می‌دهد که اسناد خزانه اسلامی بازاری نقدشونده دارد. قلیچ (۱۳۹۷) با استفاده از نمونه‌ی اوراق و کالت منتشره در مالزی محدودیت‌های ابعاد، ارکان و ساختار عملیاتی این اوراق برای اجرا در

اقتصاد ایران می‌پردازد. وی به نتیجه می‌رسد که با استفاده از ظرفیت‌های فقه امامیه، می‌توان الگوی یادشده را توسعه بخشیده و جهت تأمین مالی دولت جمهوری اسلامی ایران مورد استفاده قرار داد. عبادی و بیگدلی (۱۳۹۸) نتیجه‌گیری می‌کنند که اوراق مشارکت بانک مرکزی نسبت به اوراق مشارکت دولتی کارکرد بهتری دارد. صدرایی و همکاران (۱۳۹۸) در پژوهشی با عنوان «نقش اسناد خزانه اسلامی در تحقق مولفه‌ها و اهداف سیاست‌های ابلاغی اقتصاد مقاومتی» نتیجه گرفته‌اند که اسناد خزانه از طریق متأثر نمودن این متغیرهایی همچون حمایت از کسب و کارها و تولید ملی بر تحقق اقتصاد مقاومتی اثر مثبتی دارد. پوررضا و ملکی (۱۳۹۹) در مقاله‌ی «اسناد خزانه اسلامی: ابزاری نوین در تأمین مالی» به بررسی انواع اسناد خزانه اسلامی و مزایای آن پرداخته‌اند. از منظر آنها، این ابزار در تأمین کسری بودجه، تسویه بدهی‌ها به پیمانکاران و بانک‌ها، انضباط بخشی به نظام مالی و توسعه و تعمیق بازار سرمایه و پول نقش مفیدی ایفا می‌کنند. همان‌گونه که مشاهده می‌شود، پژوهش‌های یادشده به بررسی اوراق بهادار دولتی و انتشار آن اشاره کرده‌اند، با این حال اغلب به بررسی چالش‌های استفاده دولت از ابزار بدهی در تأمین مالی فعالیت‌های خود و ارائه راهکار مرتبط با آن نپرداخته‌اند. هرچند پژوهش‌های موسوی (۱۳۹۶) و کریمی ریزی و سلمانی (۱۳۹۶) به آسیب‌شناسی تأمین مالی دولت از انتشار اوراق بهادار اسلامی دولتی پرداخته‌اند، با این حال مشاهدات نشان می‌دهد که با افزایش سهم تأمین کسری بودجه دولت از اوراق بهادار در سال‌های اخیر و توسعه بازار سرمایه، چالش‌های متعدد جدیدی در این حوزه پدید آمده است. افزون بر این مطالعات اغلب به چالش‌های کلان و چالش‌های کارکردی پیشروی اوراق پرداخته و چالش‌های عملیات انتشار و معاملات (که خود به چالش‌های سطح کلان دامن می‌زند) را مدنظر قرار نداده‌اند. از این رو از منظر نظری، ضروری است که در مطالعه‌ای جامع به چالش‌های قانونی، عملیاتی و اجرایی اوراق بهادار دولتی و انتشار آن در کشور پرداخته شده و با رویکردی نظام‌مند، راهکارهای واقع‌بینانه‌ای برای رفع آنها ارائه شود.

روش پژوهش

این مطالعه از نظر هدف کاربردی و از نظر ماهیت توصیفی بوده و رویکرد کیفی پژوهش را دنبال کرده است. همچنین از مطالعه اسناد و مصاحبه به عنوان روش گردآوری و از تحلیل مضمون به عنوان روش تجزیه و تحلیل داده‌ها استفاده شد. مضامین ویژگی‌های تکرار شونده و

متمایزی در متن اند که از نظر پژوهشگر نشان‌دهنده تجربه یا ایده‌ای خاص در رابطه با سوالات اصلی پژوهش هستند (گست، مک کوئین و نامی^۱، ۲۰۱۲). روش تحلیل مضمون در سه سطح مشخص مضامین پایه (کدها و نکات کلیدی موجود در متن)، سازمان‌دهنده (مضامین به دست آمده از ترکیب و تلخیص مضامین پایه) و مضامین فراگیر (مضامین عالی در برگیرنده اصول حاکم بر متن به عنوان یک کل) انجام گرفته و نقشه‌ای کلی از مضامین و رابط میان آن‌ها را ارائه می‌دهد (کمالی، ۱۳۹۷).

به جهت تکمیل مطالعات کتابخانه‌ای، خبرگان مورد مصاحبه با روش گلوله‌برفی انتخاب شده و فرآیند مصاحبه تا رسیدن به اشباع نظری ادامه یافت. خروجی مطالعات با روش تحلیل مضمون بررسی گشته و ۱۵۳ گویه و ۱۸ مضمون پایه‌ای استخراج شد. مضامین پایه‌ای در قالب ۴ مضمون سازمان‌دهنده و ۱ مضمون فراگیر دسته‌بندی شدند. خروجی تحلیل مضمون به گروه کانونی (متشکل از عضو هیات علمی دانشگاه، کارشناسان مرکز پژوهش‌های مجلس و سازمان بورس) ارائه شده و از حیث اعتبار، مورد تأیید قرار گرفت.

جدول ۱. فهرست مصاحبه‌شوندگان پژوهش

ردیف	مسئولیت شغلی	ردیف	مسئولیت شغلی
۱	رئیس اسبق سازمان بورس و اوراق بهادار	۹	مدیر اداره اسناد خزانه شرکت فرابورس ایران
۲	رئیس اداره تأمین مالی و اوراق بهادار اسلامی وزارت امور اقتصادی و دارایی	۱۰	کارشناس امور مالی مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی
۳	مدیر اداره نظارت بر انتشار و ثبت اوراق بهادار بدهی سازمان بورس و اوراق بهادار	۱۱	کارشناس مرکز پژوهش سازمان بورس و اوراق بهادار
۴	مدیر گروه بازارها و ابزارهای مالی مرکز پژوهش سازمان بورس و اوراق بهادار	۱۲	کارشناس شرکت تأمین سرمایه لوتوس پارسین
۵	کارشناس اداره عملیات بازار باز بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران	۱۳	کارشناس شرکت تأمین سرمایه تمدن
۶	معاون برنامه ریزی و توسعه شرکت سپرده گذاری مرکزی	۱۴	مدیر شرکت سرمایه گذاری
۷	مدیر سابق ابزارهای نوین مالی شرکت فرابورس ایران	۱۵	کارشناس امور اقتصادی
۸	مدیر توسعه کسب و کار شرکت فرابورس ایران	۱۶	کارشناس امور اقتصادی

1. Guest, MacQueen & Namey.

چالش‌های انتشار اوراق بهادار دولتی

در جدول ۲ مضامین پایه از متن و مصاحبه‌های انجام شده با خبرگان استخراج شده است. پس از سازمان‌دهی مجدد مضامین پایه، مضامین سازمان‌دهنده و مضامین فراگیر به آن افزوده شده است.

جدول ۲. گزارش مضامین پایه‌ای، سازمان‌دهنده و فراگیر

ردیف	متن	مضمون پایه‌ای	مضمون سازمان‌دهنده	مضمون فراگیر
۱	عدم عرضه زمانمند اوراق صکوک دولتی و اسناد خزانه، منجر به دشواری انجام برنامه‌ریزی لازم و مدیریت موثر بازار توسط سازمان بورس می‌شود	عدم زمان‌بندی منظم در انتشار اوراق	چالش‌های سمت عرضه	چالش‌های اوراق دولتی
۲	هم‌زمان با عرضه اوراق در بازار، مدیریت نرخ توسط بانک مرکزی لازم است. وجود هماهنگی میان ناشران، ناظران و مجریان، لازمی فروش موفق اوراق دولتی است.	عدم هماهنگی نهادهای متولی		
۳	اوراق خزانه اسلامی در کشور با سررسید بالا و بدون اقساط منتشر می‌شود که همین مساله منجر می‌شود تا خریداران تمایل کمتری برای خرید این اوراق را داشته باشد.	سررسید بالای اوراق خزانه و عدم پرداخت کوپن		
۴	اوراق دولتی عموماً در سررسیدهای یکسان منتشر شده و همین مساله منجر می‌شود تا با مطلوبیت طیف وسیعی از افراد همخوانی نداشته باشد.	عدم انتشار اوراق در سررسیدهای متنوع		
۵	سهولت دریافت تسهیلات و نرخ پایین تر آن برای دولت باعث شده است که دولت‌ها بیش از انتشار اوراق، علاقه به استقرار از شبکه بانکی داشته باشند.	عدم جنایات انتشار اوراق دولتی برای دولت		
۶	انتشار اوراق خزانه راه‌حل خوبی برای اقتصاد کشور است. اما ضعف اطلاع‌رسانی وزارت اقتصاد و سازمان بورس در تفکیک انتشار اوراق و معاملات اوراق بلخی، منجر به سوء تفاهم فعالین بازار و فشار رسانه‌ای در این حوزه شده است.	عدم اطلاع‌رسانی مناسب انتشار اوراق بهادار اسلامی در بازار سرمایه		
۷	خریداران اوراق اغلب نمی‌توانند در مواقع بحرانی، دارایی اوراق بهادار خود را به سادگی نقد کنند. به طور کلی نقدشوندگی اوراق بهادار دولتی در بازار سرمایه ما پایین است.	نقدشوندگی پایین اوراق دولتی	چالش‌های سمت تقاضا	

ردیف	متن	مضمون پایه‌ای	مضمون سازمان‌دهنده	مضمون فراگیر
۸	هر چند نسبت بدهی به تولید ناخالص داخلی کشور در مقایسه با سایر کشورها مناسب است، با این حال به دلیل نبود ظرفیت کافی در بازار بدهی، نمی‌توان به خوبی از این فرصت استفاده کرد.	عمق پایین بازار بدهی در کشور		
۹	تلاطم‌های اقتصادی و شیوه ورود دولت به فروش اوراق، باعث شده که موسسات مالی خریدار اوراق بدهی در معرض ریسک بازار هم باشند. تغییرات نرخ سود، تغییرات قیمتی زیادی را برای اوراق بدهی دولت رقم زده است که گاه منجر به زیان دارندگان می‌شود.	نوسان بالای قیمت اوراق در بازار ثانویه		
۱۰	تورم بالای اقتصاد و هم افزایش نرخ سود به تناسب افزایش تورم، موجب زیان خریداران اوراق بدهی می‌شود. چرا که در چنین شرایطی، افزایش هزینه‌ها از درآمد ناشی از اوراق پیشی گرفته و عملاً از ارزش دارایی و قدرت خرید آن‌ها در طول زمان کاسته می‌شود.	نرخ سود واقعی منفی اوراق دولتی برای سرمایه‌گذاران		
۱۱	ابهام در اقتصاد ایران بالاست. ابهامات موجود باعث شده است تا سرمایه‌گذار تمایلی به اخذ موقعیت‌های بلندمدت نداشته باشد و بیشتر به سمت عملیات کوتاه مدت و سفته‌بازی حرکت کند.	تمایلات سفته‌بازانه و نبود چشم انداز اقتصادی واضح		
۱۲	الزام شبکه بانکی به خرید اوراق، منابع بانکی را خشک کرده و بانک‌ها را مجبور به ورود به بازار بین بانکی و استقراض از بانک مرکزی می‌کند. این فرآیند اساس منفعت انتشار اوراق بدهی در جلوگیری از خلق نقدینگی را از بین می‌برد.	خلق نقدینگی در اثر الزام بانک‌ها به خرید اوراق دولتی		
۱۳	در شرایطی که بازار سهام وضعیت مناسبی نداشته و نقدینگی کافی در این بازار نبوده است، انتشار سنگین اوراق در ماه‌های اخیر منجر به آسیب رسیدن به بازار سهام شده است.	آسیب به بازار سهام در اثر انتشار بی‌قاعده اوراق بدهی	چالش‌های کارکردی اوراق	
۱۴	نرخ بالای اوراق دولتی و فاصله کم آن با اوراق شرکی، که تبعاً باید سود بیشتری بدهند، منجر به کاهش جذابیت‌های صکوک شرکی برای سرمایه‌گذاران و برهم خوردن مبنای بازار بدهی شده است.	پدیده جایگزینی و کاهش سهم بخش خصوصی از منابع مالی		

ردیف	متن	مضمون پایه‌ای	مضمون سازمان‌دهنده	مضمون فراگیر
۱۵	طی سنوات اخیر، برخلاف هدف اصلی انتشار اوراق مالی که تأمین منابع لازم برای اجرای طرح‌های عمرانی و زیربنایی است، سهولت استفاده از راه‌حل انتشار اوراق برای تأمین مالی و استفاده بی‌قید و شرط دولت از این راه‌حل منجر خواهد شد تا دولت‌ها دقت و انگیزه‌ی کافی در افزایش درآمدهای واقعی خود نداشته و در بلندمدت به شدت به این ابزار وابسته شوند.	خطر افزایش بی انضباطی مالی دولت		
۱۶	در سال‌های گذشته به دولت اجازه داده شده بود که از منابع سرجمع برای تسویه اوراق سررسید شده استفاده کند. این امر منجر می‌شود حتی اگر خزانه‌داری با مشکل نقدینگی مواجه باشد، تسویه توسط دولت صورت گیرد. در واقع، استفاده از اوراق بهادار دولتی بیش از توجه به انتشار نیازمند تمرکز جدی در مقوله تسویه آن است.	عدم پیش‌بینی منابع جهت بازپرداخت منابع		
۱۷	جبران کاهش ارزش به صورت تیرعی و با خواست بدهکار پذیرفته شده است؛ با این حال برخی گزارش‌ها حاکی از تعیین نرخ کاهش ارزش توسط اداره انتشار اوراق در دولت در جلسه با طلبکاران است. این مساله وجوه پرداختی را شبهه‌ناک می‌کند.	شبهه ربا به دلیل عدم ملاحظات جبران کاهش ارزش	چالش‌های فقهی	
۱۸	مشخص نیست که آیا واقعا عملیات واقعی ضمیمه صکوک دولتی منتشر شده وجود دارد یا خیر؟ از فرآیندهای موجود به نظر می‌رسد که ملاحظات انتشار اوراق اسلامی در انتشار این اوراق جدی گرفته نمی‌شود.	شبهه ربا به دلیل صوری شدن قرارداد اوراق		

در این مطالعه چالش‌های مختلف ناظر به معاملات و تقاضا، فرآیند عرضه، فقهی، رقابتی و همچنین چالش‌های مرتبط با سوءعملکرد دولت در استفاده منابع، چالش‌های اقتصادی کلان و چالش‌های ناظر به آثار جانبی انتشار اوراق استخراج و مورد تحلیل قرار گرفت. اکنون به صورت تفصیلی به بررسی این موارد می‌پردازیم.

چالش‌های سمت عرضه اوراق

۱. عدم زمان‌بندی منظم در انتشار اوراق

به عنوان بخشی از توسعه و نگهداری بازار اوراق بهادار دولتی، مسئولان باید اطلاعات واضح و به موقع در رابطه با ساختار اوراق بدهی عمومی و عملیات‌های خزانه داری تهیه کند که شامل:

تقویم انتشار، مشخصات اوراق منتشر شده، برنامه بازخرید و یا فروش مجدد و موجودی نقدی خزانه می باشد (آی ام آف^۱، ۲۰۰۱). توقف گاه و بیگاه انتشار اوراق یکی از چالش های اساسی انتشار اوراق دولتی در ایران است.

در سایر کشور های دنیا برنامه زمانی انتشار اوراق دولتی در ابتدای سال اعلام می شود. به عنوان مثال در آمریکا و انگلیس وزارت خزانه داری تقویم حراج را پیش از شروع سال میلادی منتشر می کند^۲. این در حالیست که در ایران هیچ تقویم رسمی برای انتشار اوراق منتشر نمی شود. هم چنین گاهی به دلیل تحلیل ها مبنی بر اثرگذاری منفی انتشار اوراق بر بازار سرمایه، انتشار اوراق لغو می شود^۳. این موضوع بازار ثانویه اوراق آسیب رسانده و منجر به کاهش تقاضا می شود. گذشته از تمام این موارد، با توجه به ساختار اوراق خزانه (که اوراق به طور مستقیم به پیمانکاران اعطا می شود)، اساسا بحث از زمان بندی عرضه اوراق به بازار بدهی بی معنی است. چرا که عرضه اوراق به موسسات مالی و سرمایه گذاران بازار سرمایه در گرو تصمیم بعدی پیمانکاران خواهد بود.

۲. عدم انتشار اوراق با سررسیدهای متنوع

ساختار زمانی نرخ بهره که به عنوان منحنی نرخ بازده نیز از آن نام برده می شود، نشانگر نرخ بهره اوراق با سررسیدهای مختلف و با کیفیت یکسان است (ساندرز و گُرنت، ۲۰۲۰، ص. ۲۳۲). ساختار زمانی نرخ بهره نشان دهنده انتظارات فعالان بازار در رابطه با تغییرات آینده نرخ های بهره و ارزیابی آنها از وضعیت سیاست پولی است. معمولا از اوراق دولتی جهت استخراج ساختار زمانی نرخ بهره استفاده می شود. با این حال، به دلیل عدم انتشار اوراق دولتی در سررسیدهای مختلف، استخراج منحنی نرخ بازده در کشور ممکن نیست. از سوی دیگر، بررسی ها نشان داده است که انتشار اوراق با سررسیدهای متنوع دارای اثرات مصرفی جانشینی و تکمیلی اند. بر این اساس، انتشار اوراق با ترکیب های متناسب با رفتار مصرفی می تواند افزون بر افزایش تقاضا برای اوراق، هزینه های دولت در انتشار را نیز کاهش دهد (آلن، کستل و ویتور^۴، ۲۰۲۰).

1. IMF

۲. برای اطلاع بیشتر به تارنمای بانک مرکزی نیویورک (به آدرس newyorkfed.org) و تارنمای بانک انگلستان (به آدرس bankofengland.co.uk) مراجعه کنید.

۳. به عنوان مثال می توان به لغو انتشار اوراق مالی اسلامی دولتی مقرر ۱۸ آبان ماه سال ۱۴۰۰ اشاره نمود.

4. Allen, Kastl & Wittwer.

۳. عدم هماهنگی نهادهای متولی

در تجربه انتشار اوراق دولتی کشور، انتشار اوراق دولتی معمولاً توسط خزانه‌داری دولت‌ها صورت گرفته و بانک مرکزی دخالت کمی در آن داشته است، این در حالیست که انتشار این اوراق مستلزم هماهنگی بالای خزانه‌داری دولت و بانک مرکزی است. چرا که افزون بر تأمین مالی دولت، این اوراق به تعیین متغیرهای مهم بازار پول شامل نرخ بدون ریسک و همچنین منحنی بازدهی نرخ بهره در اقتصاد می‌پردازند (وَجَس^۱، ۲۰۱۴، ص. ۴۰).

ممکن است دولت و بانک مرکزی اهداف سیاستی متفاوتی را دنبال کنند چرا که دولت مسئول سیاست‌های مالی و بانک مرکزی مسئول سیاست‌های پولی است. عدم هماهنگی نهادی موجب می‌شود تا با عرضه اوراق دولتی، نرخ بهره اقتصاد به طور ناگهانی افزایش یابد. تلاطم نرخ بهره افزون بر آثار پولی، انتظارات تورمی جامعه را افزایش داده و موجب افزایش هزینه‌های دولت در تأمین مالی آتی از اوراق بهادار می‌شود (آی‌ام‌اف، ۲۰۰۱). افزایش نرخ بهره حاصل از انتشار اوراق دولتی، افزون بر تداخل در سیاست‌های پولی، بر بازدهی و تلاطم بازارهای سهام و بازارهای کالایی اثر می‌گذارد (منا و توبال^۲، ۲۰۱۸، ص. ۳۳). در چنین شرایطی، کنترل نرخ بهره در بازار باز منجر به افزایش نقدینگی جامعه و به وجود آمدن تورم خواهد شد. افزون بر این، زمان و میزان انتشار اوراق بهادار دولتی همیشه با نیازهای سیاست‌های پولی بانک مرکزی منطبق نبوده و ممکن است دولت هنگامی که بازار نقدینگی لازم را ندارد نیاز به انتشار حجم بالای اوراق بهادار داشته باشد. در چنین شرایطی بانک مرکزی باید تصمیم‌گیری کند که چه میزان نقدینگی در اختیار بازار قرار دهد (آی‌ام‌اف، ۲۰۰۱).

۴. عدم جذابیت انتشار اوراق دولتی برای دولت

صرف نظر از آثار مخرب، روش‌های استقراض از شبکه بانکی و انتشار اوراق بهادار بدهی، در تأمین مالی دولت جایگزین یکدیگر هستند. تفاوت قواعد نرخ‌گذاری تسهیلات بانکی و اوراق بهادار بدهی در سال‌های اخیر شرایطی را رقم زده است که مطلوبیت استقراض از شبکه بانکی به مراتب بیشتر از هزینه انتشار اوراق بدهی است. چرا که نه تنها نرخ سود اوراق بدهی بیشتر از نرخ سود تسهیلات تعریف شده است، بلکه هزینه‌های عملیاتی انتشار، الزامات شفافیت

1. Vajs

2. Menna and Tobal

و هزینه اجتماعی ایجاد شده در سال‌های اخیر (که انتشار اوراق را با ریزش بازار سرمایه مرتبط می‌داند)، بر هزینه‌های صریح و ضمنی انتشار اوراق افزوده است.

۵. عدم اطلاع‌رسانی مناسب انتشار اوراق بهادار اسلامی در بازار سرمایه

با توجه به کارکردها و فرآیند عملیاتی متفاوت صکوک و اسناد خزانه اسلامی به بازار سرمایه، تاثیر این اوراق بر شاخص بازار سهام و سایر متغیرهای اقتصادی متفاوت است. به عنوان مثال، هرچند به گفته برخی خبرگان انتشار صکوک دولتی منجر به جذب منابع مالی از بازار سرمایه می‌شود، اما اوراق خزانه پس از انتشار به طلبکاران تحویل شده و تنها بخشی از آن با وقفه در بازار سرمایه فروخته می‌شود. با این حال عدم اطلاع‌رسانی عمومی مناسب سازمان بورس و اوراق بهادار و بورس‌ها، منجر به اشتباه برخی فعالان بازار در تشخیص انواع اوراق منتشر شده می‌شود.

۶. سررسید بالای اوراق خزانه و عدم پرداخت کوپن

اوراق خزانه‌ای اسلامی با سررسیدهای بیش از یکسال در کشور به صورت تنزیلی به فروش رفته و هیچ‌گونه سود میان دوره‌ای ندارد. اینگونه انتشار اوراق سبب افزایش دیرش^۱ و به تبع آن افزایش حساسیت این اوراق به تحولات متغیرهای اقتصادی و افزایش ریسک می‌شود. پیامد این اتفاق، افزایش بازده مورد انتظار خریداران و کاهش تقاضای اوراق است (ساندرز و گُرت^۲، ۲۰۲۰، ص. ۲۴۹).

چالش‌های معامله و تقاضای اوراق دولتی

۱. نقدشوندگی پایین اوراق دولتی

نقدشوندگی از مهم‌ترین ویژگی‌های اوراق دولتی به شمار رفته و این اوراق به عنوان نقدشونده‌ترین اوراق بهادار شناخته می‌شوند (مشکین و اکینز^۳، ۲۰۱۸). با این حال، اوراق بهادار دولتی در کشور از نقدشوندگی کافی برخوردار نیستند. وجود ریسک نقدشوندگی، نه تنها کاهش تقاضای اوراق را به همراه داشته است، بلکه می‌تواند در شرایط بحران، به آسیب ناشی از هجوم بانکی دامن زند.

1. Duration
2. Saunders and Cornett
3. Mishkin and Eakins

۲. عمق پایین بازار بدهی در کشور

عمق بازار به معنای قابلیت بازار در جذب سفارشات حجیم بدون اثر بر قیمت دارایی است (هایس^۱، ۲۰۲۲). عمق بازار در میزان نقدشوندگی اثر مستقیمی دارد. یکی از ملزومات ایجاد بازار کامل آن است که تعداد بازیگران بازار به قدری زیاد باشد که یک فرد یا شخص حقوقی، نتواند به تنهایی منجر به تغییر قیمت شود. در چنین بازاری، تمامی افراد در بازار اعم از مشتریان و عرضه کنندگان، قیمت‌پذیر بوده و به تنهایی قابلیت تغییر قیمت را نخواهند داشت (کروگمن و ولز^۲، ۲۰۱۸). این مساله معلول عوامل زیادی از جمله جریان عرضه با دوام اوراق از یک سو و وجود سرمایه‌گذاران نهادی بزرگ و حرفه‌ای از سوی دیگر است (لوسیو^۳، ۲۰۰۶).

جدول ۳. تعداد و حجم صندوق‌های فعال در بازار سرمایه در فروردین ۱۴۰۱

(منبع: سایت fipiran.com)

تعداد صندوق	حجم صندوق‌ها	
۹۷	181,830,3 میلیارد ریال	با درآمد ثابت
۲۰	665.17,20 میلیارد ریال	مختلط

در حال حاضر ۹۷ صندوق با درآمد ثابت در بازار کشور هستند (جدول ۳). حجم صندوق‌های فعال در بازار بدهی حدوداً ۳۸۵ هزار میلیارد تومان است. این در حالیست که ۴۶۵ هزار میلیارد تومان انواع اوراق دولتی، شرکتی و شهرداری‌ها منتشر شده است که از حجم صندوق‌ها بیش‌تر است^۴. از این رو جهت افزایش عمق بازار و رسیدن به بازار کامل، تعداد و حجم صندوق‌های سرمایه‌گذاری فعال در بازار بدهی کشور باید افزایش یابد.

۳. نوسان بالای قیمت اوراق در بازار ثانویه

مطالعات نشان داده است که نوسانات موجود در بازدهی اوراق بهادار دولتی، شاخصی توانمند در در پیش‌بینی وضعیت متغیرهای آتی اقتصاد از جمله تغییرات تولید ناخالص داخلی، سطح تولید و مصرف در اقتصاد، نرخ بیکاری و همچنین در کوتاه مدت، وضعیت بازدهی بازار

1. Hayes

2. Krugman and Wells

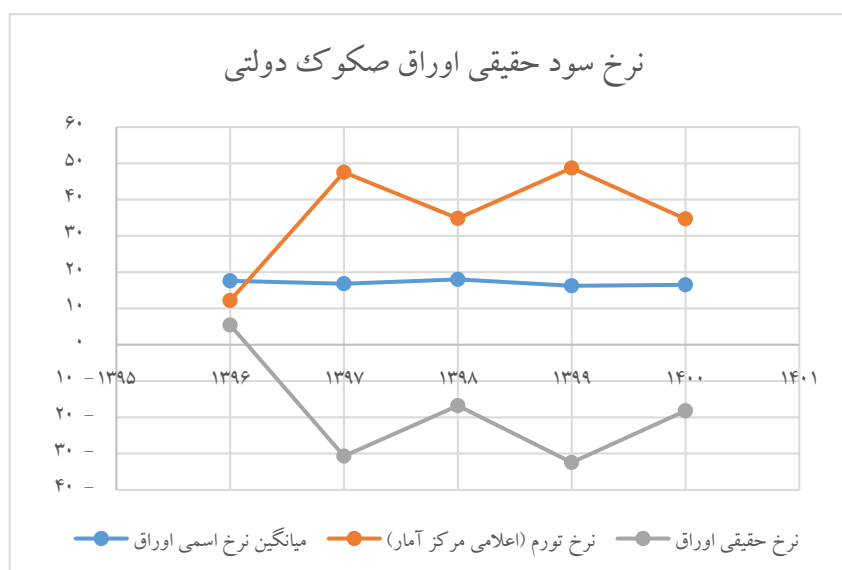
3. Lucio

۴. این آمار از تارنمای سازمان بورس و اوراق بهادار به آدرس seo.ir استخراج شده است.

سرمایه است (کرمرز، فلکشتاین و گاندی^۱، ۲۰۲۱، ص. ۳۴۳). نوسان بالای قیمت اوراق از چالش‌های نگهداشت و معامله اوراق در بازار ثانویه است چراکه موجب افزایش ریسک بازار موسسات مالی خریدار است.

۴. نرخ سود واقعی منفی اوراق دولتی برای سرمایه‌گذاران

نرخ سود اسمی اوراق سنجه دقیقی برای بررسی منفعت سرمایه‌گذاران نبوده و همواره بخشی از سود پرداختی، با وجود اثر تورمی خنثی می‌شود (مشکین، ۲۰۱۹). به دلیل تورم بالا در اقتصاد ایران و منفی شدن نرخ سود حقیقی، خریداران اوراق نه تنها از سرمایه‌گذاری خود سودی نبرده (نمودار ۲)، بلکه بخشی از قدرت خرید خود را نیز از دست می‌دهند. بنابراین سرمایه‌گذاران به شدت ریسک‌گریز نیز تمایلی به خرید اوراق بدهی (اعم از دولتی و غیردولتی) نداشته (صلواتیان و حسینی دولت‌آبادی، ۱۳۹۸) و ترجیح می‌دهند با خرید دارایی‌های مختلف اعم از طلا، دلار و مسکن، منابع مالی خود را سرمایه‌گذاری کنند.



نمودار ۲. نرخ سود واقعی (درصد) اوراق بدهی طی سال‌های مختلف

(منبع: داده‌های سازمان بورس و اوراق بهادار و مرکز ملی آمار کشور)

1. Cremers, Fleckenstein, & Gandhi.

۵. تمایلات سفته‌بازانه و نبود چشم‌انداز اقتصادی واضح

پیش‌بینی‌پذیری اقتصادی و عدم ابهام در آینده اقتصادی کشور، یکی از پیش‌نیازهای اصلی توسعه بازارهای بدهی است. عدم پیش‌بینی‌پذیری اقتصاد، ریسک سرمایه‌گذاری بلندمدت را بالا برده و از حجم آن می‌کاهد. چرا که عدم وجود چشم‌انداز واضح از وضعیت آتی متغیرهای اقتصادی مانند نرخ ارز، از مطلوبیت سرمایه‌گذاری کاسته و به مطلوبیت فعالیت‌های سفته‌بازانه می‌افزاید. تحریم‌های اقتصادی، بحران‌های جهانی (کووید ۱۹، جنگ‌ها و...) و نوسان بالای سیاست‌های دولت منجر به نوسان بالای متغیرهای کلان و ابهام بالای چشم‌انداز اقتصادی کشور شده است.

چالش‌های کارکردی اوراق دولتی

۱. خلق نقدینگی در اثر الزام بانکها به خرید اوراق دولتی

همانطور که گفته شد از مزایای اصلی انتشار اوراق بهادار توسط دولت، جلوگیری از ایجاد تورم در اثر استقراض دولت از بانک مرکزی است. با این حال در صورت الزام بانک‌ها به خرید اوراق دولتی، و درگیر شدن بخش چشمگیری از دارایی‌های بانک در اوراق دولتی، منابع نقد بانک‌ها کاهش پیدا می‌کند. این موضوع منجر به کاهش منابع مازاد در بازار بین بانکی و در نتیجه افزایش نرخ سود در این بازار خواهد شد. بانک مرکزی برای هدایت نرخ سود بانکی در دالان^۱ نرخ سود، مجبور به تزریق نقدینگی در این بازار خواهد شد. این امر در نهایت مزیت مهم انتشار اوراق دولتی (تأمین مالی غیر تورمی دولت) را زیر سوال خواهد برد.

۲. آسیب به بازار سهام در اثر انتشار بی‌قاعده اوراق بدهی

هرچند در نگاه اول، مشتریان اوراق بدهی و اوراق سهام متفاوت است، با این حال اثرگذاری انتشار بی‌قاعده‌ی اوراق بهادار اسلامی دولتی بر نرخ بهره، تبعات منفی را بر بازار سهام به همراه خواهد داشت. افزایش نرخ سود اوراق بهادار اسلامی، به عنوان دارایی بدون ریسک، موجب می‌شود تا تعادل ریسک و بازدهی بازار تغییر کرده و سهم سهام در سبد بهینه سرمایه‌گذاران کاهش یابد (بادی، کین و مارکوس^۲، ۲۰۱۸، صص. ۲۰۵-۲۰۷). هرچند بسته به نوسانات کوچک، تغییرات نسبت بهینه سبد چندان بالا نیست، با این حال به دلیل عمق پایین بازار سرمایه

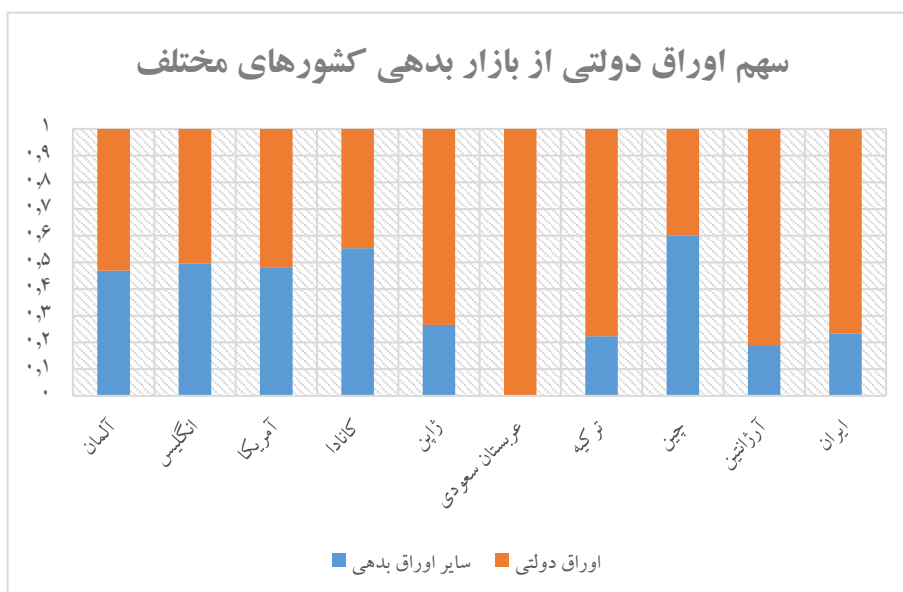
1. Corridor

2. Bodie, Kane & Marcus

کشور، هم‌زمانی انتشار اوراق بهادار اسلامی دولتی در حجم بالا و دوران رکود بازار، منجر به تغییر رفتار نقدینگی موجود و تغییرات محسوس وضعیت بازار خواهد شد.

۳. پدیده جایگزینی و کاهش سهم بخش خصوصی از منابع مالی

اوراق دولتی به عنوان اوراق بدون ریسک شمرده می‌شوند و به همین دلیل پائین‌ترین بازدهی را نسبت به سایر ابزارهای مالی دارند. سایر ابزارها مانند اوراق شرکتی، با توجه به صرف ریسکی که دارند، بازده بالاتری خواهند داشت. با این حال در بازار سرمایه ایران بازده اوراق دولتی و اوراق شرکتی تفاوت چشم‌گیری ندارد. این مساله که از عدم وجود نظام نرخ‌گذاری کارآمد اوراق بدهی در کشور نشأت می‌گیرد، منجر به ناتوانی بخش خصوصی در رقابت با دولت در انتشار و فروش اوراق شده است. اوراق شرکتی بخش کمی از بازار بدهی در کشور را شامل می‌شود (نمودار ۳).



نمودار ۳. سهم اوراق دولتی از بازار بدهی کشورهای مختلف (بی‌آی‌اس، ۲۰۲۲) و (بانک مرکزی ایران، ۱۴۰۰)

جذب منابع سرمایه‌گذاران به اوراق دولتی، در اثر ناکارآمدی نظام نرخ‌گذاری، منجر به پدیده‌ی اثر جایگزینی^۱، یا همان جایگزینی دولت در جذب منابع بخش خصوصی می‌شود (توآتی^۲، ۲۰۲۲) که افزون بر کاهش منابع در دسترس بخش خصوصی، افول کارایی تخصیصی بازارهای مالی را به همراه دارد (هوآنگ، پاگانو و پانیزا^۳، ۲۰۲۰).

۴. خطر افزایش بی‌انضباطی مالی دولت

اختیار تام دولت در انتشار اوراق بهادار در اندازه‌های کلان منجر به عدم مدیریت درست هزینه توسط دولت شده و ممکن است دولت جهت بازپرداخت بدهی خود درگیر غلطاندن^۴ بدهی شود به طوری که با انتشار اوراق جدید، اوراق قبلی خود را بازپرداخت کند (موسوی، ۱۳۹۶، ص. ۲۴). در این صورت دولت نیازمند انتشار بدهی به صورت روزافزون خواهد بود. انجام پرداخت‌های جاری بودجه‌ی عمومی به وسیله انتشار این اوراق و عدم ورود منابع حاصل از انتشار اوراق به طرح‌های عمرانی، چالش موجود را دوچندان می‌کند و افزون بر اینکه بدهی بالایی برای دولت باقی می‌گذارد، درآمدهای آتی نیز به همراه نخواهد داشت.

۵. عدم پیش‌بینی منابع به منظور بازپرداخت منابع

عدم پیش‌بینی منابع برای بازپرداخت بدهی‌ها منجر به پایداری سطح بدهی‌های دولت خواهد شد و در نتیجه دولت هر ساله مجبور می‌شود برای بازپرداخت بدهی‌های قبلی، اقدام به انتشار اوراق بهادار جدید کند. این مساله به وابستگی بلندمدت دولت به انتشار روزافزون اوراق خواهد افزود. عدم پیش‌بینی منابع درآمدی آتی برای بازپرداخت اوراق، ریسک اعتباری اوراق را و بازدهی مورد انتظار خریداران را افزایش می‌دهد. در کشورهای دیگر اداره مدیریت بدهی دولتی (که تحت نظر خزانه‌داری فعالیت می‌کند) وظیفه دارد تا افزون بر اطمینان از تأمین منابع مالی مورد نیاز دولت از امکان بازپرداخت اطمینان حاصل کند (جانسون و پاپیوآنو^۵، ۲۰۱۸، ص. ۶).

-
1. Crowding out effect
 2. Touati
 3. Huang, Pagano & Panizza
 4. Roll over
 5. Jonasson and Papaioannou

چالش‌های فقهی اوراق

۱. شبهه ربا به دلیل صوری شدن قرارداد اوراق دولتی

کارکرد اصلی اوراق خزانه اسلامی تعریف شده توسط کمیته فقهی سازمان بورس، ایجاد ابزار پرداخت مطالبات دولت به پیمانکاران با استفاده از مزایای بازار سرمایه بوده است. 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 کنند. با این حال دولت در حال حاضر، به سمت کارکرد متعارف اسناد خزانه یعنی «تأمین مالی برنامه ریزی شده کسری بودجه» رفته است. این درحالی است که یکی از دلایل عدم موافقت برخی فقها نظیر امام خمینی (ره) با «بیع دین به شخص ثالث»، دغدغه صوری شدن بیع دین با نیت استقرار ربوی است (موسوی، ۱۳۹۶، ص. ۲۵).

۲. شبهه ربا به دلیل عدم ملاحظات جبران کاهش ارزش

مطابق مصوبه فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار، اگر دولت بخواهد می تواند قدرت خرید را از زمان انتشار تا سررسید اوراق خزانه حفظ کند. اما این افزایش مبلغ، در متن قرارداد با پیمانکاران نیز نباید درج شود بلکه باید داوطلبانه و از باب حسن وفا باشد. در حقیقت، مستحب است که بدهکار بابت تاخیر تسویه حساب یا هر انگیزه دیگری، با خواست خود و بدون تعهد قبلی، مبلغ بازپرداخت خود را افزایش دهد.

افزایش مبلغ به اصل بدهی مسجل شده، باید با تصویب قانون و تأیید شورای نگهبان باشد ولی نباید این افزایش مبلغ، در متن قرارداد پیمانکاران ذکر شود. بلکه می‌بایست داوطلبانه و از باب حسن وفا باشد. به بیان دیگر این افزایش مبلغ بدهی برای حفظ قدرت خرید، باید به صورت یک تکلیف قانونی باشد نه یک قرارداد حقوقی بین دولت و پیمانکاران (کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار، جلسه ۱۳۹). چرا که افزایش مبلغ بدهی در ازای تمدید مهلت از اقسام ربای جاهلی است (طوسی، ۱۳۸۷، ص. ۱۲۱). اما در صحنه عمل وزارت اقتصاد در مذاکراتی که با پیمانکاران دارد، حفظ قدرت خرید تا زمان انتشار اسناد خزانه را تعیین می‌کنند. اگر چه این نرخ در متن قرارداد وارد نمی‌شود، با این حال سبب بروز شبهه ربای جاهلی در اسناد خزانه می‌شود.

راهکارها

به جهت پاسخ به چالش‌های عنوان شده، راهکارهای زیر ارائه می‌شود.

۱. استفاده از سازوکار معامله گر اولیه

استفاده از معامله گر اولیه راه حل مناسبی برای پاسخ به بسیاری از چالش های مطرح شده است. در سایر کشور های دنیا جهت ساختاردهی مناسب به بازار ثانوی اوراق، از یک معامله گر اولیه در فرآیند انتشار اوراق استفاده می شود. این نهاد مالی وظیفه دارد اوراق را به صورت عمده از دولت خریداری نموده و به صورت خرد در بازار به فروش رساند (آلن و همکاران، ۲۰۲۰). معامله گری اولیه در توافقی میان دولت (اداره مدیریت بدهی دولت) و فروشندگان عمده و با هدف حمایت از عملکرد و توسعه بازارهای اولیه و ثانویه اوراق دولتی منعقد می شود. معامله گران اولیه، واسطه های مالی بزرگی هستند که برای ایفای نقش تخصصی در بازار اوراق بهادار دولتی انتخاب شده اند (آرنون و یوگلینی^۱، ۲۰۰۵). این موسسات در ازای دریافت برخی امتیازات، تعهدات یا وظایفی خاصی شامل موارد زیر را برای انتشار اوراق بهادار دولتی انجام دهند:

۱. عمل به عنوان واسطه خزانه دولت و سرمایه گذاران بازار؛
۲. توزیع اوراق بهادار با جذب منافع سرمایه گذاران قبل از انجام حراج و از طریق پیش فروش؛
۳. فراهم کردن فوری نقدینگی در بازارهای اولیه و ثانویه؛
۴. ارائه خدمات بازارگردانی اوراق بهادار دولتی؛
۵. کمک به کشف کارآمد قیمت با تشکیل بازار بادوام و سازمان دهی واسطه ها؛
۶. اطلاع رسانی و آموزش به سرمایه گذاران در رابطه با مزایای اوراق دولتی؛
۷. مشاوره به دولت برای تنظیم زمان بندی انتشار اوراق و مفاد قرارداد به شکل بهینه (جملوک^۲، ۲۰۱۰، صص. ۱۵-۱۹).

استفاده از معامله گران اولیه در انتشار اوراق دولتی، افزون بر آثار مثبتی که بر تنظیم زمان بندی انتشار اوراق بهادار دولتی خواهد داشت، تعاملات میان نهادی را سهولت بخشیده و به بازار سرمایه در مدیریت نقدینگی بهتر اوراق کمک خواهد نمود. نقدشوندگی بیشتر منجر به بهبود کارکرد کشف قیمت و همچنین کاهش ریسک نگهداری اوراق توسط سرمایه گذاران شده (پوتر^۳، ۲۰۱۵) و به از افزایش نرخ سود مورد انتظار خریداران جلوگیری خواهد کرد (پرونکرت^۴، ۲۰۲۰، ص. ۱۸).

1. Arnone & Ugolini
2. Gemloc
3. Potter
4. Preunkert

در نهایت، تجربه استفاده از معامله گران اولیه در کشور هند نشان داده است که وجود این نهادها موجب توسعه بیش از پیش بازارها می شود. چرا که این معامله گران با بازیابی و فروش اوراق میان طیف گسترده تری از سرمایه گذاران نهادی شده و سبد مشتریان اوراق را توسعه می دهد. همچنین ارتباط نزدیک و تخصصی تر معامله گران اولیه با سرمایه گذاران، دانش ضمنی مناسبی را برای این نهادها به وجود می آورد که در زمان بندی عرضه، طراحی قرارداد و تنظیم سررسیدها به کمک ناشران خواهد آمد (پدمانابهان^۱، ۲۰۱۵).

۲. استفاده از بازارگردان در مدیریت عرضه و تقاضای ثانویه

راه حل استفاده از معامله گر اولیه بیشتر با اوراق صکوک دولتی ارتباط داشته و عملاً با توجه به فرآیند انتشار اسناد خزانه اسلامی، استفاده بهینه از آنها ممکن نیست. چرا که در الگوی انتشار اسناد خزانه اسلامی، اوراق مورد نظر مستقیماً و به طور موردی، به طلبکاران دولت اعطا می شود. با این حال به دلیل چالش نقدشوندگی اسناد خزانه اسلامی در بازار ثانویه همچنان نیازمند حضور بازارگردان خواهیم بود. بازارگردان از معامله گران حاضر در بازار است که مسئولیت تأمین نقدشوندگی دو طرفه را پذیرفته و اجرایی می کند (پوسر^۲، ۲۰۲۱، ص. ۲).

استفاده از بازارگردان در بازار اسناد اوراق خزانه اسلامی منجر به افزایش نقدشوندگی این اوراق، بهبود کشف قیمت و همچنین کاهش نوسانات قیمتی خواهد شد. لازم به بیان است که افزون بر در اختیار داشتن سبد متنوعی از اسناد خزانه اسلامی با سررسیدهای مختلف، وجود ابزار موثر پوشش ریسک نرخ بهره نیز برای بازارگردانی اسناد خزانه الزامی است. چرا که در غیراینصورت، ریسک های موجود در معاملات کوتاه مدت اوراق بدهی، موسسات مالی را از قبول جایگاه بازارگردانی بر حذر داشته و یا در فعالیت آنها اختلال ایجاد می کند (آی ام اف، ۲۰۰۱).

۳. افزایش هماهنگی قانونی و نهادی در انتشار اوراق بهادار اسلامی دولتی

انتشار اوراق بهادار دولتی علاوه بر تأمین مالی دولت، در تعیین متغیرهای مهم بازار پول شامل نرخ بدون ریسک و همچنین منحنی بازدهی نرخ بهره در اقتصاد اثر گذارند (وَجَس، ۲۰۱۴، ص. ۴۰). بنابراین نیاز است تا خزانه داری دولت پیش از انتشار اوراق در بازار، هماهنگی لازم را با نهادهای ناظر بازار پول و بازار سرمایه برقرار سازد.

1. padmanabhan

2. Poser

لازم به ذکر است که با توجه به چالش‌های پیش آمده پیرامون اوراق بهادار دولتی در سال ۱۴۰۰، به موجب قانون بودجه سال ۱۴۰۱، کمیته‌ای متشکل از سازمان برنامه بودجه و وزارت امور اقتصادی و دارایی و بانک مرکزی با هدف مدیریت تبعات احتمالی انتشار اوراق بهادار اسلامی دولتی تشکیل شده است، با این حال با توجه به دائمی نبودن قانون بودجه، نهادسازی لازم جهت هماهنگی بلندمدت صورت نخواهد گرفت. از این رو پیشنهاد می‌شود تا سازوکار قانونی دائمی در این راستا تهیه و تصویب شود. همچنین با توجه به اثرات متقابل بازار سرمایه و اوراق بهادار اسلامی دولتی، عضویت سازمان بورس و اوراق بهادار در چنین کمیته‌ای توصیه می‌شود. این کمیته وظیفه دارد تا با تشریک مساعی نهادهای دخیل، فرآیند اتخاذ تصمیم انتشار اوراق را تعیین تکلیف کند.

۴. اطلاع‌رسانی برنامه سالانه انتشار اوراق در ابتدای سال

اطلاع‌رسانی تقویم انتشار اوراق بهادار دولتی به صورت سالانه یا فصلی راه‌حلی است که بسیاری از کشورها به جهت افزایش پیش‌بینی‌پذیری بازارها در پیش گرفته اند.^۱ اینگونه اطلاع‌رسانی‌ها منجر به تعدیل انتظارات فعالین اقتصادی در رابطه با متغیرهای با اهمیت اقتصاد از جمله وضعیت نقدینگی و نرخ بهره خواهد شد. همچنین اطلاع‌رسانی برنامه انتشار منجر به هماهنگی بیشتر نهادهای ذی‌ربط و همراهی بهتر آن‌ها در تحقق اهداف تأمین مالی دولت است. اطلاع‌رسانی موسسات مالی از زمان‌بندی اوراق دولتی منجر می‌شود تا متقاضیان خرید اوراق با برنامه‌ریزی بهتر، منابع لازم را فراهم آورده و خرید خود را انجام می‌دهند. در نهایت، این مساله منجر به امکان پیش‌فروش اوراق توسط معامله‌گران اولیه خواهد شد که در نتیجه اختیار عمل بهتری به آن‌ها برای تنوع‌بخشی به مشتریان و کشف قیمت بهتر ارائه می‌کند (بروکس، کیم و یانگ^۲، ۲۰۱۴).

۵. افزایش عمق بازار بدهی با تقویت فناوری مالی

کسب‌وکارهای فین‌تک^۳ با ارائه خدمات شخصی‌سازی شده و قابل فهم، مشتریان بیشتری را به جذب خدمات متنوع مالی می‌کنند. ظهور این کسب‌وکارها تاثیر مثبتی در افزایش میزان

۱. برای مثال به وبسایت وزارت خزانه‌داری آمریکا (به آدرس treasury.gov) مراجعه کنید.

2. Brooks, Kim, & Yang

۳. مفهوم «فین‌تک» به کاربرد فناوری‌های جدید و مدل‌های کسب‌وکار نوآورانه در ارائه خدمات مالی اشاره دارد (موگانینی و همکاران، ۲۰۲۲).

پس انداز و همچنین مشارکت مردم در بازارهای مالی شده است (گارگانو و روسی^۱، ۲۰۲۱، ص. ۲). فین تک‌های مدیریت مالی شخصی با استفاده فناوری هوش مصنوعی، به بررسی وضعیت درآمد و خرج کرد روزانه افراد پرداخته و پیشنهاداتی برای بهبود الگوی مصرف و افزایش پس انداز، برنامه ریزی دوران بازنشستگی و سرمایه گذاری در صندوق های سرمایه گذاری (شامل صندوق های با درآمد ثابت) ارائه می کند. از سوی دیگر، موسسات مالی مختلف از جمله شرکت های سبدگردانی و صندوق های سرمایه گذاری با استفاده از فناوری اینترنت و تلفن همراه هوشمند، خدمات خود را به جامعه هدف نزدیک تر کرده و مشتریان بیشتری را جذب می کنند. در نتیجه وجوه نقد بیشتری به بازارهای مالی هدایت شده و عمق بازارها افزایش می یابد (موگانی، یان، یین، سان، گونگ و تقی زاده حصاری^۲، ۲۰۲۲).

۶. پرداخت کوپن در اسناد خزانه با سررسید بیش از یک سال

ارائه اسناد خزانه دارای کوپن راه حلی مناسب برای کاهش دیرش اسناد و کاهش بازدهی مورد انتظار خریداران خواهد بود. با توجه به اینکه تنزیل دین می تواند به صورت تدریجی بوده و الزامی به پرداخت دفعی آن نیست، از منظر فقهی نیز اشکالی به این راهکار مترتب نیست (کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار، جلسات ۱۸۲ تا ۱۸۴).

۷. انتشار اوراق در سررسیدهای متنوع

انتشار اوراق در سررسیدهای متنوع به استخراج ساختار زمانی نرخ سود کمک می کند. از سوی دیگر، با توجه به اثرات اقتصادی جانشینی و تکمیلی اوراق با سررسیدهای متنوع، ایجاد سبدهای از ترکیب بهینه اوراق با سررسیدهای مختلف در افزایش مطلوبیت خریداران اثرگذار بوده و با افزایش تقاضا، هزینه تأمین مالی دولت را کاهش خواهد داد (آلن و همکاران، ۲۰۲۰). به خصوص در بازارهای نوظهور، توجه به اولویت های عملیاتی در تنوع بخشی به سررسیدهای اوراق منتشر شده اهمیت بالایی دارد. بسیاری از کشورها انتشار اوراق کوتاه مدت را در اولویت اجرایی خود قرار داده و پس از موفقیت در این مرحله، سررسیدهای بلندمدت تر را امتحان می کنند. دلیل این مساله را می توان در اعتماد سرمایه گذاران، سطح سواد مالی و توانایی تحلیل آنان و همچنین عمق بازار جستجو کرد. اوراق بلندمدت با توجه به دیرش و اغلب

1. Gargano and Rossi

2. Muganyi, Yan, Yin, Sun, Gong, & Taghizadeh-Hesary.

اندازه بیشتر، نیازمند بازارهایی با تعداد سرمایه‌گذاران نهادی بیشتر و ابزارهای متنوعی مانند قرارداد بازخرید خواهند بود (آی‌ام‌اف، ۲۰۰۱).

۸. ایجاد سامانه اطلاع‌رسانی اوراق بهادار اسلامی

ایجاد سامانه اطلاع‌رسانی بازار بدهی به طور مستقل، ساده و در لحظه توسط سازمان بورس و اوراق بهادار، تا حد زیادی می‌تواند در حل مشکل ضعف در گردش اطلاعات موثر باشد. انتشار اطلاعاتی مانند زمان‌بندی انتشار انواع اوراق بدهی دولتی و شرکتی، حجم اوراق بدهی منتشر شده به تفکیک بدهی و دولتی و میزان تبادل آن‌ها در بازار ثانویه، نسبت ورود اسناد خزانه اسلامی منتشر شده به بازار ثانویه، نرخ اوراق، نرخ بازدهی تا سررسید اوراق بدون ریسک با سرسیدهای مختلف، به همراه معرفی صندوق‌های سرمایه‌گذاری و محتوای آموزشی مرتبط با سرمایه‌گذاری مستقیم و غیرمستقیم در بازار بدهی در چنین سامانه‌ای مورد نیاز خواهد بود.

۹. اصلاح نظام نرخ‌گذاری اوراق بهادار اسلامی

اصلاح نظام نرخ‌گذاری اوراق مستلزم توسعه و تعمیق بازار بدهی و موسسات مرتبط با آن از جمله موسسات تأمین سرمایه، صندوق‌های سرمایه‌گذاری و موسسات رتبه‌بندی به همراه افزایش سطح آشنایی فعالان بازار با اقتضائات بازار بدهی است. همچنین لازم است تا نهادهای نظارتی از ورود به نرخ‌گذاری اوراق احتراز کرده و تا حد امکان تعیین نرخ را به عرضه و تقاضای میان ناشران و سرمایه‌گذاران واگذار کرده و ساختار رقابت انحصاری را در بازار صکوک پیاده کنند. در این صورت، با عدم دخالت دولت و کاهش تعارضات موجود در عرصه نرخ‌گذاری، بهبود کیفیت صکوک عرضه شده و ارتقای شاخص‌های عملکردی بازار اوراق بدهی خواهد شد (حسن‌زاده سروستانی، قزلباش، رستمی‌پور و قوام، ۱۳۹۹، ص. ۱۷۹-۱۸۱).

۱۰. عدم اجبار نظام بانکی به خرید اوراق

پیشنهاد می‌شود که نه تنها از اجبار شبکه بانکی (به ویژه بانک‌های زیان‌ده) به خرید اوراق جلوگیری شود، بلکه با مشورت بانک مرکزی و با توجه به وضعیت نقدینگی بازار بین بانکی، به طور فصلی نسبتی خاص برای حداکثر میزان بدهی قابل نگهداشت توسط بانک‌ها ارائه گردد. این نسبت می‌تواند بسته به میزان کفایت سرمایه و یا خالص میزان نقدینگی هر بانک متفاوت تعریف شود.

۱۱. استفاده از قراردادهای نوآورانه انتشار اوراق بهادار اسلامی دولتی

با پوشش نیازهای بیشتر، استفاده از قراردادهای نوآورانه (مانند اوراق شاخص پیوند و اوراق مصون از تورم) منجر به افزایش تقاضا و توسعه بازار اوراق بهادار دولتی می‌شود. اوراق شاخص پیوند در سال‌های اخیر به مراتب در کشورهای عضو سازمان همکاری و توسعه اقتصادی^۱ با موفقیت آزموده شده است. در ایران نیز قابلیت استفاده از ابزار مشابه، که قابلیت پوشش تورم را به دولت داده باشد (کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار، جلسه ۱۳۹) و یا انتشار اسناد شاخص پیوند و اسناد قابل تبدیل به سهام (کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار، جلسات ۱۸۲ تا ۱۸۴) توسط کمیته فقهی تأیید شده است.

با این حال باید توجه نمود که تنوع بسیار بالای ابزارهای ارائه شده به بازار نیز ممکن عوارضی چون افزایش پیچیدگی و چندبخشی شدن بازار را به همراه خواهد داشت (آی‌ام‌اف، ۲۰۰۱). بنابراین دولت‌ها باید با تحلیل اقتضائات محیطی، مطلوبیت‌های سرمایه‌گذاران را به خوبی بررسی کرده و سپس اقدام به ارائه اوراق جدید کنند.

۱۲. توسعه ابزاری بازار اوراق بهادار اسلامی دولتی

در کنار نوآوری در اوراق، توسعه ابزارهای معاملاتی نیز اهمیت بالایی دارد. به عنوان مثال، ابزاری مانند قرارداد بازخرید به سرمایه‌گذاران کوچک‌تر یا کوتاه‌مدت‌تر کمک خواهد کرد تا با پوشش ریسک بازار و ریسک نقدینگی خود، با اطمینان بیشتری در اوراق بلندمدت سرمایه‌گذاری کرده (کُرادین و مادالونی^۲، ۲۰۱۹) و بر نقدشوندگی اوراق بهادار دولتی اثر مثبتی دارد (فريتچ، گریل و لمبرت^۳، ۲۰۲۰، صص. ۳۹-۴۰). یا ایجاد بستر فنی و قانونی معاملات «هنگام صدور»^۴ افزون بر تخصیص بهتر اوراق بهادار دولتی میان سرمایه‌گذاران مختلف، به کشف قیمت بهتر اوراق (آی‌اُس کو^۵، ۲۰۰۲، ص. ۲۲)، افزایش کارایی بازارها و همینطور کاهش ریسک معامله‌گران اولیه (بروکس و همکاران، ۲۰۱۴، ۲. ۲۶۸) کمک می‌کند.

از سوی دیگر، هرچند تأمین مالی دولت به انتشار نقدی اوراق معطوف است، توسعه ابزار مشتقه مرتبط مانند قراردادهای آتی، اختیار معامله و تاخت نرخ سود این اوراق، به افزایش

1. Organization for Economic Cooperation and Development (OECD)

2. Corradin & Maddaloni

3. Fritsche, Grill, & Lambert.

۴. When issued: به توافق‌نامه معامله بر اوراق بهاداری گفته می‌شود که هنوز منتشر نشده و قابل خرید و فروش نیست (چن، ۲۰۲۱).

5. IOSCO

کارایی، جذب سرمایه‌گذاران بیشتر (به دلیل امکان پوشش ریسک) و افزایش نقدشوندگی منجر می‌شود (آی‌سی‌دی، بانک جهانی و آی‌ام‌اف^۱، ۲۰۰۷). بنابراین پس از بسترسازی معاملات نقدی، تنظیم گران نیاز است اقدامات لازم توسعه ابزار مشتقه را فراهم آورند.

بحث و نتیجه‌گیری

رشد پرسرعت هزینه‌های عمومی در کنار ناپایداری درآمدهای نفتی متأثر از تحریم‌های اقتصادی و نوسانات قیمت نفت سبب تشدید کسری بودجه دولت در سال‌های اخیر شده است. انتشار اوراق بهادار دولتی سهمی مهم در تأمین کسری بودجه کشورهای مختلف ایفا می‌کند. باتوجه به ربوی‌بودن انواع اوراق خزانه متعارف، صکوک و اسناد خزانه اسلامی به‌عنوان جایگزین اوراق خزانه متعارف در جمهوری اسلامی ایران طراحی شده و در سال‌های اخیر مورد استفاده قرار گرفته است. بررسی وضعیت بدهی‌های دولت به تولید ناخالص داخلی و مقایسه آن با سایر کشورهای جهان، نشان از ظرفیت بالای انتشار اوراق بهادار در تأمین مالی و فرصت دولت در تأمین مالی فعالیت‌های مولد خود از این محل دارد.

با وجود تجربه چند ساله انتشار اوراق بهادار اسلامی دولتی در کشور و اصلاح و بهبود چندباره فرآیندهای مرتبط با آن، همچنان تأمین مالی از این محل با چالش‌هایی جدی روبه‌رو است که پایداری دسترسی دولت به این منبع تأمین مالی را با ابهام روبرو کرده است. نظر به اهمیت بالای موضوع، این پژوهش را با هدف شناسایی جامع چالش‌های تأمین مالی دولت از اوراق بهادار اسلامی و ارائه راهکارهای اصلاحی آغاز کردیم. در مقاله حاضر با اتخاذ رویکردی کاربردی به انجام مطالعات کتابخانه‌ای و مصاحبه با خبرگان و صاحبان تجربه پرداختیم. سپس با استفاده از فن تحلیل مضمون، چالش‌های مختلف ناظر به سمت عرضه، سمت تقاضا، کارکردی و فقهی اوراق دولتی را استخراج و تحلیل کردیم. عموم چالش‌ها به عدم بلوغ بازار بدهی کشور، نرخ‌گذاری نامتناسب اوراق بهادار، عدم هماهنگی و همچنین بی‌دقتی دولت در زمان‌بندی و عدم استفاده از ابزار متنوع مناسب مرتبط بوده است.

سپس به ارائه راهکارهایی عملیاتی جهت بهبود چالش‌ها پرداخته شد و راه‌حل‌های زیر برای بهبود چالش‌های موجود ارائه شد؛ استفاده از بازارگردان برای اوراق خزانه و استفاده از

1. OECD, World Bank, & IMF

معامله گر اولیه در سایر اوراق، افزایش هماهنگی قانونی و نهادی در انتشار از طریق ایجاد کمیته انتشار اوراق بهادار و تصویب قانون دائمی مرتبط، اطلاع رسانی برنامه انتشار اوراق در ابتدای سال، تقویت عمق بازار با بهره گیری از فینتک ها، پرداخت کوپن در اسناد خزانه با سرسید بیش از یک سال، انتشار اوراق در سرسیدهای متنوع، فرهنگ سازی و ارتقاء سواد مالی، عدم اجبار شبکه بانکی به خرید اوراق، ایجاد سامانه اطلاع رسانی اوراق بهادار اسلامی، اصلاح نظام نرخ گذاری اوراق بهادار، استفاده از قراردادهای نوآورانه و توسعه ابزار معاملاتی به عنوان راهکارهای اصلاحی فرآیندهای موجود ارائه شد. به نظر می رسد با پیاده سازی صحیح این موارد و حل شدن چالش های موجود، فرصت پایداری برای استفاده دولت از ابزار انتشار اوراق فراهم شود. پیشنهاد می شود که در پژوهش های آتی راه حل های ارائه شده و چالش های پیاده سازی آنها مورد بررسی قرار گیرد.

منابع

- بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران (۱۴۰۰)، گزارش شاخص‌ها و نماگرهای بازار اوراق بهادار تهران، تهران.
- بنی هاشمی خمینی، محمد حسن (۱۳۸۵)، توضیح المسائل مراجع تقلید، قم: جامعه مدرسین حوزه علمیه قم، دفتر انتشارات اسلامی.
- حسن‌زاده سروستانی، حسین؛ سرشار، مهدی‌یار. (۱۳۹۱). مطالعه تطبیقی اوراق مشارکت منتشره در ایران و صکوک مشارکت. *تحقیقات مالی/اسلامی*، ۱۲(۱)، ۶۹-۹۸.
- حسن‌زاده سروستانی، حسین؛ قزلباش، محمد؛ رستمی‌پور، علی و محمدحسین قوام. (۱۳۹۹). آسیب‌شناسی صکوک بانکی و ارائه راهکار بازار صکوک رقابتی در تجهیز منابع نظام بانکی ایران. *فصلنامه علمی/اقتصادی/اسلامی*، ۸۱، ۱۵۷-۱۸۹.
- حسینی، محمدرضا. (۱۳۹۷)، تحلیل فقهی و حقوقی اسناد خزانه اسلامی (نوع اول)، *دوفصلنامه علمی پژوهشی تحقیقات مالی/اسلامی*، دوره ۸، شماره ۱۵، صص ۱۹۷-۲۲۲.
- سلمانی، یونس؛ یاوری، کاظم؛ اصغری‌پور، حسین؛ سحابی، بهرام. (۱۳۹۷). اثرات انواع بدهی‌های دولت بر بازار سهام در ایران: ضرورت توسعه ابزارهای مالی اسلامی دولتی. *فصلنامه بورس اوراق بهادار*، ۱۱(۴۲)، ۹۶-۱۳۵.
- صلواتیان، محمدامین؛ سیدمهدی حسینی دولت‌آبادی. (۱۳۹۸). چالش‌های تأمین مالی بنگاه‌ها از طریق انتشار صکوک (اوراق مالی اسلامی). تهران: مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی.
- صمصامی، حسین؛ داودی، پرویز و جلال جهانی گوروان. (۱۳۹۳). هزینه‌های خلق پول در نظام بانکداری متعارف و راهکار تأمین مالی اسلامی. *پژوهشنامه/اقتصادی*، ۵۵(۴)، ۷۱-۱۰۴.
- طوسی، ابوجعفر محمد بن حسن. (۱۳۸۷). *المبسوط فی الفقه الامامیه*. تهران: المكتبة المرتضوية لإحياء الآثار الجعفرية.
- کمالی، یحیی. (۱۳۹۷). روش‌شناسی تحلیل مضمون و کاربرد آن در مطالعات سیاست‌گذاری. *سیاست‌گذاری عمومی*، ۸(۲)، ۱۸۹-۲۰۸.
- کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار. (۱۳۹۵). جلسه ۱۳۹.
- کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار. (۱۳۹۷). جلسات ۱۸۲، ۱۸۳ و ۱۸۴.
- مجلس شورای اسلامی، قانون بودجه سال ۱۳۹۶
- معصومی مطلبی؛ عزیزاده، محمد و سجاد فرجی دیزجی. (۱۳۹۸). برآورد اقتصاد سایه و فرار مالیاتی با استفاده از متغیرهای انضباط مالی دولت. *فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد مقداری*، ۶۹-۱۰۰.

مقصودی، مجتبی؛ اسلامی بیدگلی، سعید؛ خطیر، امیررضا. (۱۴۰۱). بررسی نقش دولت در توسعه بازار سرمایه ایران (۱۳۸۴ تا ۱۳۹۶ ه.ش). فصلنامه بورس اوراق بهادار، ۱۵(۵۷)، ۴۶۱-۴۹۴.

موسوی، سیدسعید. (۱۳۹۶). آسیب شناسی عملکرد اسناد خزانه اسلامی. تهران: مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی.

References

- Allen, J., Kastl, J., & Wittwer, M. (2020). *Primary Dealers and the Demand for Government Debt*. Ontario: Bank of Canada.
- Arnone, M., & Ugolini, P. (2005). *Primary Dealers in Government Securities*. Washington D.C: International Monetary Fund.
- BIS. (2022, Feb 28). *Debt securities statistics*. Retrieved from Bank of International Settlement: <https://www.bis.org/statistics/secstats.htm>
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. (2018). *Investments*. New York: McGraw-Hill Education.
- Brooks, R. M., Kim, Y. H., & Yang, J. J. (2014). What Makes When-Issued Trading Attractive to Financial Markets? *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 23(5), 245-271. doi:<https://doi.org/10.1111/fmii.12020>
- Chen, J. (2021, August 25). *When Issued – WI*. Retrieved from Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/w/wi.asp>
- Corradin, S., & Maddaloni, A. (2019). *The importance of being special: repo markets during the crisis*. Frankfurt: European Central Bank.
- Cremers, M., Fleckenstein, M., & Gandhi, P. (2021). Treasury yield implied volatility and real activity. *Journal of Financial Economics*, 140(2), 412-435. doi:<https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2020.12.009>
- Fritsche, J. P., Grill, M., & Lambert, C. (2020). *Bond market liquidity and swap market efficiency – what role does the repo market play?* Frankfurt: European Central Bank.
- Gargano, A., & Rossi, A. (2021). *Goal Setting and Saving in the FinTech Era*.
- Gemloc. (2010). *Primary Dealer Systems*. Washington D.C.: The World Bank.
- Guest, G., MacQueen, K., & Namey, E. (2012). *Applied Thematic Analysis*. London: Sage Publications.
- Hasanzadeh Sarvestani, H., & Sarshar, M. (2012). A Comparative Study of Issued Bonds in Iran and al- Musharakah Sukuk. *Scientific Journal of "Islamic Finance Researches" (IFR)*, 2(1), 69-98. doi: 10.30497/ifr.2012.1532 (In Persian)
- Hasanzadeh, H., Qezelbash, M., Rostamipour, A., & Ghavam, M. (2021). Pathology of Bank Sukuk and providing a solution to the competitive Sukuk market in resource mobilization of the Iranian banking system. *Islamic Economics*, 21(81), 157-189 (In Persian).
- Hayes, A. (2022, April 03). *Market Depth*. Retrieved from Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/m/marketdepth.asp>
- Hmotaleb, M., Alizadeh, M., & Faraji Dizaji, S. (2020). Estimating Shadow Economy and Tax Evasion using Governmental Financial Discipline

- Variables*. *Quarterly Journal of Quantitative Economics*, 16(4), 69-100. doi: 10.22055/jqe.2019.26886.1926 (In Persian).
- Hosseini, S. M. (2018). Legal and Jurisprudential Analysis of Islamic Treasury Bills (Type I). *Scientific Journal of "Islamic Finance Researches" (IFR)*, 8(1), 197-222. doi: 10.30497/ifr.2018.2290 (In Persian).
- Huang, Y., Pagano, M., & Panizza, U. (2020). Local Crowding-Out in China. *The Journal of Finance*, 20, 1-44.
- IMF. (2001). Developing a Primary Market for Government Securities. In I. M. The World Bank, *Developing Government Bond Markets: A Handbook* (pp. 153-179). Washington D.C.: The World Bank.
- IOSCO. (2002). *the development of corporate bond markets in Emerging Market Countries*. Madrid: The Emerging Markets Committee, International Organization of Securities Commissions (IOSCO).
- Jonasson, T., & Papaioannou, M. (2018). *A Primer on Managing Sovereign Debt-Portfolio Risks*. Washington D.C.: IMF.
- Kamali, Y. (2018). Methodology of Thematic Analysis and its Application in Public Policy Studies. *Iranian Journal of Public Policy*, 4(2), 189-208. doi: 10.22059/ppolicy.2018.67875 (In Persian).
- Krugman, P. R., & Wells, R. (2018). *Microeconomics, 5th Ed.* Worth Publishers.
- Lucio, J. F. (2006). Strategies and benefits of developing a market for government securities. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 14(1), 47-56.
- Maghsoodi, M., Eslamibidgoli, S., khatir, A. (2022). Exploring the role of government in the development of Iran's capital market (2005-2018). *Journal of Securities Exchange*, 15(57), 461-494. doi: 10.22034/jse.2022.11650.1747 (In Persian).
- Menna, L., & Tobal, M. (2018). *Financial and price stability in emerging markets: the role of the interest rate*. Basel: Bank of International Settlements.
- Mishkin, F. S. (2019). *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*. Harlow: Pearson Education.
- Mishkin, F. S., & Eakins, S. G. (2018). *Financial Markets and Institutions*. Harlow: Pearson Education.
- Muganyi, T., Yan, L., Yin, Y., Sun, H., Gong, X., & Taghizadeh-Hesary, F. (2022). Fintech, regtech, and financial development: evidence from China. *Financial Innovation*, 8(29), 1-20.
- OECD, World Bank, & IMF. (2007). *Use of Derivatives for Debt Management and Domestic Debt Market Development: Key Conclusions*. Paris: Ninth Annual OECD/World Bank/IMF Bond Market Forum.
- Padmanabhan, G. (2015). *Changing contours of debt management*. Mumbai: Annual Meeting of the Primary Dealers Association of India.
- Poser, S. W. (2021). *Market Makers in Financial Markets: Their Role, How They Function, Why They Are Important, and the NYSE DMM Difference*. New York City: The New York Stock Exchange.
- Potter, S. M. (2015). *Challenges posed by the evolution of the treasury*. New York City: Primary Dealer Meeting.
- Preunkert, J. (2020). *Primary Dealer Systems in the European Union*. Paris: Max planck Scineces Po Center.

- Salmani, Y., yavari, K., Asgharpour, H., Sahabi, B. (2018). The Effects of Government Debt on Stock Market in Iran: The Necessity of Government Islamic Financial Instruments Development. *Journal of Securities Exchange*, 11(42), 96-135. doi: 10.22034/jse.2018.11131. (In Persian).
- Samsami, H., davoodi, P., & jahani goravan, J. (2014). The costs of money creation in the orthodox banking system and Islamic finance solution. *Economics Research*, 14(55), 71-103 (In Persian).
- Saunders, A., & Cornett, M. (2020). *Financial Institutions Management: A Risk Management Approach*. New York: McGraw-Hill Education.
- Touati, N. (2022). *The Crowding Out Effect of Local Government Debt: Micro- and Macro-Estimates*. Toulouse: Toulouse School of Economics.
- Vajs, S. (2014). *Government debt issuance: issues for central banks*. Basel: Bank of International Settlements.

COPYRIGHTS



This is an open access article under the CC BY-NC 4.0 license.