

بررسی نظام مالی دولت (۲)؛ اوراق بدهی



مرکز پژوهش‌های توسعه و آینده‌نگری

گروه پژوهشی نظام‌های نوین برنامه‌ریزی، بودجه‌ریزی و مدل‌سازی

مجموعه گزارش شماره ۲۶۸

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

شناسه گزارش

عنوان		بررسی نظام مالی دولت (۲): اوراق بدهی
کد شناسه	۱۴۰۰-۹-۱۰۳۱۶	
گروه پژوهشی	نظام‌های نوین برنامه‌ریزی، بودجه‌ریزی و مدل‌سازی	
پدیدآورندگان	جمال کاکائی و محمدرضا اخوان	
مشاور علمی	سعید غلامی نتایج امیری	
ناظر علمی	محمدجواد محسنی‌نیا	
ناشر	مرکز پژوهش‌های توسعه و آینده‌نگری	
تاریخ انتشار	پاییز ۱۴۰۰	
مطالب این گزارش لزوماً بیانگر نظر رسمی سازمان برنامه و بودجه کشور و مرکز پژوهش‌های توسعه و آینده‌نگری نیست.		
حقوق معنوی اثر به پدیدآورندگان و حقوق مادی آن، به مرکز پژوهش‌های توسعه و آینده‌نگری سازمان برنامه و بودجه کشور تعلق دارد و استفاده از آن با ذکر مأخذ بلامانع است.		
آدرس: تهران - خیابان استاد نجات‌اللهی - سپند (خیابان استاد جعفر شهری) - پلاک ۱۶		
شماره تماس: ۰۲۱-۴۳۳۰۶۰۰۰	پیام‌رسان: ۰۹۹۲۱۵۷۵۸۴۳	
وبگاه: https://www.dfrc.ir/		

فهرست مطالب

عنوان	صفحه
خلاصه مدیریتی.....	أ
مقدمه	۱
۱- مالیه عمومی حکومت‌ها	۴
۱-۱- منشاء دخالت دولت در اقتصاد	۴
۱-۲- مفهوم بودجه و اصول آن در پرتو قوانین ایران.....	۸
۱-۳- قواعد سیاست‌های مالی.....	۱۴
۲- تأمین مالی بودجه عمومی ایران طی ۸ سال اخیر.....	۱۹
۱-۲- درآمدهای عمومی	۲۳
۲-۲- واگذاری دارایی‌های سرمایه‌ای.....	۲۶
۳-۲- واگذاری دارایی‌های مالی	۲۹
۴-۲- نماگرهای منابع بودجه عمومی دولت.....	۳۲
۳- تأمین مالی در شرایط بحران؛ «الزامات و پیش‌نیازها» و «ابزارها و الگوهای آزموده شده».....	۳۴
۳-۱- هماهنگی سیاست‌های پولی و مالی	۳۴
۲-۳- چارچوب فنی روابط مدیریت بدهی و سیاست پولی.....	۳۸
۳-۲-۱- نقش بانک مرکزی در بازار اوراق دولتی چیست؟.....	۳۹
۳-۳- سیاست گذاری پولی و مالی در دوره بحران.....	۴۰
۳-۳-۱- الگوی سیاست گذاری در بحران مالی.....	۴۱
۳-۳-۲- بحران پاندمی کرونا.....	۴۹
۴- مالیه عمومی و بازار بدهی	۵۸
۱-۴- مدیریت بازار بدهی.....	۵۸
۱-۴-۱- بازار بدهی و اهمیت آن در نظام مالی بین‌الملل.....	۵۸
۱-۴-۲- اصول کلی مدیریت بدهی	۵۹
۲-۴- بازار بدهی در جهان.....	۶۱
۳-۴- بازار بدهی در ایران.....	۹۱
۵- بحران‌های بدهی در اقتصاد بین‌الملل.....	۱۰۷
۱-۵- امواج پیشین بدهی؛ پایان دراماتیک.....	۱۰۸
۱-۵-۱- موج اول بدهی - آمریکای لاتین و جنوب آفریقا.....	۱۰۸
۱-۵-۲- موج دوم بدهی - جنوب شرق آسیا و اقیانوسیه.....	۱۱۰
۱-۵-۳- موج سوم بدهی - بحران مالی بزرگ.....	۱۱۱
۲-۵- شباهت‌ها و تفاوت‌های بحران‌های پیشین.....	۱۱۲
۳-۵- موج چهارم: بزرگتر، سریع‌تر و گسترده‌تر.....	۱۱۳

- ۱۱۴..... ۵-۳-۱- اندازه و سرعت افزایش بدهی
- ۱۱۶..... ۵-۳-۲- نرخ بهره پایین جهانی
- ۱۱۷..... ۵-۴- چارچوب سیاستی
- ۱۱۹..... ۵-۵- تحولات بازارهای مالی
- ۱۲۰..... ۵-۶- خطرات پیش‌رو
- ۱۲۰..... ۵-۶-۱- بحران های مالی
- ۱۲۱..... ۵-۶-۲- طولانی شدن بازپرداخت بدهی
- ۱۲۱..... ۵-۶-۳- تضعیف رشد
- ۱۲۲..... ۵-۶-۴- کسری منابع برای تسویه بدهی در کوتاه مدت
- ۱۲۲..... ۵-۶-۵- پیچیدگی بحران در موج چهارم
- ۱۲۵..... ۶- تأمین منابع عمومی در ایران با تأکید بر اوراق مالی؛ گزینه‌های ممکن و مخاطرات پیش‌رو
- ۱۲۵..... ۶-۱- گزینه‌های بدیل تأمین منابع عمومی در ایران
- ۱۲۷..... ۶-۱-۱- افزایش درآمدهای مالیاتی
- ۱۲۷..... ۶-۱-۲- توسعه بازار بدهی به منظور استفاده از ظرفیت انتشار اوراق مالی
- ۱۲۷..... ۶-۱-۳- افزایش خالص بدهی دولت به بانک مرکزی (انتشار پول)
- ۱۲۸..... ۶-۱-۴- استقراض از خارج:
- ۱۲۸..... ۶-۱-۵- فروش دارایی‌ها:
- ۱۲۸..... ۶-۲- تأمین مالی منابع عمومی با ایجاد بدهی؛
- ۱۳۱..... ۶-۳- مخاطرات پیش‌رو تحمیل بار زود هنگام تأمین مالی از محل اوراق مالی
- ۱۳۸..... ۷- جمع‌بندی، نتیجه‌گیری و پیشنهادها
- ۱۴۱..... منابع
- ۱۴۵..... پیوست

فهرست جداول

صفحه	عنوان
۱۹	جدول ۱: منابع بودجه عمومی دولت طی دوره ۱۳۹۳-۱۴۰۰ / مصوب
۲۰	جدول ۲: تغییرات منابع درآمدی بودجه عمومی طی دوره ۱۳۹۴-۱۴۰۰ / مصوب
۲۲	جدول ۳: ارقام مصوب، عملکرد و تفاوت (میزان انحراف) منابع عمومی دولت
۲۴	جدول ۴: ارقام مصوب درآمدهای عمومی و اجزای آن طی دوره ۱۳۹۳-۱۴۰۰
۲۴	جدول ۵: تغییرات درآمدهای عمومی و اجزای آن طی دوره ۱۳۹۴-۱۴۰۰
۲۵	جدول ۶: ارقام مصوب، عملکرد و تفاوت (میزان انحراف) درآمدهای عمومی
۲۷	جدول ۷: ارقام مصوب واگذاری دارایی‌های سرمایه‌ای و اجزای آن طی دوره ۱۳۹۳-۱۴۰۰
۲۷	جدول ۸: تغییرات واگذاری دارایی‌های سرمایه‌ای و اجزای آن طی دوره ۱۳۹۳-۱۴۰۰
۲۸	جدول ۹: ارقام مصوب، عملکرد و تفاوت (میزان انحراف) واگذاری دارایی‌های سرمایه‌ای
۲۹	جدول ۱۰: ارقام مصوب واگذاری دارایی‌های مالی و اجزای آن طی دوره ۱۳۹۳-۱۴۰۰
۳۰	جدول ۱۱: تغییرات واگذاری دارایی‌های مالی و اجزای آن طی دوره ۱۳۹۳-۱۴۰۰
۳۱	جدول ۱۲: ارقام مصوب، عملکرد و تفاوت (میزان انحراف) واگذاری دارایی‌های مالی
۳۳	جدول ۱۳: نماگرهای منابع بودجه عمومی دولت
۵۲	جدول ۱۴: برنامه‌های خرید اوراق در کشورهای در حال توسعه
۵۳	جدول ۱۵: مقایسه ارزش بسته‌های محرک مالی در بحران مالی و بحران کرونا
۵۳	جدول ۱۶: شاخص‌ها و ابزارهای پولی بانک‌های مرکزی کشورهای منتخب
۶۲	جدول ۱۷: اوراق قرضه بلندمدت و انتشار سهام جهانی طی دوره ۲۰۰۶-۲۰۲۰
۶۴	جدول ۱۸: اوراق قرضه بلندمدت جهان به تفکیک کشورها و بازارها طی دوره ۲۰۰۶-۲۰۲۰
۶۷	جدول ۱۹: انتشار سهام جهانی طی دوره ۲۰۰۶ - ۲۰۲۰
۷۰	جدول ۲۰: تأمین مالی شرکت‌های غیرمالی در سال ۲۰۲۰
۷۲	جدول ۲۱: سهم کشورها و بازارهای مختلف از بازار سهام جهانی و اوراق قرضه موجود (سررسید شده) سال
۷۴	جدول ۲۲: انتشار انواع اوراق بهادار با درآمد ثابت ایالات متحده آمریکا
۷۸	جدول ۲۳: انتشار حقوق صاحبان سهام در آمریکا طی دوره ۲۰۰۶-۲۰۲۰
۸۲	جدول ۲۴: انتشار اوراق قرضه بلند مدت شهرداری ایالات متحده آمریکا طی دوره ۲۰۰۶-۲۰۲۰
۸۶	جدول ۲۵: حقوق صاحبان سهام و بدهی سررسید شده (معوق) در آمریکا طی دوره ۲۰۰۶-۲۰۲۰
۹۰	جدول ۲۶: انتشار سهام و اوراق مشارکت در ایالات متحده آمریکا طی دوره ۲۰۰۶-۲۰۲۰
۹۲	جدول ۲۷: بازار مالی در ایران طی دوره ۱۳۹۴-۱۳۹۹
۹۸	جدول ۲۸: تغییرات بازار مالی و اجزای آن طی دوره مورد بررسی
۱۰۲	جدول ۲۹: اوراق بدهی منتشر شده دولت به تفکیک طی دوره ۱۳۹۴-۱۳۹۹
۱۰۳	جدول ۳۰: انتشار اوراق دولتی به تفکیک نقدی و غیرنقدی
۱۰۴	جدول ۳۱: عملکرد تسویه اوراق مالی طی دوره ۱۳۹۵-۱۳۹۹
۱۰۵	جدول ۳۲: تعهدات دولت طی دوره ۱۴۰۰-۱۴۰۴ ناشی از اوراق مالی انتشار یافته تا پایان سال ۱۳۹۹

جدول ۳۳: سنجه‌های پایداری بدهی و مقادیر آستانه..... ۱۳۶

جدول ۳۴: پایداری بدهی ایران در سال ۱۳۹۹..... ۱۳۷

فهرست نمودار

صفحه	عنوان
۱۵	نمودار ۱: فرایند تصمیم‌گیری در تعیین اولویت‌های قواعد مالی
۲۱	نمودار ۲: سهم منابع بودجه عمومی دولت طی دوره ۱۳۹۳-۱۴۰۰
۲۲	نمودار ۳: سهم منابع عمومی و درآمدهای اختصاصی از بودجه عمومی طی دوره ۱۳۹۳-۱۴۰۰
۲۳	نمودار ۴: ارقام مصوب، عملکرد و میزان انحراف منابع عمومی دولت طی دوره ۱۳۹۳-۱۳۹۸
۲۵	نمودار ۵: سهم اجزای درآمدهای عمومی طی دوره ۱۳۹۳-۱۴۰۰
۲۶	نمودار ۶: ارقام مصوب، عملکرد و میزان انحراف درآمدهای عمومی طی دوره ۱۳۹۳-۱۳۹۸
۲۸	نمودار ۷: سهم اجزای واگذاری دارایی‌های سرمایه‌ای طی دوره ۱۳۹۳-۱۴۰۰
۲۹	نمودار ۸: ارقام مصوب، عملکرد و میزان انحراف واگذاری دارایی‌های سرمایه‌ای طی دوره ۱۳۹۳-۱۳۹۸
۳۱	نمودار ۹: سهم اجزای واگذاری دارایی‌های مالی طی دوره ۱۳۹۳-۱۴۰۰
۳۲	نمودار ۱۰: ارقام مصوب، عملکرد و میزان انحراف واگذاری دارایی‌های مالی طی دوره ۱۳۹۳-۱۳۹۸
۳۶	نمودار ۱۱: اهداف سیاست گذاری بین بانک مرکزی و وزارت اقتصاد در کشورهای منتخب توسعه یافته و در حال توسعه
۴۲	نمودار ۱۲: حجم انتشار اوراق بدهی، ترکیب سرمایه‌گذاران پایه آمریکا
۴۳	نمودار ۱۳: سهم فدرال رزرو از مجموع اوراق بدهی دولتی منتشر شده آمریکا
۴۳	نمودار ۱۴: موجودی اوراق بهادار در ترازنامه فدرال رزرو
۴۴	نمودار ۱۵: سهم بانک‌ها از مجموع اوراق بدهی دولتی منتشر شده آمریکا
۴۵	نمودار ۱۶: حجم پایه پولی در آمریکا / میلیون دلار، ۲۰۰۷ تا ۲۰۱۵
۴۵	نمودار ۱۷: نرخ تورم ایالات متحده آمریکا
۴۷	نمودار ۱۸: حجم انتشار اوراق بدهی و ترکیب سرمایه‌گذاران پایه اوراق بدهی دولت
۴۷	نمودار ۱۹: سهم بانک مرکزی کشورهای منتخب از اوراق بدهی دولت همان کشور
۴۸	نمودار ۲۰: سهم شبکه بانکی داخلی از اوراق بدهی دولت همان کشور
۴۸	نمودار ۲۱: تعداد برنامه‌های خرید دارایی در کشورهای منتخب از سال ۲۰۰۸ تا ۲۰۱۷
۴۹	نمودار ۲۲: رشد اقتصادی در مناطق مختلف جهان قبل و بعد از پاندمی کرونا
۵۰	نمودار ۲۳: حجم ترازنامه بانک مرکزی آمریکا
۵۶	نمودار ۲۴: ترکیب سرمایه‌گذاران پایه اوراق بدهی دولت در کشورهای مختلف
۶۶	نمودار ۲۵: تغییرات سالیانه اوراق قرضه بلندمدت جهان به تفکیک کشورها و بازارها طی دوره ۲۰۰۶-۲۰۲۰
۶۹	نمودار ۲۶: تغییرات سالیانه انتشار سهام جهانی طی دوره ۲۰۰۶-۲۰۲۰
۷۱	نمودار ۲۷: تأمین مالی شرکت‌های غیرمالی
۷۱	نمودار ۲۸: تأمین مالی بدهی شرکت‌های غیرمالی
۷۳	نمودار ۲۹: سهم کشورها و بازارهای مختلف از بازار سهام جهانی و اوراق قرضه سرسید شده
۷۶	نمودار ۳۰: ترکیب اوراق بهادار مختلف با درآمد ثابت ایالات متحده آمریکا طی دوره ۲۰۰۶-۲۰۲۰
۷۷	نمودار ۳۱: تغییرات اوراق بهادار مختلف با درآمد ثابت ایالات متحده آمریکا طی دوره ۲۰۰۶-۲۰۲۰
۸۰	نمودار ۳۲: حقوق صاحبان سهام در آمریکا به تفکیک سهام عادی و ممتاز

- نمودار ۳۳: متوسط تغییرات سالیانه حقوق صاحبان سهام به تفکیک جزاء طی دوره ۲۰۰۶-۲۰۲۰..... ۸۱
- نمودار ۳۴: اوراق قرضه شهرداری آمریکا به تفکیک تعهد و بازدهی..... ۸۴
- نمودار ۳۵: اوراق قرضه شهرداری آمریکا به تفکیک نوع، تعهد و بازدهی..... ۸۵
- نمودار ۳۶: حقوق صاحبان سهام و بدهی سر رسید شده (معوق) در آمریکا طی دوره ۲۰۰۶-۲۰۲۰..... ۸۸
- نمودار ۳۷: حقوق صاحبان سهام و بدهی سر رسید شده (معوق) در آمریکا طی دوره ۲۰۰۶-۲۰۲۰..... ۸۹
- نمودار ۳۸: روند انتشار سهام و اوراق مشارکت در ایالات متحده آمریکا طی دوره ۲۰۰۶-۲۰۲۰..... ۹۱
- نمودار ۳۹: اجزای بازار مالی در ایران طی دوره ۱۳۹۴-۱۳۹۹..... ۹۳
- نمودار ۴۰: اجزای بازار بدهی در ایران طی دوره ۱۳۹۴-۱۳۹۹..... ۹۶
- نمودار ۴۱: اجزای بازار سرمایه در ایران طی دوره ۱۳۹۴-۱۳۹۹..... ۹۷
- نمودار ۴۲: سهم خالص اوراق بدهی از بازار بدهی و مالی ایران طی دوره ۱۳۹۴-۱۳۹۹..... ۹۹
- نمودار ۴۳: انتشار اوراق دولتی طی دوره ۱۳۹۴-۱۳۹۹..... ۱۰۳
- نمودار ۴۴: انتشار اوراق دولتی به تفکیک نقدی و غیرنقدی..... ۱۰۴
- نمودار ۴۵: عملکرد تسویه اوراق طی دوره ۱۳۹۵-۱۳۹۹..... ۱۰۵
- نمودار ۴۶: تعهدات دولت برای بازپرداخت اوراق مالی منتشر شده تا سال ۱۳۹۹ طی دوره ۱۴۰۰ تا ۱۴۰۴..... ۱۰۶
- نمودار ۴۷: وضعیت بدهی در کشورهای آمریکای لاتین و آفریقا..... ۱۰۹
- نمودار ۴۸: انباشت بدهی را در کشورهای جنوب شرق آسیا..... ۱۱۰
- نمودار ۴۹: وضعیت کشورهای اروپا و آسیای مرکزی را در موج سوم انباشت بدهی..... ۱۱۱
- نمودار ۵۰: تحولات بدهی دولت و بخش خصوصی را در کشورهای در حال توسعه طی سه موج پیشین بدهی..... ۱۱۳
- نمودار ۵۱: رشد نسبت بدهی به تولید ناخالص داخلی در طی ۴ موج بدهی..... ۱۱۵
- نمودار ۵۲: وضعیت نسبت بدهی به تولید ناخالص داخلی در ۵۰ سال گذشته..... ۱۱۶
- نمودار ۵۳: تحولات نرخ بهره سیاستی بانک مرکزی در موج چهارم انباشت بدهی..... ۱۱۷
- نمودار ۵۴: اندازه برنامه خرید دارایی در کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه..... ۱۱۸
- نمودار ۵۵: نسبت‌های بدهی در موارد انباشت منجر به بحران بدهی‌زا..... ۱۲۰
- نمودار ۵۶: نسبت بدهی‌های غیرمتعارف در دو موج بدهی اخیر..... ۱۲۳
- نمودار ۵۷: نسبت بدهی عمومی به تولید ناخالص داخلی..... ۱۳۰

خلاصه مدیریتی

امروزه عمده تأمین مالی در سطح بین‌الملل در بازار بدهی صورت می‌پذیرد، زیرا بازار بدهی برای تأمین مالی شرکت‌های بزرگ و با حجم دارایی‌های فیزیکی بالا مناسب‌ترین گزینه است. به عنوان نمونه، تأمین مالی سرمایه‌محور (بازار بدهی) در ایالات متحده آمریکا حدود هشتاد (۸۰) درصد می‌باشد و تأمین مالی از طریق سیستم بانکی حدود بیست (۲۰) درصد است.

در ربع قرن گذشته نیز بسیاری از اقتصادهای نوظهور مانند مالزی، برزیل و کره جنوبی در توسعه بازار بدهی تلاش‌های قابل توجهی انجام داده‌اند. همچنین، بحران بانکی دهه پایانی قرن بیستم در برخی از این کشورها این مهم را بیش از پیش محرز کرد که عدم تنوع در نهادهای واسطه‌گری مالی باعث تشدید و طولانی‌تر شدن بحران می‌شود. زیرا در صورت اختلال کانال‌های اصلی واسطه‌گری مالی در اقتصاد، وجود مسیرهای دیگر (به جز سیستم بانکی) برای تبدیل پس‌اندازها به سرمایه‌ای قابل استفاده از گسترش بحران جلوگیری می‌کند. همچنین، کمک بازار بدهی به تأمین مالی طی بحران دهه ابتدایی قرن بیست و یکم نیز به اهمیت این مهم افزوده است. توسعه بازار بدهی از یک سو می‌تواند به افزایش کارایی اقتصادی، کاهش آسیب‌پذیری کشورها نسبت به بحران‌های مالی، تسهیل تأمین مالی فعالیت‌های بخش خصوصی، تأمین بودجه عمومی و جلوگیری از تسلط سیاست‌های مالی بر سیاست‌های پولی، افزایش شفافیت مالی، تعیین غیردستوری نرخ بهره و بازارمحور شدن اقتصاد بینجامد. از سوی دیگر، بررسی سیر بدهی جهانی حاکی از آن است که اقتصاد جهانی طی پنجاه (۵۰) سال گذشته چهار موج انباشت بدهی گسترده را تجربه کرده است. در آخرین موجی که از سال ۲۰۱۰ آغاز شد، نسبت بدهی جهانی بر اساس گزارش مؤسسه بین‌المللی مالی به بالاترین سطح خود، ۲۸۱ تریلیون دلار (۳۵۶ درصد از تولید ناخالص داخلی) در پایان سال ۲۰۲۰ رسیده است. این رقم سی و پنج (۳۵) درصد بیشتر از سال ۲۰۱۹ است. این میزان رشد در بدهی‌ها، تعداد زیادی از کشورها از جمله ایالات متحده آمریکا را به سطوح بالایی از بدهی می‌رساند که بسیار فراتر از آن چیزی است که اقتصاددانان در گذشته غیر قابل تحمل می‌دانستند.

بر اساس آمار صندوق بین‌المللی پول، نسبت بدهی به تولید ناخالص داخلی در پایان سال ۲۰۲۰ در کشورهای در حال توسعه و توسعه یافته به ترتیب صد و هشتاد (۱۸۰) و هشتاد و پنج (۸۵) درصد رسیده است. وضعیت در کشورهای در حال توسعه نگران‌کننده است، چراکه طی ده (۱۰) سال گذشته نسبت بدهی به تولید ناخالص داخلی بیش از شصت و چهار (۶۴) درصد رشد داشته و نسبت بدهی دولت به تولید ناخالص داخلی، رشد نه (۹) درصدی را در سال ۲۰۲۰ تجربه کرده که بالاترین میزان رشد از اواخر دهه ۱۹۸۰ است که کشورهای مذکور بحران بزرگ بدهی را پشت سر گذاشتند.

این مطالعه با بررسی الگوهای سیاست‌گذاری مالی در دیگر کشورها و ارزیابی چالش‌ها و مخاطرات آن به‌ویژه در شرایط بحران، همچنین ارزیابی و تحلیل روند تحولات بودجه دولت و بازارهای مالی ایران از سال ۱۳۹۴

تاکنون، گزینه‌های ممکن تأمین مالی منابع عمومی در ایران و مخاطرات پیش‌رو انتشار اوراق مالی و ایجاد بدهی، پایداری این مهم را مورد بررسی قرار داده است.

سیر انتشار اوراق مالی در ایران حاکی از آن است که برای نخستین بار در سال ۱۳۲۰ دولت وقت به منظور تأمین بخشی از بودجه خود به وزارت دارایی مجوز انتشار چهارصد (۴۰۰) میلیون ریال اسناد خزانه با سررسیدهای چهار ماهه را داده است. در دهه سی (۳۰) شمسی اوراق مالی در اقتصاد ایران مجوز انتشار چندانی پیدا نکرد. عموماً تأمین منابع از طریق سیستم بانکی صورت می‌پذیرفت. در دهه چهل (۴۰) شمسی با توجه به شرایط اقتصادی، گسترش دولت و بخش خصوصی، دیگر شیوه‌های تأمین مالی در دستور کار قرار گرفت، به گونه‌ای که در سال ۱۳۴۱ هیئت وزیران به وزارت دارایی مجوز انتشار اوراق مالی را به نام اسناد خزانه داد. در نهایت، در سال ۱۳۴۸ به منظور ساماندهی و ارائه یک چارچوب مشخص، قانون انتشار اسناد خزانه و اوراق قرضه تصویب شد. از اوایل دهه پنجاه (۵۰) و با افزایش درآمدهای نفتی، دولت به تدریج به دنبال کسب درآمد از طریق منابع نفتی بود، اما رغبت چندانی برای تأمین مالی از طریق بازار بدهی نداشت. از سال ۱۳۶۲ نیز به دنبال اجرای قانون عملیات بدون ربا، تأمین مالی دولت از طریق بازار بدهی متوقف شد.

بازار بدهی عملاً از سال ۱۳۷۳ و با انتشار اوراق مشارکت برای شهرداری تهران وارد فاز جدیدی شد و طی این سال‌ها اوراق متعددی از سوی دولت، شهرداری‌ها و بخش خصوصی منتشر شده‌اند. طبیعتاً به دلیل توقف بیست و پنج (۲۵) ساله فعالیت بازار بدهی تا دهه هفتاد (۷۰)، این بازار رشد اندکی را تجربه کرده و اعداد و ارقام به دست آمده از بازار بدهی آمار مطلوبی نیست. از سال ۱۳۷۳ تا ۱۳۸۹، تنها ابزار مورد استفاده در بازار بدهی، اوراق مشارکت بود. سهم اوراق بدهی از بازار بدهی شاخص مهمی است. این عدد در دهه شصت (۶۰) و هفتاد (۷۰) به صفر رسید، اما از اواسط دهه هشتاد (۸۰) و در اواخر این دهه به هفت (۷) درصد رسید و مجدداً با نوساناتی همراه شد. از سال ۱۳۹۴ اتفاق مهمی رخ داد. در این سال بعد از مشخص شدن میزان بدهی‌های دولت که توسط وزیر اقتصاد وقت حدود ۷۰۰ هزار میلیارد تومان اعلام شد بازارپذیر شدن بدهی‌های دولتی و استفاده از ابزارهای نوین مالی در دستور کار قرار گرفت.

موفقیت و پایداری بدهی در اقتصاد ایران، در گرو مجموعه اقداماتی فراتر از ادای هم‌شکلی و عدم تحمیل بار زود هنگام است. از یک سو، توجه به مؤلفه‌های افزایش کارکردپذیری تأمین منابع عمومی از محل انتشار اوراق مالی، در بستر نهادی و ساختاری کشور اهمیت ویژه‌ای دارد. زیرا انتظارات غیرواقعی مانند تأمین منابع مالی زیاد و پوشش تمام و کمال، کسری بودجه از محل انتشار اوراق مالی موجب تحمیل بار زود هنگام بر این اقدام اصلاحی (جلوگیری از پولی شدن کسری بودجه و تقویت بازار بدهی) شده و ممکن است امکان‌پذیری، مشروعیت و قابلیت‌سازی در معرض خطر قرار گیرد.

بدهی دولتی ایران تا پایان سال ۱۳۹۹ بر اساس آمارهای سازمان برنامه و بودجه کشور که دربرگیرنده «بدهی دولت به پیمانکاران و مشاوران حقوقی خصوص (بابت طرح‌های تملک دارایی‌های سرمایه‌ای)»، «مؤسسات و نهادهای عمومی غیردولتی» و «بدهی دولت به بانک‌ها و مؤسسات اعتباری» می‌باشد، حدود ۱،۳۰۹ هزار

میلیارد تومان برآورد شده است. بررسی پایداری بدهی در ایران حاکی از آن است که شاخص‌های «بدهی کل به تولید ناخالص داخلی» و «نسبت نیاز به تأمین مالی ناخالص به تولید ناخالص داخلی» در سال ۱۳۹۹، به ترتیب حدود سی و هشت (۳۸) و هشت (۸) درصد بوده است. همچنین، شاخص «نسبت بدهی کل به درآمدهای مالیاتی» در سال یاد شده حدود شش صد و سی (۶۳۰) درصد است. از این‌رو، در میان سه شاخص بررسی شده، دو شاخص وضعیت بدهی در ایران را پایدار و یکی از سنجه‌های مزبور، وضعیت بدهی را ناپایدار ارزیابی می‌کند.

با توجه به اینکه طی یک دهه اخیر تأمین مالی عمومی در ایران به دلیل کاهش درآمدهای نفتی دستخوش تغییرات قابل توجهی بوده، سیاست‌گذار مالی طی این دوره علاوه بر انضباط مالی، شیوه‌های جایگزین تأمین مالی عمومی را مورد توجه قرار داده است. از این‌رو، طی دوره یاد شده از ابزارهایی مانند انتشار اوراق مالی اسلامی، استفاده از منابع صندوق توسعه ملی، استقراض از بانک مرکزی و فروش دارایی‌ها و واگذاری سهام دولتی استفاده شده است. این در حالی است که آمارها و شاخص‌های عملکرد مرتبط با شیوه‌های تأمین مالی مذکور به صورت سازماندهی شده و منظم موجود نیست. بر اساس آنچه در این گزارش مورد بررسی و واکاوی قرار گرفت پیشنهاد می‌شود:

- به منظور بهره‌گیری از ظرفیت ایجاد بدهی و تداوم امکان انتشار اوراق مالی، توسعه و تعمیق بازار بدهی در دستور کار قرار گیرد.
- توسعه و افزایش عمق بازار بدهی با هماهنگی سیاست‌های پولی و مالی، افزایش تنوع ابزارهای مالی، اتصال به بازارهای مالی خارجی و به‌کارگیری شیوه‌ها نوین مدیریت بدهی و پایبندی به اصول آن در دستور کار قرار گیرد.
- با رفع کاستی‌ها و کژکارکردی‌ها، عملیات بازار باز بستر نهادی لازم برای توسعه بازار بدهی فراهم شود.
- به منظور تعمیق بازار بدهی، بسترهای لازم جهت توسعه بازار بدهی شرکتی فراهم و تقویت گردد.
- توسعه بازار بدهی و کاهش هزینه‌های تأمین مالی اقتصاد از طریق ایجاد مشوق‌های شیوه‌هایی مانند معافیت‌های مالیاتی به منظور ترغیب شرکت‌های و کسب و کارهای خصوصی به انتشار اوراق شرکتی در دستور کار قرار گیرد.
- بستر حضور و فعالیت معامله‌گران اولیه^۱ در بازار اولیه عرضه اوراق فراهم گردد.
- به منظور تعمیق و توسعه بازار بدهی و تقویت تأمین مالی بازارمحور، انتشار اوراق مالی دولتی و شرکتی از کلیه کارمزدهای مرتبط در راستای افزایش نقدشوندگی معاف شوند.
- میزان بدهی‌های دولت اعم از انتشار اوراق مالی و دیگر اشکال بدهی به تفکیک دستگاه سالانه انتشار یابد.
- میزان بدهی‌های شرکت‌های دولتی به تفکیک دستگاه به صورت سالانه انتشار یابد.

- شاخص‌های اصلی ارزیابی وضعیت پایداری مالی دولت، یعنی «بدهی کل به تولید ناخالص داخلی» و «نسبت نیاز به تأمین مالی ناخالص به تولید ناخالص داخلی» به صورت دوره‌ای انتشار یابد.
- میزان اوراق مالی انتشار یافته و سررسید شده به تفکیک نوع و تأمین مالی انجام شده از محل آن با ایجاد سامانه بدهی‌های عمومی توسط وزارت امور اقتصاد و دارایی یا بانک مرکزی برای عموم در دسترسی باشد.
- ایجاد بستر انتشار اوراق مالی به منظور تأمین مالی طرح‌های توسعه‌ای سبز مانند انرژی‌های نو، حمل و نقل عمومی، بازیافت و مواردی از این قبیل در دستور کار قرار گیرد.

مقدمه

یکی از مهم‌ترین کارکردهای اقتصاد کلان، توسعه ابزارهای مناسب و کارآمد برای دستیابی به ثبات اقتصادی است. با مطرح شدن تئوری‌های کینزی، نقد و تحلیل‌های زیادی در خصوص این ابزارها صورت گرفت و به تدریج بحث‌هایی میان طرفداران دیدگاه کینزی و در مقابل پولیون شکل گرفت، به تدریج زمینه‌ساز مقایسه سیاست‌های پولی و مالی و تلاش برای اثبات برتری یکی بر دیگری شد. پس از بحران نفتی دهه ۷۰ میلادی که کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه را با بی‌ثباتی مالی، کسری شدید بودجه و تورم شدید ناشی از الگوی تأمین مالی دولت‌ها- که عمدتاً مبتنی بر استقراض از بانک مرکزی و انتشار اوراق بدهی بود- مواجه نمود، یافتن پاسخ پرسش‌های زیر برای سیاست‌گذاران اهمیت دوچندانی یافت (آلسینا و پروتی، ۱۹۹۷). اندازه تعدیل مالی باید چقدر باشد؟ دولت‌ها برای کاهش کسری بودجه باید هزینه‌ها را کاهش دهند یا از طریق استقراض، کسری خود را جبران کنند؟ آیا سلطه مالی دولت‌ها به پایان می‌رسد یا برعکس شده و به شکل‌های دیگری نمود خواهد یافت؟

سیاست مالی تغییر در هزینه‌ها و رفتار درآمدی دولت برای تأثیرگذاری بر جریان اقتصاد را توصیف می‌کند. زمانی که دولت سیاست کسری بودجه را دنبال می‌کند در واقع با استفاده از محرک‌های مالی در پی کمک به فعالیت‌های اقتصادی است و زمانی که دولت سیاست مازاد بودجه را اجرا می‌کند، درصد انقباض مالی و کند نمودن فعالیت اقتصادی است.

بی‌ثباتی‌های مالی دهه‌های هفتاد (۷۰) و هشتاد (۸۰) میلادی، محدود کردن مداخلات دولتی در اقتصاد، فاصله گرفتن از سیاست‌های مالی، تمرکز بر استقلال بانک‌های مرکزی و توسعه به کارگیری ابزارهای مدرن پولی برای کاهش نوسانات و ثبات بخشی اقتصاد را به دنبال داشت. روندی که تا اوایل دهه ۲۰۰۰ میلادی ادامه پیدا کرد، اما بروز بحران مالی سال‌های ۲۰۰۸ و ۲۰۰۹ تحولات جدی را در چارچوب نظری و فکری اقتصاددانان به وجود آورد و تردیدهای زیادی در خصوص کارکرد و کارایی سیاست‌های اقتصاد کلان از جمله سیاست‌هایی که بر استقلال و جداسازی بخش‌های پولی و مالی از یکدیگر تأکید می‌کردند، به وجود آمد. این موضوع به‌ویژه زمانی شدت یافت که اقتصادهای بزرگ دنیا برای خروج سریع‌تر از رکود و بحران اقتصادی، رویکردهای مختلف و غیرمتمعارفی را به کار گرفتند که نتایج دور از انتظاری حاصل شد.

دیوید رومر^۱ برنده جایزه نوبل اقتصاد در سال ۲۰۱۱ در خصوص اهمیت سیاست‌گذاری مالی و نقش دولت در گذار از بحران مالی کشورها می‌گوید: «تا پیش از وقوع بحران مالی، اجماع گسترده‌ای بین اقتصاددانان و

1. David Romer

سیاست‌گذاران وجود داشت که ثبات اقتصاد در کوتاه‌مدت صرفاً تابعی از سیاست‌گذاری پولی است. حالا ما می‌دانیم که این دیدگاه اشتباه بوده است».

با پشت سر گذاشتن بحران مالی سال‌های ۲۰۰۸ و ۲۰۰۹، اهمیت سیاست‌های مالی (بودجه‌ای) به‌ویژه اوراق بدهی دولت جهت تنظیم فعالیت‌های اقتصادی و به‌طور مشخص جلوگیری از ایجاد و یا تعمیق رکود آشکار شد. این موضوع در دوره شیوع کرونا و ضرورت حمایت دولت‌ها از بخش‌های اقتصادی و بنگاه‌های آسیب‌دیده و در عین حال کمک به خروج از رکود اقتصادی بیش از پیش نمایان شد. در واقع، سیاست‌گذار مالی در کشورهای مختلف با بهره‌گیری از تجربه موفق مدیریت و خروج از بحران مالی، به‌منظور مقابله با رکود شدید اقتصادی و تأمین مالی غیرتورمی کسری بودجه خود از یک‌سو اقدام به انتشار گسترده اوراق بدهی دولتی نموده و از سوی دیگر سیاست‌گذار پولی به‌منظور تحقق اهداف تورمی، بازگشت ثبات به بازارهای پولی و مالی و جلوگیری از سقوط ارزش پول ملی ضمن خرید اوراق بدهی دولتی در بازار ثانویه، برنامه تزریق حجم عظیمی از پول را به‌صورت هدفمند در دستور کار قرار داده است. بنابراین به نظر می‌رسد در سایه کاهش قابل توجه نرخ‌های بهره و ناکارآمدی ابزارهای پولی طی یک دهه اخیر، سیاست‌ها و ابزارهای مالی (بودجه‌ای) برای تصمیم‌گیران اقتصادی کشورها جهت حمایت از کسب‌وکارها و بخش‌های مختلف اقتصاد و مدیریت بحران‌های مالی اهمیتی دوچندان یافته است.

توسعه حساب‌نشده و بدون برنامه ابزارهای سیاست مالی می‌تواند به افزایش انگیزه دولت‌ها برای مداخلات سیاستی، افزایش هزینه‌های دولت، تعمیق کسری بودجه و در نتیجه رشد نرخ تورم و بی‌ثباتی مالی منجر شود. برای کاهش این پیامدها، طیف وسیعی از نوآوری‌های نهادی و مالی شامل قواعد مالی^۱ و چارچوب‌های بودجه میان‌مدت در منظومه سیاست‌گذاری کشورهای مختلف جهت مدیریت بهتر بودجه و کنترل نوسانات اقتصادی ناشی از سیاست‌های بودجه‌ای طی سه دهه اخیر توسعه یافته است و در سال ۲۰۱۷ بیش از ۹۰ کشور از این قواعد در نظام بودجه‌ریزی خود استفاده کرده‌اند (صندوق بین‌المللی پول، ۲۰۱۷).

اقتصاد ایران نیز به‌واسطه اعمال تحریم‌های گسترده بین‌المللی، وابستگی قابل توجه بودجه به درآمدهای نفتی و عدم توسعه ظرفیت‌های بالقوه‌ای که قابلیت ایجاد درآمدهای پایدار را برای دولت فراهم می‌کند، طی یک دهه اخیر همواره با چالش کسری منابع بودجه، ناتوانی در اعمال سیاست‌های مالی مؤثر، رشد فزاینده نقدینگی جهت جبران ناترازی و در نتیجه نرخ‌های تورم بالا روبه‌رو بوده است. از این‌رو توجه به انضباط مالی، ایجاد و توسعه منابع درآمدی پایدار و بهره‌گیری از ابزارهای نوین مالی و بودجه‌ای جهت اعمال سیاست مالی کارآمد و مؤثر ضرورت دوچندان یافته است.

این پژوهش در ادامه مجموعه مطالعات بررسی نظام مالی دولت،^۱ در پی آن است که با بررسی الگوهای سیاست‌گذاری مالی در سایر کشورها و ارزیابی چالش‌ها و مخاطرات آن به‌ویژه در شرایط بحران، همچنین ارزیابی و تحلیل روند تحولات بودجه دولت و بازارهای مالی ایران از سال ۱۳۹۴ تاکنون، گزینه‌های ممکن تأمین مالی منابع عمومی در ایران و مخاطرات پیش‌رو انتشار اوراق مالی و ایجاد بدهی را مورد بررسی قرار دهد.

در این راستا، گزارش حاضر در هفت بخش ساماندهی شده است. مطالب بخش نخست را «مالیه عمومی حکومت‌ها» تشکیل می‌دهد. در بخش‌های دوم و سوم به ترتیب «تأمین مالی بودجه عمومی ایران طی ۸ سال اخیر» و «تأمین مالی در شرایط بحران؛ الزامات و پیش‌نیازها و ابزارها و الگوهای آزموده شده» ارائه شده است. بخش چهارم و پنجم به «مالیه عمومی و بازار بدهی» و «بحران بدهی در اقتصاد بین‌الملل» اختصاص یافته و بخش ششم «تأمین منابع عمومی در ایران با تأکید بر اوراق مالی؛ گزینه‌های ممکن و مخاطرات پیش‌رو» را شامل می‌شود و در بخش پایانی نیز به «جمع‌بندی، نتیجه‌گیری و پیشنهادها» پرداخته شده است.

۱. بررسی نظام مالی دولت (۱)؛ بخش خزانه‌داری کل کشور. در پیوست این مهم به صورت مختصر معرفی شده است.

۱- مالیه عمومی حکومت‌ها

هدف‌های اصلی سیاست‌های کلی اقتصادی معمولاً با عناوین رشد، عدالت و ثبات تعریف می‌شوند. تصور می‌رود که این سه هدف در بلندمدت مکمل یکدیگر باشند. رشد اقتصادی منابع لازم را برای کاهش فقر فراهم می‌کند، اما اگر با ثبات و سیاست‌های عدالت‌محور همراه نباشد، دوام نمی‌آورد. بی‌ثباتی‌های مالی و اقتصادی برای رشد مضر است و بیشترین صدمه را هم به فقرا می‌زند، اما ثبات نیز در وضعیت رکود میرم اقتصادی و فقر دستاورد مطلوبی نیست. از دیگر سو، مدیریت هزینه عمومی^۱ که ماهیت ابزاری دارد، باید به عنوان ابزاری مهم در سیاست‌گذاری، اهداف یاد شده را دنبال نماید. ثبات در مالیه عمومی، بیش از هر چیز نیاز به انضباط مالی (بودجه‌ای)^۲ دارد. نظر به اهمیت مالیه عمومی در سیاست‌گذاری و تحقق اهداف یاد شده در این بخش «منشأ دخالت دولت در اقتصاد»، «مفهوم بودجه و اصول آن در پرتو قوانین ایران» و «قواعد سیاست‌های مالی» مورد بررسی قرار گرفته است.

۱-۱- منشأ دخالت دولت در اقتصاد

دولت‌ها متأثر از نظام‌های ارزشی حاکم و پیشینه تاریخی وظایف و نقش‌های متفاوتی را در امور اقتصادی و اجتماعی برای خود متصور هستند. به بیان دیگر، این وظایف متأثر از اهداف سیاست‌گذاری بخش عمومی است. به طور کلی می‌توان وظایف دولت در اقتصاد را به پنج حوزه «تخصیص»، «توزیع»، «تثبیت»، «تنظیم» و «توسعه»^۳ محدود کرد.

هر نظام اقتصادی به منظور پاسخ به سه پرسش اساسی اقتصاد، یعنی «چه چیز تولید شود؟»، «چگونه تولید شود؟» و «برای چه کسی تولید شود؟» باید موضوع تخصیص در اقتصاد را مدنظر قرار دهد. به بیان دیگر، منابع موجود جوامع صرف چه اموری و به چه میزانی تخصیص یابد. بازار آزاد که مبتنی بر سازوکار قیمت‌ها است، در مواردی کارایی لازم برای تسهیل جریان اقتصاد را نخواهد داشت از این‌رو، شکست بازار موضوعیت دخالت دولت را توجیه‌پذیر می‌کند. کالاها و خدمات عمومی، آثار یا پیامدهای خارجی ناشی از تولید یا مصرف یک کالا یا خدمت در بازار، انحصارات طبیعی و اطلاعات ناقص از جمله مصادیق شکست بازار هستند.

یکی دیگر از وظایف حکومت‌ها که به آن اشاره شد، موضوع توزیع است، زیرا به طور طبیعی نابرابری در جوامع شکل می‌گیرد و حکومت‌ها متعادل‌سازی و کاهش نابرابری را همواره در دستور کار خود دارند؛ بنابراین، مهم‌ترین ابزار آن‌ها به منظور تحقق اهداف توزیعی که کاهش فقر و تأمین عدالت را دنبال می‌نماید بودجه است. زیرا بودجه دولت‌ها، از منظر منابع و مصارف می‌توانند توزیع درآمد در جوامع را دستخوش تغییر نمایند.

۱. برای آشنایی بیشتر با مدیریت هزینه عمومی به کتاب سالواتور شیائوکامپو و دانیل توماسی به کوشش دکتر محمد قاسمی و بهزاد لامعی سال ۱۳۸۹ مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی ترجمه گروه پژوهشگران مراجعه شود.

2. Fiscal discipline

۳. برنامه‌ریزی و تسهیل فرایند توسعه

نظام مالیاتی در جوامع علاوه بر تأمین منابع مالیه حکومت‌ها به طور مستقیم اهداف توزیعی را متأثر می‌کند. برقراری مالیات بر درآمد با نرخ تصاعدی، ساده‌ترین مثال در این زمینه است. از دیگر سو، اعتبارات بخش‌های آموزش و سلامت و آموزش‌های فنی و حرفه‌ای با هدف افزایش موجودی سرمایه انسانی، افزایش بهره‌وری در نیروی کار فعلی و آتی می‌تواند در خدمت جوامع قرار گیرد. برنامه‌های تأمین مالی برای مسکن اقشار کم‌درآمد، پرداخت به برخی از کالاها یا خدمات و بالاخره اعتبارات ویژه برای مناطق خاص هم به کاهش نابرابری و توزیع بهتر درآمد کمک می‌کنند.

در اقتصاد کلان معمولاً اهداف سیاستی؛ دستیابی به اشتغال کامل، ثبات قیمت‌ها، نرخ رشد اقتصادی پایدار و تعادل در تراز پرداخت‌ها (تعادل خارجی) عنوان می‌شود. سیاست‌های اقتصاد کلان عبارت است از چگونگی مسئولیت عوامل اقتصادی برای به کارگیری راهبرد و سیاستی که بر متغیرهای اقتصادی جمعی خاص مؤثر بوده و آن‌ها را به سمت مطلوب سوق دهد. مهم‌ترین سیاست‌هایی که حکومت‌ها به منظور دستیابی به اهداف مزبور در دستور کار قرار می‌دهند شامل؛ سیاست‌های مالی، پولی، تراز پرداخت‌ها، قیمت‌ها و درآمدها است. منظور از سیاست مالی، تغییرات آگاهانه در اندازه، ترکیب و زمان‌بندی مخارج و درآمدهای دولت است.

از دیگر وظایف صدرالاشاره، تنظیم‌گری است. این مهم بخشی از نظام حکمرانی هر کشور می‌باشد. در مفهوم تنظیم‌گری، دولت چهار شأن را معرفی می‌کند: سیاست‌گذاری، تنظیم‌گری، تسهیلگری، ارائه خدمات که تا اندازه‌ای از مفهوم تصدی‌گری و حاکمیت گسترده‌تر هستند. این مهم عبارت است از مجموعه‌ای از مداخلات حاکمیتی توسط نهاد تنظیم‌گر با استفاده از ابزار حقوقی، قانونی و اقتصادی که با هدف تحقق اهداف اقتصادی و اجتماعی توسط بخش غیردولتی با تضمین منفعت عمومی انجام می‌شود.^۱

یکی از پرچالش‌ترین موضوعات در مکاتب اقتصادی، نقش و جایگاه دولت در فرایند نیل به رشد و توسعه اقتصادی است. اقتصاد توسعه در حوزه معرفت اقتصادی، دانش جدیدی است. دانشی که از اواخر دهه ۱۹۴۰ شکفت و طی زمان کوتاهی، نحله‌ها و رویکردهای مختلفی را در دامان خود بارور کرد. ایرما آدلمن،^۲ صاحب‌نظر اقتصادی بر این باور است که هیچ‌کدام از شاخه‌های علم اقتصاد پس از جنگ جهانی دوم به اندازه اقتصاد توسعه، تغییرات سریع را در پارادایم پیشرو تجربه نکرده است. چرخش‌ها و گردش‌های اقتصاد توسعه مضامین عمیقی برای سیاست‌گذاری توسعه در برداشته است. به‌ویژه مدل توسعه‌ای رایج سیاست‌گذاری، تجویز مطلوبی تعیین کرده است: نقش دولت در اقتصاد، میزان مداخله‌گری و چگونگی آن و ماهیت تعاملات دولت-بازار.

آن‌گونه که سیر مطالعات توسعه نشان می‌دهد، خاستگاه اقتصاد توسعه به آمریکای لاتین در دهه‌های ۱۹۳۰ و ۱۹۴۰ و نیز اروپای غربی به‌ویژه انگلستان و آمریکا شمالی در دهه‌های ۱۹۴۰ و ۱۹۵۰ برمی‌گردد. البته بسترهای فوق از برخی جهات با یکدیگر تفاوت دارند. در آمریکای لاتین، اقتصاددانان با مسائل حاد و عاجلی

۱. برای آشنایی با انواع نهادهای تنظیم‌گر به گرانی‌نژاد (۱۳۹۹) رجوع شود.

2. Irma Adelman

دست به گریبان بودند که ابتدا در دوره رکود بزرگ دهه ۱۹۳۰ و سپس در پی اختلال نظام بین‌الملل بر اثر جنگ جهانی دوم (۱۹۳۹-۱۹۴۵) پدیده آمده بود. در حالی که اروپای غربی و آمریکای شمالی، علاوه بر بازسازی کشورهای آسیب‌دیده از جنگ جهانی دوم، توجه خود را به مناطق اقتصادی عقب‌افتاده و یا توسعه نیافته جهان معطوف کرده بودند. زیرا پس از پایان جنگ جهانی دوم، نوعی ضرورت سیاسی برای پیشبرد توسعه اقتصادی در مناطق عقب‌مانده جهان به منظور حفظ ثبات بین‌المللی و جلوگیری از گسترش کمونیسم به گونه‌ای فزاینده احساس می‌شد.^۱

توسعه به معنای کلی، حاکی از فرایندی است که طی آن باورهای فرهنگی، نهادهای اجتماعی، اقتصادی و سیاسی به صورت بنیادی متحول می‌شوند تا متناسب با ظرفیت‌های شناخته شده جدید گردند و طی این فرایند سطح رفاه جامعه ارتقا یابد. منظور از اینکه کشوری توسعه یافته است، برتری ارزشی نیست؛ بلکه آن جوامع در دوران تاریخی خود زندگی می‌کنند. به بیان دیگر، نهادهای متناسب با اندیشه دوران تاریخی خود را ساخته‌اند.^۲

آدام اسمیت که به نوعی بنیان‌گذار علم مدرن و پدر اقتصاد خوانده می‌شود و در کتاب «نظریه ثروت ملل»، وظایف دولت‌ها را در سه حوزه «برقراری امنیت مرزها و شهرها»، «ایجاد نهادهایی برای پاسداری از قوانین طبیعی بازار» و بالاخره حضور «در جایی که بخش خصوصی حضور نمی‌یابد» محدود کرده است. این رویکرد به مثابه دولت حداقلی در اقتصاد شناخته می‌شود که در مقابل آن اقتصاد کاملاً دولتی که برگرفته از اندیشه‌های کارل مارکس است قرار دارد. با این حال، بعد از رکود بزرگ دهه ۱۹۳۰ و سقوط انقلاب کمونیستی ۱۹۱۷ شوروی در دهه ۱۹۹۰، قریب به اتفاق کشورها رویکرد بین دو طیف اصلی را برگزیده‌اند که در شرایط و زمان مختلف، مداخله بیشتر یا کمتری نمایند.^۳

به عنوان نمونه، جوزف استیگلیتز^۴ بر این باور است که موفقیت کره جنوبی و کشورهای شرق آسیا در دهه‌های گذشته، روی (سمت) دیگری از عمل موفق و سنجیده دولت برای دستیابی به رشد و توسعه اقتصادی، در نتیجه افزایش رفاه افراد جامعه را نشان می‌دهد. او ضمن تصریح بر اعتقاد به نقش مرکزی و اصلی بازار و قضایای اساسی رفاه، نقش و عمل دولت در این کشورها برای استفاده حداکثری از سازوکارهای مناسب بازاری و هدایت عقلایی جامعه به سمت توسعه را بسیار با اهمیت می‌داند. او معتقد است که تجربه توسعه در این کشورها حاکی از آن است که عملیات دولت آنگاه که به خوبی طراحی و اجرا شوند، ضمن بهبود استانداردهای رفاه در جوامع، می‌تواند بر نقض اطلاعات و کاستی‌های بازار رقابتی به خوبی غلبه نماید.^۵

۱. کتاب رستو با عنوان سیاست آمریکا در آسیا (دانشگاه M.I.T, 1955) بهترین منبع برای این مدعاست.

۲. برای آشنایی با پارادایم‌های توسعه و سیر تاریخی آن به ویژه در قرن بیستم میلادی به دایانا هانت (۱۳۸۶) و کاکائی (۱۳۹۵) رجوع شود.

۳. کشورهای توسعه یافته صنعتی نیز، با وجود آنکه قریب به اتفاق آن‌ها به کشورهای سرمایه‌داری شناخته می‌شوند، اما با یکدیگر تفاوت‌های قابل توجه دارند. به آشنایی بیشتر به کتاب سرمایه‌داری اثر جیمز فالچر رجوع شود.

4. Joseph Stiglitz

۵. برای آشنایی بیشتر با تجربه توسعه در کشورهای جنوب شرقی آسیا، به هاجون چانگ (۱۳۹۸) رجوع شود.

استیگلیتز برای دولت در جریان توسعه، شش نقش اساسی را مورد تأکید قرار می‌دهد که عبارتند از «ارتقای آموزش»، «ارتقای فناوری»، «حمایت از بخش مالی»، «سرمایه‌گذاری در زیربنایها»، «حفظ محیط‌زیست» و «ایجاد و نگهداشت تأمین اجتماعی». همچنین اضافه می‌کند، نظر به اینکه در کشورهای در حال توسعه، کاستی‌های بازار بیشتر و عملکرد آن نیز نامناسب است، گردش اطلاعات به خوبی انجام نمی‌شود و ظرفیت دولت برای برطرف نمودن این نواقص، گسترده نیست. از این‌رو، دولت‌هایی موفق خواهند شد که قوانین و مقررات مناسب را حاکم نموده و حکمرانی بهتری داشته باشند. بخش مالی را به خوبی راه‌اندازی و حمایت کنند.^۱

از این‌رو، حکومت‌ها بر اساس نظام‌های ارزشی حاکم و پیشینه تاریخی خود و همین‌طور الزاماً عصر مدرن سطحی از مداخله را در پیش می‌گیرد. بنابراین، حکمرانی و قاعده‌گذاری ابزار می‌خواهد، برخی از این ابزارها سخت و برخی نرم‌اند. این جمله ساده مابه‌ازای پیچیده‌ای در عالم واقع دارد. بر اساس نوع و شیوه حکومت ابزارها و مکانیسم‌های حکمرانی متفاوتند و میزان و نوع استفاده از آن‌ها نیز بسته به شیوه حکومت دارد. در ادبیات علمی نیز ابزارها، اهرم‌ها و مکانیسم‌های بسیاری با دسته‌بندی‌های مختلف برای حکمرانی ارائه شده است، اما به صورت کلی ابزارهای رایج عبارتند از: جایگاه‌های حاکمیتی و اجتماعی، منابع مالی، مالکیت زیرساخت‌ها (فیزیکی، سخت‌افزاری و نرم‌افزاری)، امکان وضع قوانین و مقررات، داشتن نیروی نظامی و انتظامی، اشراف بر داده‌ها و اطلاعات، فعالیت‌های اقتصادی یا سهم داشتن در بازیگران فعال اقتصادی، قدرت رسانه‌ای، قدرت دیپلماتیک و تعامل با دیگران و مواردی از این قبیل است. برخوردار بودن و استفاده از ابزارهای یاد شده، بیش از پیش اهمیت مالیه عمومی را نشان می‌دهد، زیرا در تکامل جوامع بشری، حضور دولت‌ها چه از نظر کمی و کیفی در زمینه مسائل مختلف و اقتصادی و اجتماعی به‌طور مداوم افزایش یافته و این افزایش حضور طبیعتاً به افزایش اهمیت مالیه عمومی منجر شده است.

۱. برای آشنایی بیشتر به گرائی‌نژاد، ۱۳۹۹ رجوع شود.

۱-۲- مفهوم بودجه و اصول آن در پرتو قوانین ایران

دولت برای اجرای مأموریت‌هایی که از سوی مردم به آن محول شده است باید منابع لازم را از اقتصاد به شیوه‌ای مناسب و به مقدار کافی جمع‌آوری کند و این منابع را به طور مسئولانه، کارا و اثربخش به اولویت‌های عمومی تخصیص دهد. این فرایند که در طی یک سال مالی در جریان است بودجه‌ریزی نام دارد. مسئله اساسی بودجه، تصمیم‌گیری در مورد منابع محدود است، منابع همه دولت‌ها محدود می‌باشد و گاه بر اساس شرایط اقتصادی محدودتر هم می‌شود. بودجه آینده سیاست‌های دولت است؛ به عبارت دیگر، سیاست‌ها و نظرات دولت باید در بودجه متبلور شده باشد تا اجرای آن به حصول اهداف مورد نظر منجر گردد. وجود سازوکارهای مناسب برای تدوین سیاست‌ها و اطمینان یافتن از همسو بودن سیاست‌های دولت با بودجه‌ای که تدوین می‌شود بسیار مهم و حیاتی است. برخی از این سازوکارها عبارتند از:

- سازوکارهای ایجاد هماهنگی برای تدوین سیاست‌ها در بدنه دولت؛
- سازوکارهای رایزنی و مشورت با بخش غیردولتی؛
- سازوکارها و روش‌های مناسب نظارت و بررسی موشکافانه در سیاست‌ها و بودجه.

تحولات مالی در کشورهای در حال توسعه با نوسانات و عدم تعادل‌های گسترده‌ای مواجه است. این مهم در کنار فشار افزایش مخارج دولت معمولاً کسری بودجه را به دنبال خواهد داشت. در ادبیات اقتصاد کلان، مجموعه‌ای از سیاست‌ها که موجب تغییر در ترکیب یا حجم منابع دولت یا تغییر در ترکیب مصارف دولت شده سیاست‌های مالی تعریف می‌شوند. این سیاست‌ها آثار اقتصادی، اجتماعی و سیاسی گسترده‌ای دارند. به گونه‌ای که گفته می‌شود بودجه باید بازتاب‌دهنده انتخاب‌های اقتصادی و اجتماعی هر جامعه باشد (کاکائی، ۱۳۹۹).

در اوایل قرن هجدهم میلادی، صورت دریافت‌ها و پرداخت‌هایی که وزیر پادشاه به پارلمان انگلیس تقدیم می‌کردند، اعلامیه یا صورت حساب‌ها نامیده می‌شد. نخستین بار رابرت والپول^۱، پادشاه انگلستان در هنگام آغاز بحث و مذاکره در مورد صورت هزینه‌ها و حساب‌های دولت در سال ۱۷۳۳ میلادی، از اصطلاح باز کردن کیسه یا کیف استفاده کرد. استفاده از این اصطلاح در کشور انگلستان تداوم یافت و به تدریج واژه بودجه به محتوای مدارک موجود در کیف به جای خود کیف اطلاق شد و در سال ۱۸۰۰ میلادی به طور قطعی مورد پذیرش قرار گرفت. گلدستون نخست‌وزیر انگلستان در سال ۱۸۶۰ از کیف چرمی قرمز رنگی برای حمل متن سند بودجه به پارلمان استفاده کرد که پس از آن، اصلاح کیف بودجه نیز معمول شد. در واقع کلمه بوژت^۲ فرانسوی، اندک‌اندک انگلیسی شد و به صورت باجت^۳ درآمد و به آن شکل به فرانسه بازگشت و تلفظ فرانسوی

1. Robert Walpole
2. Bougette
3. Budget

بودجه متداول گردید و از آن کشور نیز با همان تلفظ وارد زبان و ادبیات اقتصادی و مالی ایران شد (مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، ۱۳۸۷).^۱

بودجه در قوانین مالی فرانسه به‌خصوص قانون (۳۱) می سال ۱۸۶۲، به سندی اطلاق می‌گردد که در آن دخل و خرج دولت برای مدت معینی پیش‌بینی می‌شود و به تصویب می‌رسد، به مدت مزبور که اغلب یک سال است، سنه مالی گویند. در قانون محاسبات عمومی مصوب سال ۱۲۸۹ ایران^۲ نیز همین تعریف به کار رفته است،^۳ اما در قانون محاسبات عمومی سال ۱۳۱۲ به این شرح تغییر یافت: «بودجه لایحه پیش‌بینی شده کلیه عواید و مخارج مملکتی است که برای مدت یکسال شمسی (سنه مالی) به تصویب مجلس شورای ملی رسیده باشد». قانون محاسبات عمومی اصلاح شده سال ۱۳۴۹ نیز، بودجه کل کشور را به شرح ذیل تعریف می‌کند: «برنامه مالی دولت است که برای یک سال مالی تهیه و حاوی پیش‌بینی درآمدها و سایر منابع تأمین اعتبار و برآورد هزینه‌ها برای انجام عملیاتی که منجر به وصول هدف‌های دولت شده و از سه قسمت تشکیل می‌شود:

۱- بودجه عمومی دولت

الف) بودجه عادی برای وزارتخانه‌ها و مؤسسات دولتی، این بودجه شامل اعتباراتی نیز خواهد بود که مستقیماً مربوط به وظایف یک وزارتخانه یا مؤسسه دولتی نیست و تحت عنوان خاص منظور می‌گردد.

ب) بودجه عمرانی برای اجرای برنامه‌های عمرانی

۲- بودجه شرکت‌های دولتی

۳- بودجه مؤسساتی که تحت عنوانی غیر از عناوین فوق در بودجه کل کشور منظور می‌گردد».

در آخرین اصلاحات قانون محاسبات عمومی که به سال ۱۳۶۶ خورشیدی برمی‌گردد، بودجه کل کشور را برنامه مالی دولت تعریف کرده است که برای یک سال مالی تهیه و حاوی پیش‌بینی درآمدها و سایر منابع تأمین اعتبار و برآورد هزینه‌ها برای انجام عملیاتی جهت تحقق سیاست‌ها و اهداف قانونی بوده و از سه قسمت به شرح زیر تشکیل می‌شود:

۱- بودجه عمومی دولت

الف) پیش‌بینی دریافت‌ها و منابع تأمین اعتبار که به‌طور مستقیم و یا غیرمستقیم در سال مالی قانون بودجه به‌وسیله دستگاه‌ها از طریق حساب‌های خزانه‌داری کل اخذ می‌شود.

ب) پیش‌بینی پرداخت‌هایی که از محل درآمدهای عمومی و یا اختصاصی برای اعتبارات جاری عمرانی و اختصاصی دستگاه‌های اجرایی می‌تواند در سال مالی مربوط انجام گردد.

۲- بودجه شرکت‌های دولتی و بانک‌ها شامل پیش‌بینی درآمدها و سایر منابع تأمین اعتبار می‌شود.

۱. بودجه‌ریزی در ایران؛ بودجه و پارلمان به کوشش علی‌اکبر شبیری‌نژاد، مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، ۱۳۸۷.

۲. مصوب ۲۱ صفر ۱۳۲۹ قمری.

۳. همان.

۳- بودجه مؤسساتی که تحت عنوانی غیر از عناوین فوق در بودجه کل کشور منظور می‌گردد. در تازه‌ترین تعریف از بودجه و بودجه‌ریزی بخش عمومی: «بودجه و بودجه‌ریزی، انتخاب‌هایی بین گزینه‌های ممکن است که با استفاده از اصول و قواعد معین به عمل می‌آید». این تعریف متضمن بسیاری از ویژگی‌های بودجه و بودجه‌ریزی است که هم به بخش درآمدها و هم بخش هزینه‌ها قابل تعمیم به نظر می‌رسد. زیرا در هر فرایند انتخاب، محدودیت‌ها و امکانات منابع در برابر الزام به تبعیت از اصول و قواعد معین در مصارف، فعالیت‌های بودجه‌ای هر کشور را به ساختاری ویژه مبدل می‌سازد (کاکائی و همکاران، ۱۳۹۹).^۱

در ماده (۱) قانون برنامه و بودجه مصوب سال ۱۳۵۱، بودجه عمومی دولت، پیش‌بینی منابع مالی لازم، اعتبارات جاری و عمرانی دستگاه‌های اجرایی برای اجرای برنامه سالانه تعریف شده است.^۲ گفتنی است در این قانون، منظور از اعتبارات جاری، اعتباراتی است که در برنامه‌های توسعه (عمرانی سابق) پنج‌ساله به صورت کلی و در بودجه عمومی دولت به تفکیک جهت تأمین هزینه‌های جاری دولت و همچنین هزینه نگهداشت سطح فعالیت‌های اقتصادی و اجتماعی دولت پیش‌بینی می‌شود. اعتبارات عمرانی نیز، اشاره به اعتباراتی دارد که در برنامه‌های توسعه (عمرانی سابق) پنج‌ساله به صورت کلی و در بودجه عمومی دولت به تفکیک جهت اجرای طرح‌های عمرانی^۳ (اعتبارات عمرانی ثابت) و همچنین، توسعه هزینه‌های جاری مربوط به برنامه‌های اقتصادی و اجتماعی دولت (اعتبارات عمرانی غیر ثابت) پیش‌بینی می‌شود.

بررسی محتوایی، ارزیابی ماهیت تصمیم‌های بودجه‌ای و به تبع آن گستره بودجه‌ریزی و حجم عملیات و انتظارات اجتماعی از آن، متأثر از نظام‌های ارزشی حاکم و پیشینه تاریخی حکومت است. ماهیت درآمدهای عمومی و چگونگی دسترسی دولت‌ها به منابع مالی و نیز میزان مشارکت افراد جامعه در تأمین این منابع نقش پراهمیتی دارد؛ زیرا این مهم علاوه بر محدود نمودن رشد بدهی‌های دولت، موجب ارتقای انضباط مالی دولت نیز خواهد شد. به‌طور کلی، می‌توان کارکرد بودجه را در پنج اصل زیر خلاصه کرد: ۱- تخصیص منابع به اولویت‌ها؛ ۲- توزیع ثروت و درآمد؛ ۳- ایجاد ثبات اقتصادی و تلاش برای نیل به اهداف کلان؛ ۴- معیاری مناسب جهت ارزیابی، عملکرد و پاسخگویی دولت‌ها؛ ۵- ابزاری مناسب برای نظم و هماهنگی اجتماعی و جهت دادن به اقدامات دولت‌ها (کاکائی و همکاران، ۱۳۹۹).

۱. بررسی نظام مالی دولت (۱)؛ بخش خزانه‌داری کل
 ۲. از سال ۱۳۸۱ به این سو که طبقه‌بندی (GFS) Government Finance Statistics در نظام بودجه‌ریزی ایران به کار گرفته شد، به جای اعتبارات (بودجه) جاری و عمرانی به ترتیب اعتبارات هزینه‌ای و تملک دارایی‌های سرمایه‌ای استفاده می‌شود.
 ۳. منظور مجموعه عملیات و خدمات مشخصی است که بر اساس مطالعات توجیهی فنی و اقتصادی یا اجتماعی که توسط دستگاه اجرایی انجام می‌شود طی مدت معین و با اعتبار معین برای تحقق بخشیدن به هدف‌های برنامه عمرانی پنج‌ساله به صورت سرمایه‌گذاری ثابت شامل هزینه‌های غیر ثابت وابسته در دوره مطالعه و اجرا و یا مطالعات اجرا می‌گردد و تمام یا قسمتی از هزینه‌های اجرای آن از محل اعتبارات عمرانی تأمین می‌شود و به سه نوع انتفاعی و غیرانتفاعی و مطالعاتی تقسیم می‌گردد. برای آشنایی بیشتر با مفاهیم تقسیم‌بندی ارائه شده به قانون برنامه و بودجه مصوب سال ۱۳۵۱ رجوع شود.

بودجه ریزی در هر جامعه‌ای منطبق بر اصولی معین است، زیرا این مهم علاوه بر کارایی و اثربخشی کارکردهای بودجه، افزایش انضباط مالی و نظارت مالی بر بودجه را نیز به همراه خواهد داشت. مهم‌ترین اصول بودجه «اصل سالانه بودن»، «اصل وحدت بودجه»، «اصل جامعیت»، «اصل شاملیت (تفصیل)»، «اصل تخصیص»، «اصل عدم تخصیص»، «اصل تقدم درآمدها بر هزینه‌ها»، «اصل انعطاف‌پذیری»، «اصل تعادل»، «تخمینی بودن درآمدها» و «تجدیدی بودن هزینه» است. در ادامه به طور اختصار اصول مرتبط با بودجه تشریح خواهد شد.^۱

اصل سالانه بودن

همان‌طور که پیش‌تر اشاره شد بودجه برنامه مالی دولت است، نظر به اینکه هر برنامه‌ای برای یک دوره معین تنظیم می‌شود. از این‌رو، بودجه برنامه کوتاه‌مدت خوانده می‌گردد و برای یک سال مالی تهیه و تصویب می‌شود. در ایران نیز ماده (۱) قانون محاسبات عمومی بودجه را برای یک سال مالی تعریف نموده و آن را سال شمسی می‌خواند که از اول فروردین شروع و در پایان اسفند خاتمه می‌یابد. لازم به ذکر است در موارد استثنایی ناشی از تحولات سیاسی مانند انقلاب، جنگ و دیرکرد دولت در ارسال لایحه بودجه و یا طولانی شدن فرایند تصویب در مجلس، ممکن است اجازه پرداخت و دریافت‌های مالی بر مبنای بودجه‌های چند (یک، دو و یا سه) دوازدهم تصویب شود.

اصل وحدت بودجه

وحدت بودجه به این معنی است که دولت بودجه واحدی را که دربردارنده همه عملیات دولت در طول سال است، تهیه و جهت تصویب به قوه مقننه ارسال نماید. عدم رعایت این اصل، علاوه بر تنزل انضباط مالی و سلب نظارت کارا بر بودجه و اصل سالانه بودن را نیز خدشه‌دار می‌کند.

اصل جامعیت

اصل جامعیت بیانگر این است که همه درآمدها و هزینه‌های مربوط به بودجه دولت (هزینه‌ای و تملک‌داری سرمایه‌ای)، شرکت‌های دولتی، مؤسسات غیرانتفاعی وابسته به دولت، نهادهای حکومتی و همه و همه به طور یکجا در بودجه به عنوان سند قانونی خرج و دخل دولت و حاکمیت آورده شود. به بیان دیگر، تحقق این مهم در گرو حذف رویه‌های فرابودجه‌ای^۲ است. قابل ذکر است، ارقام بودجه باید به طور ناخالص بدون آنکه درآمدها

۱. برای آشنایی بیشتر به گرائی‌نژاد ۱۳۹۹ و شاکری ۱۳۹۶ رجوع شود. قابل ذکر است، تعاریف مربوط به اصول بودجه نیز از دو اثر نامبرده اقتباس شده است.

۲. منظور از عملیات فرابودجه، مجموعه مبادلات مالی است که قوانین دیگری بر آن‌ها حاکم است و در قوانین بودجه اسمی از آن‌ها نام برده نمی‌شود. به عنوان مثال، استفاده از منابع صندوق توسعه ملی به منظور تأمین مالی برنامه‌ها و پروژه‌ها- متناسب با شرایط مندرج در اساسنامه صندوق مزبور- و اشتغال روستایی. این منابع دولت را در تحقق اهداف توسعه‌ای خود کمک می‌کنند، اما در قوانین بودجه‌های سنوایی بازتاب پیدا نمی‌کنند و قوانین دیگری بر آن‌ها حاکم هستند. از این‌رو، این مبادلات مالی را می‌توان فرابودجه‌ای نامید. گفتنی است بالا بودن سهم حساب‌های فرابودجه‌ای، شفافیت پاسخگویی مالی را کاهش می‌دهد.

از هزینه‌ها تهاتر شوند در سند بودجه درج گردند. ماده (۶۸) قانون محاسبات عمومی دولت را مکلف نموده است؛ «بودجه هر یک از وزارتخانه‌ها و مؤسسات دولتی و واحدهای وابسته به آن‌ها را به طول کامل و جداگانه در بودجه کل کشور منظور کند». برخی از کارشناسان بودجه بر این باورند که اصل جامعیت یکی از اصول صرفه‌جویی در مخارج عمومی است، زیرا استقلال مالی در سازمان‌های دولتی و تهاتر دخل و خرج و انتقال مازاد آن در بودجه عمومی، اسراف و اتلاف فعالیت‌های مالی دولت را فراهم می‌آورد.

اصل شاملیت یا تفصیل

طبق این اصل باید بودجه به صورت ریز و جزء و با تفصیل تهیه و ارائه شود تا حدود اختیارات و مسئولیت‌ها مشخص باشد و نظارت مردم، نهادهای مدنی و نظارتی از فرایندها و رویه آگاه بوده و نظارت آن‌ها امکان‌پذیر باشد. رعایت این اصل زمینه‌ساز موضوع مهم «صحت هزینه» است. گفتنی است صحت هزینه اشاره به این دارد که مخارج هزینه‌های دولت باید مبتنی بر انتخاب‌های عمومی صحیح و متناسب با برنامه‌های توسعه باشد.

اصل تخصیص

طبق اصل تخصیص، تمام ارقام بودجه چه وصولی و چه مصرفی باید به همان ترتیبی که در آن سند آمده است وصول و مصرف شود. اصل پنجاه و پنج (۵۵) قانون بیان می‌کند: «دیوان محاسبات به کلیه حساب‌های وزارتخانه‌ها، مؤسسات، شرکت‌های دولتی و سایر دستگاه‌هایی که به نحوی از انحاء از بودجه کل کشور استفاده می‌کنند به ترتیبی که قانون مقرر می‌دارد رسیدگی یا حسابرسی می‌نماید که هیچ هزینه‌ای از اعتبارات مصوب تجاوز نکرده و هر وجهی در محل خود به مصرف رسیده باشد. دیوان محاسبات، حساب‌ها و اسناد و مدارک مربوطه برابر قانون جمع‌آوری و گزارش تفریغ بودجه هر سال را به انضمام نظرات خود به مجلس شورای اسلامی تسلیم می‌نماید. این گزارش باید در دسترس عموم گذاشته شود». این اصل به نوعی ناظر بر اصل تخصیص است. برخی بر این باور هستند که این اصل می‌تواند یکی از اصول مهم بودجه، یعنی اصل انعطاف‌پذیری را با چالش مواجه کند.

اصل عدم تخصیص

اصل عدم تخصیص اشاره به این دارد که درآمدهای خاص در بودجه نباید صرف امور خاص و مخارج خاص شود تا بودجه بتواند رسالت‌های متعالی دولت را عملی نماید و انگیزه درآمدزایی بخشی و موضعی برای دستگاه‌ها ایجاد نکند. این اصل به نوعی بخشی از اصل جامعیت محسوب می‌شود. از سوی دیگر، اصل پنجاه و سه (۵۳) قانون اساسی جمهوری اسلامی ایران تصریح می‌دارد «کلیه دریافت‌های دولت در حساب‌های خزانه‌داری کل متمرکز می‌شود و همه پرداخت‌ها در حدود اعتبارات مصوب به موجب قانون انجام می‌گیرد»؛ این در حالی است که موارد مختلفی وجود دارد که اصل یاد شده را مخدوش می‌نماید. به عنوان نمونه می‌توان به مفهوم درآمدهای اختصاصی و درج آن در قوانین بودجه، ردیف‌های متفرقه و اختصاص سهمی از مالیات بر

ارزش افزوده به شهرداری‌ها، دهیاری‌ها و نوسازی مدارس اشاره داشت. رعایت نشدن اصل عدم تخصیص، می‌تواند تحقق حساب واحد خزانه بر اساس اصل (۵۳) قانون اساسی را نیز با چالش مواجه نماید.^۱

اصل تقدم درآمدها و هزینه‌ها

این اصل بیان می‌دارد که در تدوین بودجه ابتدا باید منابع درآمدی دولت از مجاری مختلف برآورد و پیش‌بینی شده و بر اساس آن هزینه‌های دستگاه‌ها مشخص گردیده و کسری نیز ایجاد نخواهد شد. ذکر این نکته ضروری است که اقتصاد هر کشوری در برهه‌هایی از تاریخ ممکن است با کاهش منابع عمومی و یا پیش‌گرفتن مصارف بر منابع عمومی روبه‌رو شود؛ به بیان دیگر، دچار کسری بودجه گردد. کسری بودجه به خودی خود دارای بار معنای منفی و ضد توسعه‌ای نبوده و چه‌بسا در برهه‌های از تاریخ ایجاد کسری بودجه به منظور اتخاذ سیاست‌های انبساط مالی و افزایش تقاضا توجیه‌پذیر و قابل دفاع باشد؛ اما آنچه باید مورد توجه قرار بگیرد شرایط به وجود آورنده و تشدیدکننده کسری بودجه است.^۲

اصل انعطاف‌پذیری

این اصل جابجایی و تغییر هزینه‌ها، طرح‌ها و برنامه‌های دستگاه‌های اجرایی بدون اینکه نیاز به تغییرات اعتبارات دستگاه وجود داشته باشد را امکان‌پذیر می‌کند. بند (ط) ماده (۲۸) قانون تنظیم بخشی از مقررات مالی دولت (۲) اجازه افزایش اعتبار طرح‌های عمرانی تا سقف ده (۱۰) درصد از محل کاهش اعتبارات سایر طرح‌ها را داده است. قابل ذکر است این مهم مستلزم هماهنگی و تأیید سازمان برنامه و بودجه کشور (متولی بودجه) و رعایت ماده (۲۲) قانون برنامه و بودجه مصوب ۱۳۵۱ است. همچنین، ماده (۷۹) قانون تنظیم بخشی از مقررات مالی دولت اجازه می‌دهد که اعتبار برنامه‌ها با فصول هزینه (اقلام هزینه) از محل کاهش اعتبار سایر برنامه‌ها یا فصول هزینه تا سی (۳۰) درصد افزایش می‌یابد.

اصل تعادل

یکی دیگر از اصول بودجه، تراز بودن آن می‌باشد، به بیان دیگر مساوی بودن منابع و مصارف بودجه است. این اصل، یکی از قدیمی‌ترین اصول بودجه است که توسط اقتصاددانان کلاسیک مطرح گردید. امروزه مفهوم اصل تعادل با برداشت اولیه آن کاملاً متفاوت است. در مالیه جدید اصل عدم تعادل جایگزین اصل تعادل نگردیده است. بلکه تعادل با زاویه دید وسیع‌تری مورد بررسی قرار می‌گیرد. در مالیه عمومی جدید تعادل بودجه حاصل تعادل مالی، اقتصادی، اجتماعی و پولی است و همین امر باعث شده است پای بودجه‌ریزی ادواری یا تعادل ادواری به میان کشیده شود. امروزه پیشرفت دانش اقتصادی و تکامل بودجه‌ریزی موجب شده است که تعادل سالانه جای خود را در بعضی از موارد به تعادل ادواری بدهد و بودجه نیز در نیم‌قرن گذشته از دخل و خرج

۱. به منظور آشنایی با مفهوم حساب واحد خزانه، الزامات، پیش‌نیازهای آن و همین‌طور ارزیابی آن در ایران به کاکائی و همکاران، ۱۳۹۹ رجوع نماید.

۲. به منظور آشنایی بیشتر با مفهوم کسری بودجه و شیوه‌های تأمین در دیگر کشورها، به گزارش «بررسی تجارب کشورهای همجوار پیرامون شیوه‌های تأمین کسری بودجه و درس‌هایی برای اقتصاد ایران» مرکز پژوهش‌های توسعه و آینده‌نگری (۱۳۹۹) رجوع شود.

خارج شده و به صورت ابزار سیاست‌گذاری درآمده است و بیشتر برای جلوگیری و یا لاقفل برای کاهش شدت بحران‌ها و نوسانات اقتصادی استفاده می‌شود.

اصل تخمینی بودن

قوه مقننه با تصویب لایحه بودجه مجوز وصول درآمدهای پیش‌بینی شده را به قوه مجریه می‌دهد. به بیان دیگر، این اجازه یک جواز مشروط بوده و وصول درآمدهای مزبور بدون قوانین مرتبط و پشتیبان مستقل امکان‌پذیر نیست. به عنوان نمونه، اخذ هرگونه مالیاتی منوط به قوانین پشتیبان است. ماده (۳۷) قانون محاسبات عمومی که به نوعی دال بر این اصل است تصریح می‌دارد: «پیش‌بینی درآمد و یا سایر منابع تأمین اعتبار در بودجه کل کشور مجوزی برای وصول از اشخاص تلقی نمی‌گردد و در هر مورد احتیاج به مجوز قانونی دارد. مسئولیت حصول صحیح به موقع درآمدها به عهده رؤسای دستگاه‌های اجرایی مربوط می‌باشد». ماده (۳۸) این قانون نیز اضافه می‌کند «وصول درآمدهایی که در بودجه کل کشور منظور نشده باشد طبق قوانین و مقررات مربوط به خود مجاز است».

اصل تحدیدی بودن هزینه‌ها

منظور از اصل تحدیدی بودن هزینه‌ها، آن است که حداکثر پرداخت‌ها در حد اعتبار مصوب باشد و تجاوز از آن ممنوع است. لذا هیچ پرداختی ولو به حکم قانون، بدون وجود اعتبار مصوب در سند بودجه مجاز نیست و تخلف محسوب می‌شود. منظور نمودن اعتبار و مصوب شدن آن در پارلمان، فقط گام ابتدایی برای برخورداری از یک حق، یعنی امکان هزینه کردن است و تمام آن نیست. به جز مواردی که از قوانین برای انعطاف و افزایش یک اعتبار مصوب استفاده می‌شود حداکثر خرج در یک موضوع معین به سقف تخصیص اعتبار، یعنی اجازه پرداختی که توسط سازمان برنامه و بودجه کشور به عهده خزانه‌داری کل گذاشته شده است محدود می‌شود. درواقع تخصیص اعتبار حداکثر معادل اعتبار مصوب است و می‌تواند کمتر از آن نیز باشد. هزینه نیز حداکثر معادل تخصیص اعتبار است و می‌تواند کمتر از آن نیز باشد پس هزینه محدود شده است.

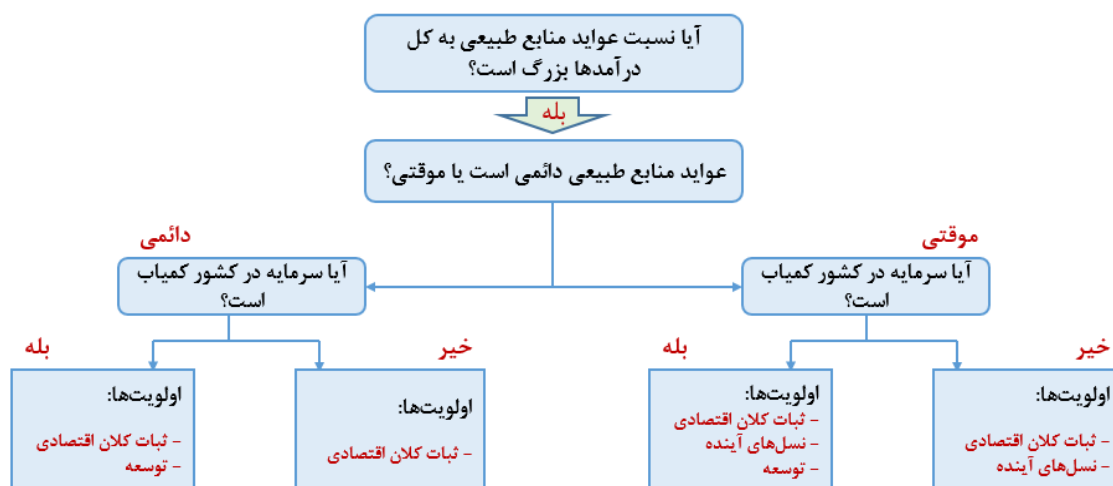
۱-۳- قواعد سیاست‌های مالی

قواعد مالی با تحمیل حد و مرزهای عددی بر شاخص‌های اساسی بودجه محدودیت‌های طولانی و پایداری را ایجاد خواهد کرد. از این‌رو، سقف‌های تعیین شده راهنمایی برای اجرای سیاست‌های مالی خواهد بود. هدف از قواعد مالی، اصلاح اختلال انگیزه‌ها و محدود نمودن فشارهای بیرونی برای مخارج اضافی، به‌ویژه در سال‌های رونق و تضمین‌کننده مسئولیت‌پذیری مالی و تحمل‌پذیری بدهی‌ها است. این قواعد باید شامل عوامل متعددی از جمله شاخص‌هایی برای تعیین موقعیت مالی، معیاری برای دستیابی به پایداری بلندمدت مالی، قاعده‌ای

برای تعیین مسیر مالی کوتاه‌مدت، میان‌مدت و ظرفیت انجام پیش‌بینی‌های بلندمدت منابع برای تنظیم قواعد مالی میان‌مدت باشد. بر این اساس قواعد یاد شده باید موارد زیر را تضمین نماید:^۱

- ثبات کلان مالی
- پایداری مالی برای کشورهایی با منابع موقتی حاصل از منابع طبیعی تمام شدنی
- تدریجی بودن روند افزایش و مخارج
- وجود پس‌اندازهای احتیاطی

بانسگارد و همکاران (۲۰۱۲)^۲ به منظور تعیین اولویت‌های قواعد مالی، فرایندی را برای تصمیم‌گیری ارائه می‌دهند. نمودار (۱) فرایند یاد شده را نشان می‌دهد، همان‌طور که ملاحظه می‌شود استفاده از عوامل منابع طبیعی و سهم آن به کل درآمدها از اهمیت ویژه‌ای برخوردار بوده و نقش آن در اولویت‌های قواعد مالی تعیین‌کننده است. همچنین، موقتی و یا دائمی بودن آن نیز قابل تأمل است.



نمودار ۱: فرایند تصمیم‌گیری در تعیین اولویت‌های قواعد مالی
مأخذ: کردیچه، ۱۳۹۷

قواعد مالی انواع مختلفی دارند و هر یک ویژگی‌های متفاوتی در زمینه اهداف، چگونگی اجرا و شفافیت دارند. این قواعد عبارتند از: «قاعده بدهی»، «قاعده تراز بودجه»، «قاعده هزینه‌ای»، «قاعده درآمدی»، در کشورهای وابسته به عواید حاصل از منابع طبیعی علاوه بر قواعد فوق، پنج قاعده مالی روبه‌رو نیز موضوعیت دارد: «قاعده تراز اولیه بدون درآمد حاصل از منابع طبیعی»، «قاعده مالی قیمت منابع طبیعی و تراز ساختاری»، «قاعده تراز جاری»، «قاعده تراز جاری بدون منابع طبیعی» و «قاعده تراز داخلی». در ادامه به طور خلاصه به این قواعد پرداخته می‌شود.^۳

۱. برای اطلاعات بیشتر به Baunsgaard, Villafurt & Plauski (2012) رجوع شود.

2. Baunsgaard, Villafurt & Plauski (2012)

۳. مطالب این بخش - قواعد مالی - از کتاب «بودجه و قاعده‌مندی سیاست مالی»، آقای محمد کردیچه اقتباس شده است.

قاعده مربوط به بدهی

قاعده مربوط به بدهی محدودیتی آشکار یا اهدافی برای بدهی دولت به صورت درصدی از تولید ناخالص داخلی برقرار می‌کند. این قاعده برحسب تعریف از نظر تضمین دستیابی به هدف بدهی می‌تواند اثربخشی زیادی داشته باشد، اما با توجه به اینکه تحت تأثیر قرار گرفتن سطح بدهی از طریق ارقام بودجه زمان‌بر است راه کوتاه‌مدتی برای تصمیم‌گیران نیست. بدهی‌ها می‌تواند از طریق عوامل خارج از کنترل دولت مانند تغییرات نرخ بهره، ارز و اقلام زیرخط تأمین مالی تأثیر پذیرد. در نتیجه نیاز به تعدیل‌های بزرگ غیرمنطقی باشد. علاوه بر این، قواعد مالی در زمان بروز تکانه‌ها در اقتصاد ممکن است موافق چرخه‌ای شود. از طرف دیگر زمانی که میزان بدهی کمتر از سقف تعیین شده باشد قاعده مذکور کارایی محدودکننده‌ای ندارد.

قاعده تراز بودجه

قاعده تراز بودجه در وهله اول بر نسبت بدهی تأثیر می‌گذارد. ضمن اینکه به میزان زیادی در کنترل سیاست‌گذاران است. بنابراین، این قاعده مالی راهکار عملیاتی مناسبی است و به تحمل‌پذیری بدهی‌ها کمک می‌کند. قواعد مالی تراز بودجه می‌تواند به صورت کلی تراز ساختاری، تراز تعدیل شده چرخه‌ای و تراز طی چرخه تجاری تعریف شود، در حالی که نوع اول هیچ‌گونه ویژگی تثبیت‌کننده اقتصادی ندارد. سه قاعده دیگر به طور مشخص تکانه‌های اقتصادی را هدف می‌گیرد.

قاعده هزینه‌ای

در قواعد هزینه‌ای، سقفی برای کل مخارج یا مخارج جاری به قیمت‌های ثابت یا اسمی تعیین می‌شود. این سقف به صورت رقم مطلق یا نرخ رشد و در بعضی موارد برحسب نسبتی از تولید ناخالص داخلی در دوره زمانی سه تا پنج سال تعریف می‌شود. این قاعده نقش تثبیت‌کننده سیاست در زمان تکانه‌های منفی را محدود نمی‌کند ولیکن می‌تواند افزایش درآمدهای اتفاقی و مشکل جذب مناسب مصارف را محدود نماید. علاوه بر این قواعد هزینه‌ای، نقش تثبیت‌کننده سیاست در زمان تکانه‌های منفی را محدود نمی‌کند. همان‌طور که نیازی به تعدیل یا کاهش اختیاری در درآمدها ندارد.

قاعده درآمدی

قواعد درآمدی، سقف یا کفی برای درآمدها تعیین می‌کند. هدف این قواعد کند کردن یا تسریع در روند گردآوری درآمدها و جلوگیری از اخذ مالیات‌های اضافی است. گفتنی است قواعد درآمدی به‌تنهایی ممکن است به سیاست‌های مالی موافق چرخه‌ای منجر شود، زیرا کف تعیین شده، معمولاً نمی‌تواند به صورت یک تثبیت‌کننده در زمان رکود یا سقف در زمان رونق عمل کند. با وجود این، قاعده درآمدی نیز می‌تواند مانند قاعده هزینه‌ای در تعیین اندازه دولت به طور مستقیم مؤثر باشد.

کشورهایی که از عواید حاصل از منابع طبیعی بهره‌مند هستند برای آن‌ها قواعد دیگری مطرح است که در ادامه مورد بررسی قرار گرفته است.

قاعده تراز اولیه بدون درآمد حاصل از منابع طبیعی

اتکا به این قاعده سبب تسهیل قطع ارتباط بین قاعده مالی و بی‌ثباتی درآمد منابع طبیعی می‌شود. همچنین، این قاعده می‌تواند بر اساس فرضیه درآمد دائمی یا ذخیره‌های اقتصادی دیگر بیان شود. این قاعده علاوه بر مصون داشتن سیاست مالی از بی‌ثباتی عواید منابع طبیعی، هدف تعیین شده به مدیریت کوتاه‌مدت تقاضا کمک می‌کند. تعیین مسیر تراز بدون منابع طبیعی، تهیه چارچوب‌های میان‌مدت مخارج را نیز تسهیل می‌نماید. روش مشکل‌تر تعیین تراز بدون منابع طبیعی، بر اساس ظرفیت قابل جذب است. جایگاه سیاست مالی باید در ارتباط با شاخص‌های کلیدی کلان اقتصادی مانند تورم، نرخ ارزی حقیقی و نرخ بهره تعیین شود.

قاعده مالی قیمت منابع طبیعی و تراز ساختاری

این قاعده مالی مبتنی بر قیمت منابع طبیعی و روند فزاینده یا کاهنده درآمد منبع طبیعی و هدف‌های مالی تعدیل شده است و ارتباط میان مخارج و بی‌ثباتی قیمت منبع طبیعی را قطع می‌کند. همچنین، قاعده مزبور به طور آشکار با بی‌ثباتی قیمت منابع طبیعی مربوط است و اجازه می‌دهد تراز مالی کلی استاندارد با نوسانات درآمدی منبع طبیعی حرکت کند.

قاعده تراز جاری

این تراز با خارج کردن سرمایه‌گذاری دولت از تراز کلی به دست می‌آید. اشکال این قاعده ایجاد عدم شفافیت در سیاست مالی است. همچنین، مشکلات مربوط به طبقه‌بندی مخارج هزینه‌ای و سرمایه‌ای نادیده گرفته شده که به مشکلات حسابداری منجر می‌گردد.

قاعده تراز جاری بدون منبع طبیعی

در این قاعده مخارج سرمایه‌ای و درآمد منبع طبیعی از تراز کلی حذف می‌شود. این قاعده با وجود آنکه از دیدگاه نظری توجیه‌پذیر است، اما از بعد اجرایی ممکن است موجب ایجاد مشکلاتی شود. زیرا قاعده معنی‌داری برای سیاست پولی فراهم نمی‌کند و موجب می‌شود مخارج جاری اهمیت کمتری داشته باشد. لازم به ذکر است، برخورد جداگانه با هزینه سرمایه‌ای ممکن است به ایجاد دو بودجه موازی منجر شود.

قاعده تراز داخلی

این تراز از کسر مبادلات با سایر کشورها از تراز کلی مالی حاصل می‌شود. در این قاعده درآمد منبع طبیعی غالب و محتوای وارداتی مخارج دولت، به‌ویژه مخارج سرمایه‌گذاری حذف می‌شود. دشواری تعیین محتوای وارداتی مخارج دولت و مشکلات حسابداری مرتبط با آن از مهم‌ترین مشکلات این قاعده است. بسیاری از کشورها از تلفیق قواعد فوق‌الذکر استفاده می‌کنند. قواعد مالی اثر مشابهی در پایداری، تثبیت اقتصادی و تعیین سقف متغیرهای مالی ندارد و استفاده ترکیبی از این قواعد می‌تواند مؤثرتر باشد. به عنوان مثال، قاعده بدهی همراه با قاعده هزینه با تحمل‌پذیری بدهی ارتباط برقرار می‌کند. ضمن اینکه به سیاست‌گذاران در تصمیم‌گیری کوتاه‌مدت کمک می‌کند و امکان هدف‌گذاری مخالف چرخه‌ای و تعیین اندازه دولت را میسر می‌سازد. این مهم می‌تواند با ترکیبی از قاعده بدهی و قاعده تراز بودجه تعدیل شده چرخه‌ای حاصل شود.^۱

۱. برای آشنایی بیشتر با قواعد مالی در کشورهای صادرکننده نفت و همین‌طور تجارب دیگر کشورها به کردبچه ۱۳۹۷ رجوع شود.

۲- تأمین مالی بودجه عمومی ایران طی ۸ سال اخیر

دولت برای اجرای مأموریت‌هایی که از سوی مردم به آن محول شده است باید منابع لازم را از اقتصاد به شیوه‌ای مناسب و به مقدار کافی جمع‌آوری کند و این منابع را به طور مسئولانه، کارا و اثربخش به اولویت‌های عمومی تخصیص دهد، این فرایند که در طی یک سال مالی در جریان است بودجه‌ریزی نام دارد. مسئله اساسی بودجه، تصمیم‌گیری در مورد منابع محدود است، منابع همه دولت‌ها محدود است و گاه بر اساس شرایط اقتصادی محدودتر هم می‌شود.

بر اساس قوانین ایران، منابع بودجه کل کشور شامل «منابع بودجه عمومی دولت» و «منابع بودجه شرکت‌های دولتی، مؤسسات انتفاعی وابسته به دولت و بانک‌ها» است. منابع بودجه عمومی دولت دربرگیرنده، «درآمدها عمومی»،^۱ «واگذاری دارایی‌های سرمایه‌ای» «واگذاری دارایی‌های مالی» و «درآمدهای اختصاصی دولت» است.^۲ منابع بودجه شرکت‌های دولتی، مؤسسات انتفاعی وابسته به دولت و بانک‌ها نیز شامل درآمدها و سایر منابع تأمین اعتبار می‌باشد. منظور از درآمد، منابع دریافتی حاصل از فروش کالا و خدمات و سایر منابع تأمین اعتبار نیز اشاره به وام‌های داخلی و خارجی، تسهیلات بانکی، پذیره‌نویسی، حق انشعاب، ودیعه مشترکان و انتشار اوراق مالی دارد. در ادامه اجزای هر کدام از منابع عمومی دولت^۳ بررسی شده است.

جدول (۱) منابع مصوب بودجه عمومی دولت را طی دوره ۱۳۹۳-۱۴۰۰ نشان می‌دهد، همان‌طور که ملاحظه می‌شود بودجه عمومی دولت طی دوره مورد بررسی بیش از پنج برابر شده است. به بیان دیگر، (۲،۳۵۰/۱) هزار میلیارد ریال سال ۱۳۹۳ به بیش از (۱۳،۷۳۷) هزار میلیارد ریال در سال ۱۴۰۰ رسیده است.

جدول ۱: منابع بودجه عمومی دولت طی دوره ۱۳۹۳-۱۴۰۰ / مصوب / هزار میلیارد ریال

منابع درآمدی / سال	۱۳۹۳	۱۳۹۴	۱۳۹۵	۱۳۹۶	۱۳۹۷	۱۳۹۸	۱۳۹۹	۱۴۰۰
درآمدها	۱۰۰۰۳،۵	۱۰۲۸۸،۵	۱،۵۷۳،۸	۱،۷۴۱،۰	۲،۱۶۱،۹	۲،۳۸۹،۸	۲،۸۸۸،۰	۴،۵۴۹
واگذاری دارایی‌های سرمایه‌ای	۷۹۸،۸	۷۲۷،۳	۷۹۰،۵	۱،۱۸۹،۵	۱،۰۷۵،۶	۱،۵۸۵،۲	۱،۰۷۴،۹	۳،۹۵۵،۵
واگذاری دارایی‌های مالی	۳۰۹،۴	۳۴۷	۵۷۹،۶	۵۳۷	۶۳۰،۴	۵۱۰،۸	۱،۷۴۷،۳	۴،۲۷۴،۷
جمع منابع عمومی دولت	۲،۱۱۱،۷	۲،۳۶۲،۸	۲،۹۴۳،۹	۳،۴۶۷،۵	۳،۸۶۷،۹	۴،۴۸۵،۸	۵،۷۱۰،۱	۱۲،۷۷۹،۲
درآمدهای اختصاصی	۲۳۸،۴	۳۸۱،۳	۴۱۱	۵۲۱،۰	۵۷۰،۷	۷۱۴،۳	۷۸۸،۰	۹۵۸،۵
منابع بودجه عمومی دولت	۲،۳۵۰،۱	۲،۷۴۴،۱	۳،۳۵۴،۹	۳،۹۸۸،۵	۴،۴۳۸،۶	۵،۲۰۰،۱	۶،۴۹۸،۱	۱۳،۷۳۷،۷

مأخذ: قوانین بودجه‌های سنواتی ۱۳۹۳-۱۴۰۰ کل کشور

۱. در قوانین بودجه معمولاً به ذکر کلمه «درآمد» بسنده می‌شود، اما در اینجا برای تشریح بهتر از مفهوم این کلمه، از عبارت «درآمدهای عمومی» استفاده می‌شود.

۲. منابع اختصاصی معمولاً منابعی هستند که محل مصرفشان همان دستگاه ایجادکننده درآمد است.

۳. منابع حاصل از «درآمدهای عمومی»، «واگذاری دارایی‌های سرمایه‌ای» و «واگذاری دارایی‌های مالی»، منابع عمومی دولت گفته می‌شود. به بیان دیگر، منابع بودجه عمومی دولت، بدون احتساب «درآمدهای اختصاصی»، منابع عمومی دولت گفته می‌شود.

در جدول (۲) تغییرات منابع بودجه عمومی دولت طی دوره ۱۳۹۴-۱۴۰۰ ارائه شده است. همان‌طور که ملاحظه می‌شود در بیشتر سال‌هایی که منابع واگذاری دارایی‌های سرمایه‌ای کاهش یافته، این مهم از محل افزایش منابع واگذاری دارایی‌های مالی جبران شده است. به عنوان مثال در سال ۱۳۹۹ که منابع حاصل از واگذاری دارایی‌های سرمایه‌ای بیش از سی (۳۰) درصد کاهش یافته، واگذاری دارایی‌های مالی بیش از دویست و چهل (۲۴۰) درصد افزایش داشته است. در سال ۱۴۰۰ نیز با وجود آنکه منابع پیش‌بینی شده (مصوب شده) از محل واگذاری دارایی‌های سرمایه‌ای افزایش بیش از دویست و شصت (۲۶۰) درصدی داشته، واگذاری دارایی‌های مالی نیز قریب به صد و پنجاه (۱۵۰) درصد رشد یافته است. طی دوره مورد بررسی، بودجه عمومی ۱۴۰۰ بالاترین افزایش را تجربه کرده است به گونه‌ای که بیش از صد و ده (۱۱۰) درصد رشد یافته است.

جدول ۲: تغییرات منابع درآمدی بودجه عمومی طی دوره ۱۳۹۴-۱۴۰۰ / مصوب / درصد

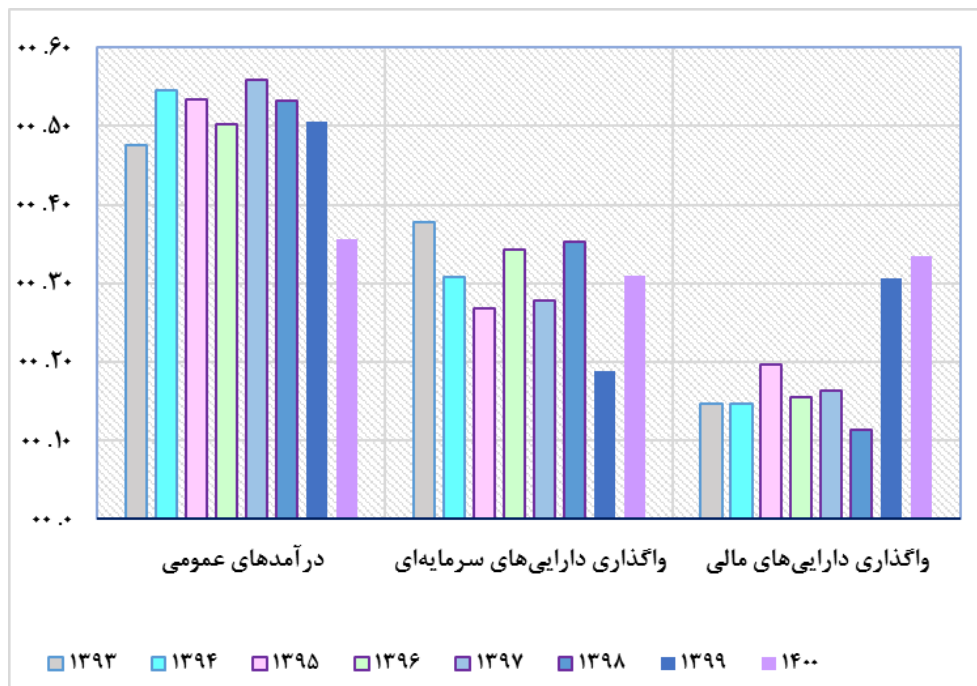
۱۴۰۰	۱۳۹۹	۱۳۹۸	۱۳۹۷	۱۳۹۶	۱۳۹۵	۱۳۹۴	منابع درآمدی / سال ^۱
۵۷,۵۱	۲۰,۸۵	۱۰,۵۵	۲۴,۱۸	۱۰,۶۲	۲۲,۱۴	۲۸,۴۰	درآمدها
۲۶۷,۹۹	(۳۲,۱۹)	۴۷,۳۸	(۹,۵۸)	۵۰,۴۷	۸,۷۰	(۸,۹۵) ^۲	واگذاری دارایی‌های سرمایه‌ای
۱۴۴,۶۶	۲۴۲,۰۹	(۱۸,۹۸)	۱۷,۳۸	(۷,۳۵)	۶۷,۰۲	۱۲,۱۷	واگذاری دارایی‌های مالی
۱۲۳,۸	۲۷,۲۹	۱۵,۹۸	۱۱,۵۵	۱۷,۷۹	۲۴,۵۹	۱۱,۸۹	جمع منابع عمومی دولت
۲۱,۶۴	۱۰,۳۲	۲۵,۱۵	۹,۵۴	۲۶,۷۸	۷,۷۸	۵۹,۹۲	درآمدهای اختصاصی
۱۱۱,۴۱	۲۴,۹۶	۱۷,۱۶	۱۱,۲۸	۱۸,۸۹	۲۲,۲۶	۱۶,۷۷	منابع بودجه عمومی دولت

مأخذ: قوانین بودجه‌های سنواتی ۱۳۹۳-۱۴۰۰ کل کشور

نمودار (۲) سهم اجزای منابع عمومی دولت را طی دوره ۱۳۹۳-۱۴۰۰ را نشان می‌دهد، همان‌طور که ملاحظه می‌شود درآمدهای عمومی بالاترین سهم در تأمین منابع عمومی دولت دارد. طی دوره مورد بررسی به جز سال‌های ۱۳۹۹ و ۱۴۰۰ سهم منابع حاصل از واگذاری دارایی‌های مالی کمتر از بیست (۲۰) درصد بوده است، اما در دو سال اخیر به بیش از سی (۳۰) درصد رسیده است. از دیگر سو، سهم منابع حاصل از واگذاری دارایی‌های سرمایه‌ای همواره حدود سی (۳۰) درصد بوده است، اما در سال ۱۳۹۹ این مهم به دلیل تشدید تحریم‌های بین‌المللی و محدودیت‌های صادرات نفت و فرآورده‌های نفتی به کمتر از بیست (۲۰) درصد کاهش یافت.

۱. تغییرات منابع درآمدی از سال ۱۳۹۴ به این سو مورد بررسی قرار گرفته است.

۲. اعداد داخل پرانتز به منزله منفی بودن ارقام است.

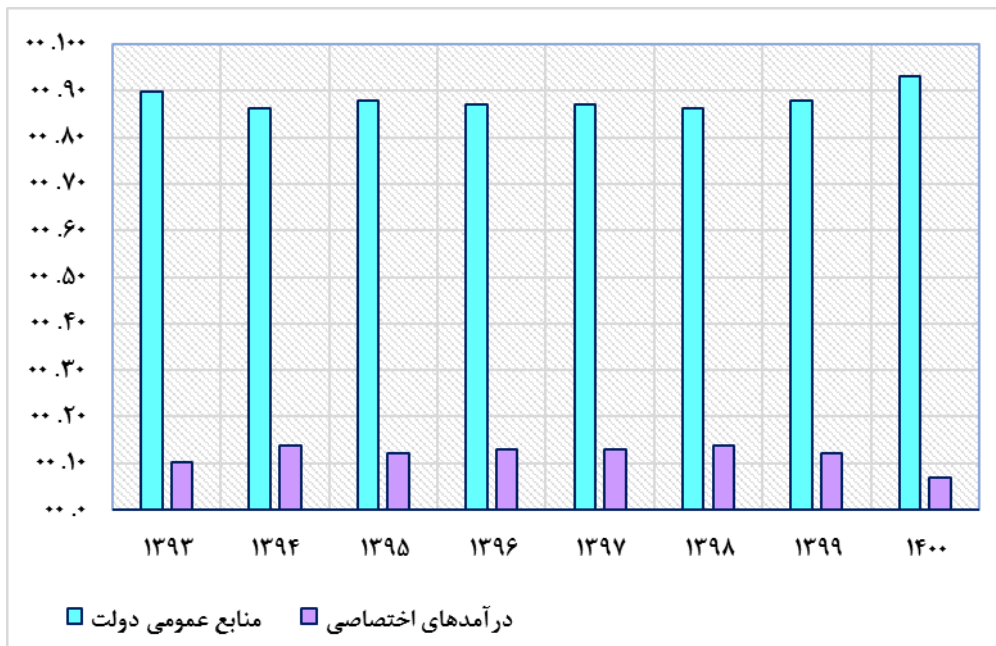


نمودار ۲: سهم منابع بودجه عمومی دولت طی دوره ۱۳۹۳-۱۴۰۰ درصد

مأخذ: قوانین بودجه‌های سنواتی ۱۳۹۳-۱۴۰۰ کل کشور

در نمودار (۳) سهم منابع عمومی و منابع اختصاصی در تأمین بودجه عمومی دولت نشان داده شده است. طی دوره ۱۳۹۳-۱۳۹۹ حدود نود (۹۰) درصد بودجه عمومی از منابع عمومی تأمین شده است. این مهم در سال ۱۴۰۰ به بیش از نود (۹۰) درصد نیز افزایش یافته است. به بیان دیگر، در سال ۱۴۰۰ کمتر از ده (۱۰) درصد بودجه عمومی را منابع اختصاصی تشکیل می‌دهد. قابل ذکر است، بر اساس ماده (۱۴) قانون محاسبات عمومی^۱، درآمد اختصاصی عبارت است از درآمدهایی که به موجب قانون برای مصرف یا مصارف خاص در بودجه کل کشور تحت عنوان درآمد اختصاصی منظور می‌گردد تعریف می‌شود.

۱. درآمد اختصاصی عبارت است از درآمدهایی که به موجب قانون برای مصرف یا مصارف خاص در بودجه کل کشور تحت عنوان درآمد اختصاصی منظور می‌شود و دولت موظف است حداکثر تا سه سال پس از تصویب این قانون، بودجه اختصاصی را حذف نماید.



نمودار ۳: سهم منابع عمومی و درآمدهای اختصاصی از بودجه عمومی طی دوره ۱۳۹۳-۱۴۰۰ / درصد
 مأخذ: قوانین بودجه‌های سنواتی ۱۳۹۳-۱۴۰۰ کل کشور

در جدول (۳) ارقام مصوب، عملکرد و تفاوت (میزان انحراف)^۱ منابع عمومی دولت طی دوره ۱۳۹۳-۱۴۰۰ نشان می‌دهد که بالاترین میزان تحقق مربوط به سال ۱۳۹۹ است؛ به بیان دیگر، در این سال بیش از صد (۱۰۰) درصد منابع عمومی دولت وصول و تخصیص یافته است. از دیگر سو، پایین‌ترین میزان تحقق پذیری نیز مربوط به سال ۱۳۹۳ است که بیش از پانزده (۱۵) درصد منابع عمومی بر اساس قانون بودجه آن سال، عملیاتی نشده است.

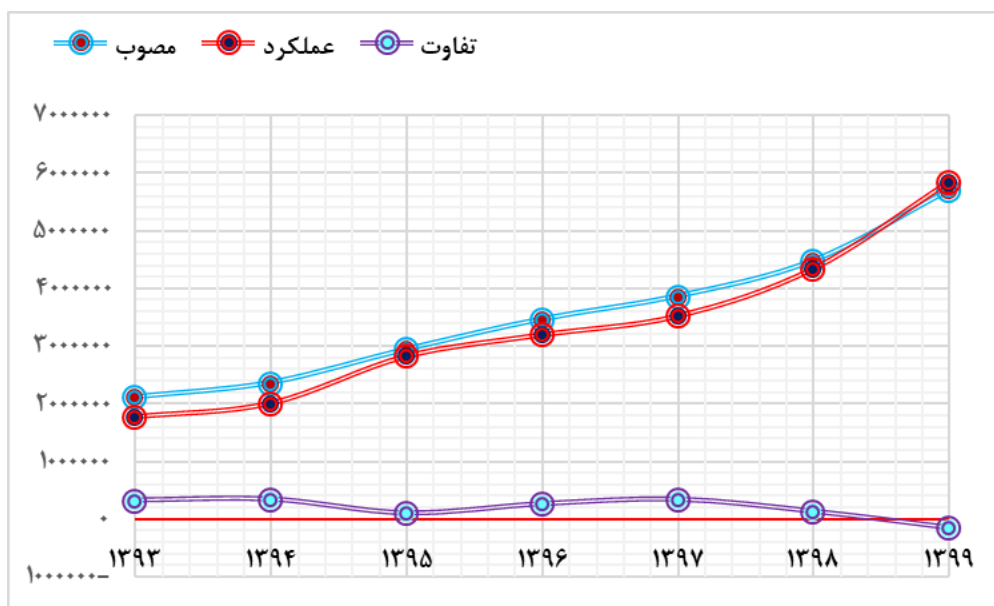
جدول ۳: ارقام مصوب، عملکرد و تفاوت (میزان انحراف) منابع عمومی دولت / میلیارد ریال / درصد

شرح / سال	۱۳۹۹	۱۳۹۸	۱۳۹۷	۱۳۹۶	۱۳۹۵	۱۳۹۴	۱۳۹۳
مصوب	۵,۷۱۰,۱۳۶	۴,۴۸۵,۸۱۱	۳,۸۶۷,۸۶۶	۳,۴۶۷,۵۲۰	۲,۹۴۳,۹۳۷	۲,۳۶۲,۸۱۷	۲,۱۱۱,۶۵۹
عملکرد	۵,۸۴۵,۱۸۰	۴,۳۴۵,۹۷۰	۳,۵۲۴,۸۴۶	۳,۲۰۰,۱۸۶	۲,۸۳۱,۵۹۸	۲,۰۱۷,۰۷۸	۱,۷۸۳,۲۴۴
تفاوت	(۱۳۵,۰۴۴)	۱۳۹,۸۴۱	۳۴۳,۰۲۰	۲۶۷,۳۳۴	۱۱۲,۳۳۹	۳۴۵,۷۳۹	۳۲۸,۴۱۵
درصد تحقق	۱۰۲,۳	۹۶,۹	۹۱,۱	۹۲,۳	۹۶,۲	۸۵,۴	۸۴,۴

مأخذ: قوانین بودجه سنواتی ۱۳۹۳-۱۳۹۹، گزارش تفریح بودجه سال ۱۳۹۹ و گزارش عملکرد برنامه‌های پنجم و ششم توسعه، سازمان برنامه و بودجه کشور

نمودار (۴) میزان عملیاتی شده منابع عمومی دولت را نشان می‌دهد در سال‌های ۱۳۹۳ و ۱۳۹۴ حدود پانزده (۱۵) درصد منابع عمومی عملیاتی نشده است. این مهم در دیگر سال‌های مورد بررسی به مراتب پایین‌تر بوده است، به گونه‌ای که سال ۱۳۹۸ حدود سه (۳) درصد عملیاتی نشده است. همچنین در سال‌های ۱۳۹۶ و ۱۳۹۷ نیز این مهم قابل توجه بوده است.

۱. رقم مصوب از میزان عملکرد کسر می‌گردد.



نمودار ۴: ارقام مصوب، عملکرد و میزان انحراف منابع عمومی دولت طی دوره ۱۳۹۳-۱۳۹۸/میلیارد ریال
 مأخذ: قوانین بودجه سنواتی ۱۳۹۳-۱۳۹۹، گزارش تفریغ بودجه سال ۱۳۹۹ و گزارش عملکرد برنامه‌های پنجم و ششم توسعه، سازمان برنامه و بودجه کشور

۲-۱- درآمدهای عمومی

در اسناد فرادست بودجه‌ریزی (قانون محاسبات عمومی)^۱ درآمد عمومی عبارت است از درآمدهای وزارتخانه‌ها و مؤسسات دولتی و مالیات و سود سهام شرکت‌های دولتی و درآمد حاصل از انحصارات و مالکیت و سایر درآمدهایی که در قانون بودجه کل کشور تحت عنوان درآمد عمومی منظور می‌شود. به بیان دیگر، در قوانین بودجه ایران درآمدهای عمومی مشتمل بر شش (۶) بند است که عبارتند از:

- بند اول: درآمدهای مالیاتی
- بند دوم: درآمدهای ناشی از کمک‌های اجتماعی
- بند سوم: درآمدهای حاصل از مالکیت دولت
- بند چهارم: درآمدهای حاصل از فروش کالا و خدمات
- بند پنجم: درآمدهای حاصل از جرائم و خسارات
- بند ششم: درآمدهای متفرقه.

در جدول (۴) ارقام مصوب درآمدهای عمومی و اجزای آن طی دوره ۱۳۹۳-۱۴۰۰ ارائه شده است. لازم به ذکر است طی دوره مورد بررسی درآمدهای ناشی از کمک‌های اجتماعی دولت صفر گزارش شده است.

۱. ماده (۱۰)

جدول ۴: ارقام مصوب درآمدهای عمومی و اجزای آن طی دوره ۱۳۹۳-۱۴۰۰/ هزار میلیارد ریال

درآمدها	۱۳۹۳	۱۳۹۴	۱۳۹۵	۱۳۹۶	۱۳۹۷	۱۳۹۸	۱۳۹۹	۱۴۰۰
درآمدهای مالیاتی	۷۰۲,۵	۸۸۳,۹	۱,۰۳۸,۳	۱,۱۶۴,۶	۱,۴۲۰,۸	۱,۷۲۵,۴	۲,۰۴۵,۲	۳,۲۵۲,۴
درآمدهای حاصل از مالکیت دولت	۱۸۹,۰	۲۱۷,۹	۲۳۸,۹	۲۷۵,۷	۳۷۷,۳	۲۷۵,۲	۴۱۲,۲	۴۸۵,۰
درآمدهای حاصل از فروش کالا و خدمات	۵۴,۹	۶۸,۷	۷۶,۸	۹۴,۵	۱۰۹,۹	۱۰۲,۱	۱۲۸,۵	۱۴۸,۱
درآمدهای حاصل از جرائم و خسارات	۲۰,۲	۶۷,۱	۸۴,۶	۷۱,۵	۷۶,۷	۸۲,۲	۸۹,۰	۱۰۸,۲
درآمدهای متفرقه	۳۶,۹	۵۰,۹	۱۳۵,۲	۱۳۴,۷	۱۷۷,۳	۲۰۴,۹	۲۱۳,۱	۵۵۵,۳
جمع	۱,۰۰۳,۵	۱,۲۸۸,۵	۱,۵۷۳,۸	۱,۷۴۱,۰	۲,۰۱۶,۹	۲,۳۸۹,۸	۲,۸۸۸,۰	۴,۵۴۹,۰

مأخذ: قوانین بودجه‌های سنواری ۱۳۹۳-۱۴۰۰ کل کشور

در جدول (۵) تغییرات درآمدهای عمومی و اجزای آن طی دوره مورد بررسی ارائه شده است. همان‌طور که ملاحظه می‌شود به جز درآمدهای مالیاتی، سایر منابع درآمدی از الگوی خاصی پیروی نمی‌کند و تغییرات آن‌ها همواره دستخوش نوسان است. به عنوان مثال، درآمدهای حاصل از مالکیت دولت در سال ۱۳۹۸ بیش از بیست و پنج (۲۵) درصد کاهش یافته است. در حالی که در سال ۱۳۹۹ این مهم رشد قریب به پنجاه (۵۰) درصدی را تجربه کرده است. در ارتباط با درآمدهای مالیاتی نیز که سهم عمده درآمدهای عمومی را شامل می‌شود، همواره روند صعودی دارد و بالاترین نرخ رشد مربوط به سال ۱۴۰۰ است که حدود شصت (۶۰) درصد است.

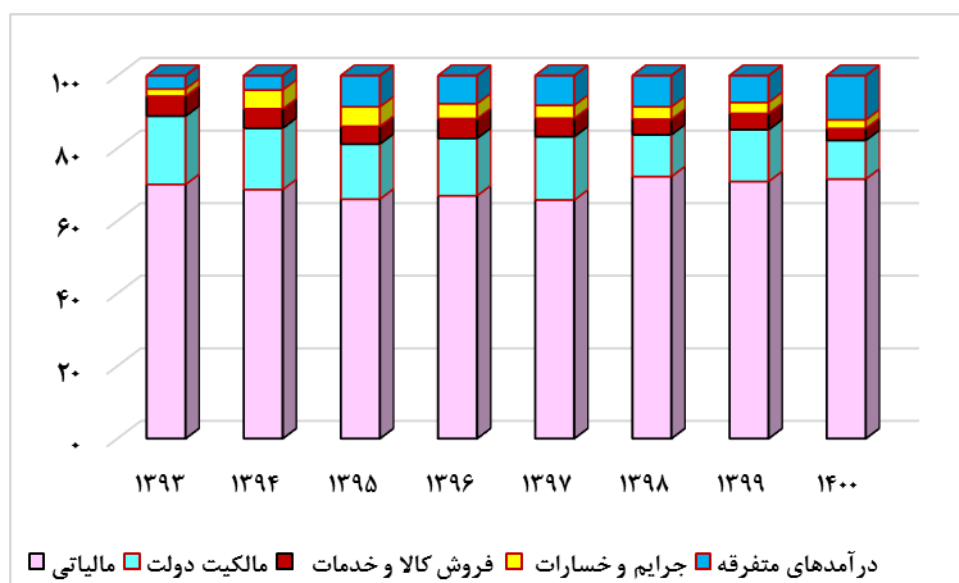
جدول ۵: تغییرات درآمدهای عمومی و اجزای آن طی دوره ۱۳۹۴-۱۴۰۰/ درصد

درآمدها	۱۳۹۴	۱۳۹۵	۱۳۹۶	۱۳۹۷	۱۳۹۸	۱۳۹۹	۱۴۰۰
درآمدهای مالیاتی	۲۵,۸۱	۱۷,۴۷	۱۲,۱۶	۲۲,۰۰	۲۱,۴۴	۱۸,۵۴	۵۹,۰۳
درآمدهای حاصل از مالکیت دولت	۱۵,۳۴	۹,۶۲	۱۵,۳۹	۳۶,۸۶	(۲۷,۰۴)	۴۹,۷۷	۱۷,۶۵
درآمدهای حاصل از فروش کالا و خدمات	۲۵,۱۹	۱۱,۷۷	۲۳,۰۷	۱۶,۲۴	(۷,۰۳)	۲۵,۸۵	۱۵,۲۰
درآمدهای حاصل از جرائم و خسارات	۲۳۱,۶۸	۲۶,۱۳	(۱۵,۴۸)	۷,۲۴	۷,۲۲	۸,۱۶	۲۱,۶۶
درآمدهای متفرقه	۳۸,۰۵	۱۶۵,۵۹	(۰,۳۸)	۳۱,۶۱	۱۵,۵۷	۴,۰۳	۱۶۰,۵۹
جمع	۲۸,۴۰	۲۲,۱۴	۱۰,۶۲	۲۴,۱۸	۱۰,۵۵	۲۰,۸۵	۵۷,۵۱

مأخذ: قوانین بودجه‌های سنواری ۱۳۹۳-۱۴۰۰ کل کشور

نمودار (۵) سهم اجزای درآمدهای عمومی طی دوره مورد بررسی را نشان می‌دهد. همان‌طور که ملاحظه می‌شود بالاترین سهم به درآمدهای مالیاتی اختصاص دارد؛ به عبارت دیگر، درآمدهای مالیاتی بیش از شصت (۶۰) درآمدهای عمومی را پوشش می‌دهد. درآمدهای حاصل از مالکیت دولت و درآمدهای متفرقه به ترتیب در رتبه‌های دوم و سوم قرار می‌گیرند. پایین‌ترین سهم نیز مربوط به درآمدهای ناشی از جرائم و خسارات است.^۱

۱. به منظور آشنایی با سهم دستگاه‌های عمده تأمین منابع عمومی دولت به کاکائی (۱۳۹۹) رجوع شود.



نمودار ۵: سهم اجزای درآمدهای عمومی طی دوره ۱۳۹۳-۱۴۰۰ / درصد

مأخذ: قوانین بودجه های سنواتی ۱۳۹۳-۱۴۰۰ کل کشور

در جدول (۶) ارقام مصوب، عملکرد و میزان عملیاتی شده درآمدهای عمومی طی دوره ۱۳۹۳-۱۴۰۰ بررسی شده است. همان طور که ملاحظه می شود بالاترین و پایین ترین میزان تحقق درآمدهای عمومی به ترتیب مربوط به سال های ۱۳۹۳ و ۱۳۹۷ است. به بیان دیگر، در سال ۱۳۹۳ کمتر از سه (۳) درصد و در سال ۱۳۹۷ پانزده (۱۵) درصد درآمدهای عمومی وصول (عملیاتی) نشده است.

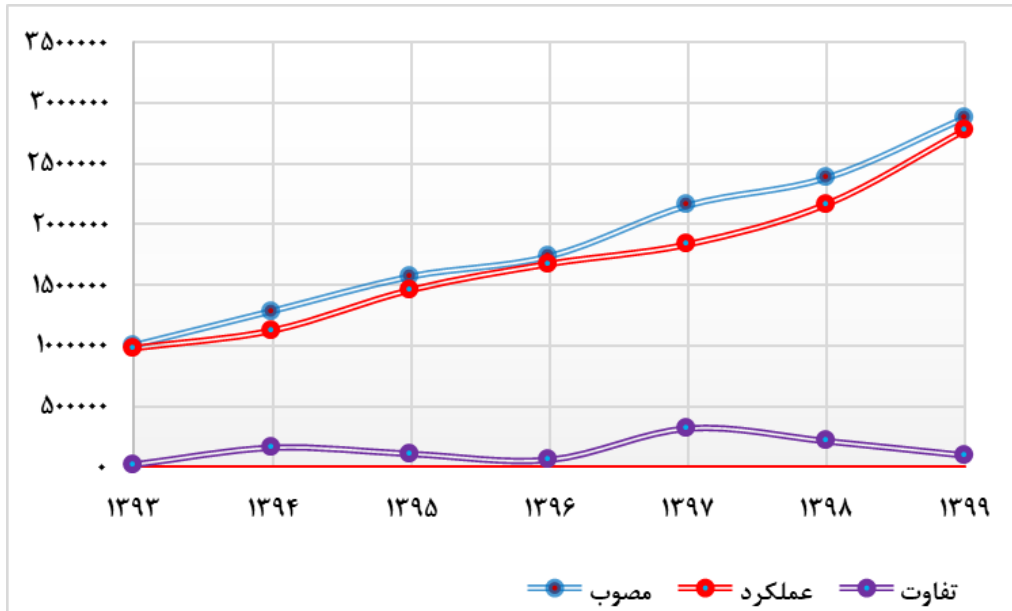
جدول ۶: ارقام مصوب، عملکرد و تفاوت (میزان انحراف) درآمدهای عمومی / میلیارد ریال / درصد

شرح / سال	۱۳۹۳	۱۳۹۴	۱۳۹۵	۱۳۹۶	۱۳۹۷	۱۳۹۸	۱۳۹۹
مصوب	۱,۰۰۳,۴۸۷	۱,۲۸۸,۵۰۹	۱,۵۷۳,۷۹۸	۱,۷۴۰,۹۶۱	۲,۱۶۱,۸۵۱	۲,۳۸۹,۸۲۹	۲,۸۸۷,۹۹۱
عملکرد	۹۷۷,۹۶۳	۱,۱۲۳,۷۴۵	۱,۴۶۰,۶۵۴	۱,۶۷۶,۰۳۳	۱,۸۳۸,۰۷۶	۲,۱۷۱,۸۲۹	۲,۷۸۷,۵۳۰
تفاوت	۲۵,۵۲۴	۱۶۴,۷۶۴	۱۱۳,۱۴۴	۶۴,۹۲۸	۳۲۳,۷۷۵	۲۱۸,۰۰۰	۱۰۰,۴۶۱
درصد تحقق	۹۷,۵	۸۷,۲	۹۲,۸	۹۶,۳	۸۵,۰	۹۰,۹	۹۶,۵

مأخذ: قوانین بودجه سنواتی ۱۳۹۳-۱۳۹۹، گزارش تفریغ بودجه سال ۱۳۹۹ و گزارش عملکرد برنامه های پنجم و ششم توسعه، سازمان برنامه و بودجه کشور

نمودار (۶) عملیاتی شدن درآمدهای عمومی طی دوره مورد بررسی را نشان می دهد. همان طور که ملاحظه می شود در سال های ۹۸-۱۳۹۷ که تحریم های بین المللی اقتصاد کشور را با چالش مواجه نمود، میزان وصول درآمدهای عمومی نیز کاهش یافته است. بررسی این مهم از اهمیت ویژه برخوردار است که تأثیرگذاری تحریم ها و محدودیت های بین المللی به چه میزان بوده است. میزان تحقق درآمدهای مالیاتی در بودجه عمومی از اهمیت ویژه ای برخوردار است. همان طور که پیش تر از نظر گذشت، رقم مصوب درآمدهای مالیاتی در سال ۱۳۹۸ نسبت به سال ۱۳۹۷ حدود بیست و یک و نیم (۲۱/۵) درصد افزایش یافته است. بررسی ها حاکی از آن است

که عملکرد درآمدهای مالیاتی در سال یاد شده حدود هجده (۱۸) درصد افزایش یافته است. به بیان دیگر، تحقق درآمدهای مالیاتی در سال ۱۳۹۸ حدود نود و سه (۹۳) درصد بوده است، در حالی که در سال ۱۳۹۹ این مهم بیش از میزان مصوب، عملکرد داشته است.



نمودار ۶: ارقام مصوب، عملکرد و میزان انحراف درآمدهای عمومی طی دوره ۱۳۹۳-۱۳۹۸ / میلیارد ریال
 مأخذ: قوانین بودجه سنواتی ۱۳۹۳-۱۳۹۹، گزارش تفریح بودجه سال ۱۳۹۹ و گزارش عملکرد برنامه‌های پنجم و ششم توسعه، سازمان برنامه و بودجه کشور

۲-۲- واگذاری دارایی‌های سرمایه‌ای

منابع حاصل از واگذاری دارایی‌های سرمایه‌ای در سه بند به شرح ذیل دسته‌بندی می‌شوند:

- بند اول: منابع حاصل از نفت و فرآورده‌های نفتی
 - بند دوم: منابع حاصل از فروش و واگذاری اموال منقول و غیرمنقول
 - بند سوم: منابع حاصل واگذاری طرح‌های تملک دارایی‌های سرمایه‌ای
- جدول (۷) منابع حاصل از واگذاری دارایی‌های سرمایه‌ای و اجزای آن طی دوره ۱۳۹۳-۱۴۰۰ که در قوانین بودجه‌های سنواتی تصویب شده است ارائه می‌دهد.

جدول ۷: ارقام مصوب واگذاری دارایی‌های سرمایه‌ای و اجزای آن طی دوره ۱۳۹۳-۱۴۰۰/ هزار میلیارد ریال

۱۴۰۰	۱۳۹۹	۱۳۹۸	۱۳۹۷	۱۳۹۶	۱۳۹۵	۱۳۹۴	۱۳۹۳	واگذاری دارایی‌های سرمایه‌ای
۳.۴۹۲,۷	۵۶۹,۴	۱.۵۳۰,۷	۱.۰۱۰,۱	۱.۱۳۹,۰	۷۴۵,۰	۵۳۷,۴	۷۷۸,۰	نفت و فرآورده‌های نفتی
۴۵۲,۸	۴۹۵,۵	۴۴,۵	۲۵,۵	۱۵,۵	۱۵,۵	۱۷,۵	۱۰,۸	فروش و واگذاری اموال منقول و غیرمنقول
۱۰,۰	۱۰,۰	۱۰,۰	۴۰,۰	۳۵,۰	۳۰,۰	۱۰,۰	۱۰,۰	واگذاری طرح‌های تملک دارایی‌های سرمایه‌ای
۳.۹۵۵,۵	۱.۰۷۴,۹	۱.۵۸۵,۲	۱.۰۷۵,۶	۱.۱۸۹,۵	۷۹۰,۵	۵۶۴,۸	۷۹۸,۸	جمع

مأخذ: قوانین بودجه‌های سنواتی ۱۳۹۳-۱۴۰۰ کل کشور

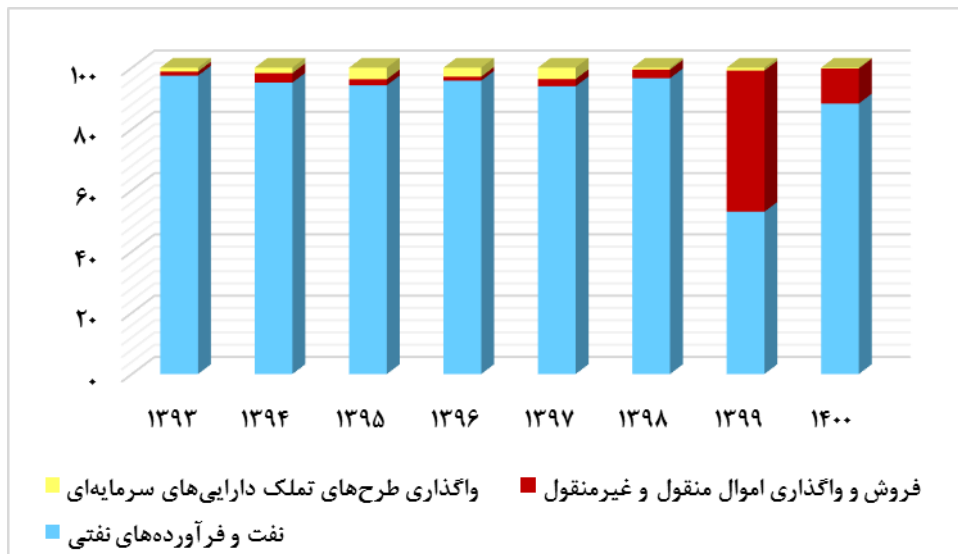
جدول (۸) تغییرات واگذاری دارایی‌های سرمایه‌ای و اجزای آن طی دوره ۱۳۹۳-۱۴۰۰ را نشان می‌دهد، همان‌طور که ملاحظه می‌شود منابع حاصل از نفت و فرآورده‌های نفتی به‌عنوان یکی از منابع عمده این بخش، همواره دست‌خوش نوسان بوده است. نوسانات این بخش ریشه در تغییر قیمت جهانی نفت و میزان صادرات و فرآورده‌های آن دارد. به عنوان مثال، در سال ۱۳۹۴ به دلیل کاهش قیمت جهانی نفت، با وجود گشایش‌های بین‌المللی منابع حاصل از فروش نفت و فرآورده‌های آن با کاهش مواجه شده است.

جدول ۸: تغییرات واگذاری دارایی‌های سرمایه‌ای و اجزای آن طی دوره ۱۳۹۳-۱۴۰۰ درصد

۱۴۰۰	۱۳۹۹	۱۳۹۸	۱۳۹۷	۱۳۹۶	۱۳۹۵	۱۳۹۴	واگذاری دارایی‌های سرمایه‌ای
۵۱۳,۳۶	(۶۲,۸۰)	۵۱,۵۴	(۱۱,۳۱)	۵۲,۸۸	۳۸,۶۴	(۳۰,۹۳)	نفت و فرآورده‌های نفتی
(۸,۶۲)	۱.۰۱۳,۳۹	۷۴,۵۱	۶۴,۲۵	۰,۱۶	(۱۱,۲۲)	۶۱,۶۲	فروش و واگذاری اموال منقول و غیرمنقول
۰,۰۰	۰,۰۰	(۷۵,۰۰)	۱۴,۳۹	۱۶,۶۷	۲۰۰,۰۰	۰,۰۰	واگذاری طرح‌های تملک دارایی‌های سرمایه‌ای
۲۶۷,۹۹	(۳۲,۱۹)	۴۷,۳۸	(۹,۵۸)	۵۰,۴۷	۳۹,۹۶	(۲۹,۲۹)	جمع

مأخذ: قوانین بودجه‌های سنواتی ۱۳۹۳-۱۴۰۰ کل کشور

نمودار (۷) سهم اجزای واگذاری دارایی‌های سرمایه‌ای را نشان می‌دهد. همان‌طور که ملاحظه می‌شود طی دوره مورد بررسی به‌جز سال ۱۳۹۸، سهم منابع حاصل از فروش نفت و فرآورده‌های نفتی بیش از هشتاد (۸۰) درصد بوده است. به بیان دیگر، منابع حاصل از فروش و واگذاری اموال منقول و غیرمنقول و واگذاری طرح‌های تملک دارایی‌های سرمایه‌ای طی دوره مزبور حدود ده (۱۰) درصد منابع این بخش را پوشش داده‌اند.



نمودار ۷: سهم اجزای واگذاری دارایی‌های سرمایه‌ای طی دوره ۱۳۹۳-۱۴۰۰ / درصد
 مأخذ: قوانین بودجه‌های سنواتی ۱۳۹۳-۱۴۰۰ کل کشور

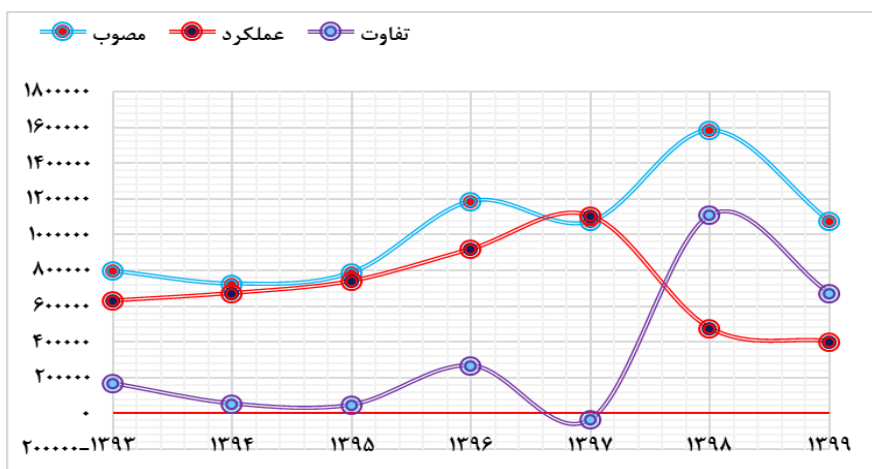
در جدول (۹) ارقام مصوب، عملکرد و وصول (عملیاتی) شده منابع حاصل از واگذاری دارایی‌های سرمایه‌ای نشان داده شده است. همان‌طور که ملاحظه می‌شود در سال ۱۳۹۸ سی (۳۰) درصد منابع مصوب شده تحقق یافته است. همچنین، تحقق‌پذیری منابع حاصل از نفت خام و فرآورده‌های نفتی که مهم‌ترین جزء واگذاری دارایی‌های سرمایه‌ای هستند کمتر از سی و یک (۳۱) درصد بوده است. در حالی که در سال ۱۳۹۷ از منبع بیشتر از رقم مصوب شده، در منابع عمومی منظور شده است. در سایر سال‌های مورد بررسی نیز بالاترین و پایین‌ترین میزان عملیاتی شدن این بند به ترتیب مربوط به ۱۳۹۵ و ۱۳۹۳ است.

جدول ۹: ارقام مصوب، عملکرد و تفاوت (میزان انحراف) واگذاری دارایی‌های سرمایه‌ای / میلیارد ریال / درصد

شرح / سال	۱۳۹۳	۱۳۹۴	۱۳۹۵	۱۳۹۶	۱۳۹۷	۱۳۹۸	۱۳۹۹
مصوب	۷۹۸.۷۹۵	۷۲۷.۲۷۴	۷۹۰.۵۱۸	۱.۱۸۹.۵۱۵	۱.۰۷۵.۶۱۴	۱.۵۸۵.۲۳۲	۱.۰۷۴.۸۹۵
عملکرد	۶۳۱.۵۳۸	۶۷۳.۵۷۹	۷۴۲.۸۰۰	۹۲۲.۷۸۵	۱.۱۰۹.۲۱۳	۴۷۵.۶۴۹	۴۰۳.۰۴۰
تفاوت	۱۶۷.۲۵۷	۵۳.۶۹۵	۴۷.۷۱۸	۲۶۶.۷۳۰	(۳۳.۵۹۹)	۱.۱۰۹.۵۸۳	۶۷۱.۸۵۵
درصد تحقق	۷۹.۱	۹۲.۶	۹۴.۰	۷۷.۶	۱۰۳.۱	۳۰.۰	۳۷.۵

مأخذ: قوانین بودجه سنواتی ۱۳۹۳-۱۳۹۹، گزارش تفریح بودجه سال ۱۳۹۹ و گزارش عملکرد برنامه‌های پنجم و ششم توسعه، سازمان برنامه و بودجه کشور

نمودار (۸) عملیاتی شدن منابع حاصل از واگذاری دارایی‌هایی سرمایه‌ای را نشان می‌دهد. همان‌طور که پیش‌تر اشاره شد طی دوره مورد بررسی به‌جز سال ۱۳۹۷، همواره منابع وصول شده از منابع مصوب کمتر بوده است. عدم تحقق سهمی از درآمدهای هر بخش، به منزله کسری بودجه در کشور است.



نمودار ۸: ارقام مصوب، عملکرد و میزان انحراف واگذاری دارایی‌های سرمایه‌ای طی دوره ۱۳۹۳-۱۳۹۸ / میلیارد ریال
 مأخذ: قوانین بودجه سنواتی ۱۳۹۳-۱۳۹۹، گزارش تفریح بودجه سال ۱۳۹۹ و گزارش عملکرد برنامه‌های پنجم و ششم توسعه، سازمان برنامه و بودجه کشور

۲-۳- واگذاری دارایی‌های مالی

یکی از منابع‌های مهم منابع عمومی دولت، واگذاری دارایی‌های مالی است. منظور از این مهم، منابع حاصل از فروش و واگذاری انواع اوراق مالی اسلامی، استفاده از تسهیلات خارجی، استفاده از موجودی حساب ذخیره ارزی^۱ و صندوق توسعه ملی، دریافت وام‌ها، از واگذاری شرکت‌های دولتی، برگشتی سال‌های قبل و منابع حاصل از سایر واگذاری‌ها است. جدول (۱۰) ارقام مصوب واگذاری دارایی‌های مالی و اجزای آن را در قوانین بودجه‌های سنواتی دوره ۱۳۹۳-۱۴۰۰ نشان می‌دهد.

جدول ۱۰: ارقام مصوب واگذاری دارایی‌های مالی و اجزای آن طی دوره ۱۳۹۳-۱۴۰۰ / هزار میلیارد ریال

۱۴۰۰	۱۳۹۹	۱۳۹۸	۱۳۹۷	۱۳۹۶	۱۳۹۵	۱۳۹۴	۱۳۹۳	واگذاری دارایی‌های مالی
۱.۳۲۵	۸۸۰	۴۳۰	۳۸۵	۳۴۵	۴۰۰	۱۱۰	۶۰	فروش و واگذاری انواع اوراق مالی اسلامی
۰,۵	۰,۵	۰,۵	۳,۶	۳,۶	۱,۵	۰,۱	۱,۶	تسهیلات خارجی
۱۲	۱۳	۲۱	۲۲	۴	۳	۴	۳	وام‌ها
۲.۵۵۹	۱۱۶	۴۷	۶۸	۱۰۲	۱۶۱	۱۷۶	۲۳۱	واگذاری شرکت‌های دولتی
۱۶	۱۳	۸	۵	۴	۴	۱۰	۹	برگشتی سال‌های قبل
۳۶۲	۷۲۱	-	۱۴۴	۷۶	۶	۴۳	۴	صندوق توسعه ملی
-	۴	۴	۴	۴	۵	۵	-	سایر واگذاری‌ها
۴.۲۷۵	۱.۷۴۷	۵۱۱	۶۳۰	۵۳۷	۵۸۰	۳۴۷	۳۰۹	جمع

مأخذ: قوانین بودجه‌های سنواتی ۱۳۹۳-۱۴۰۰ کل کشور

۱. این بند برای بعضی از سال‌ها ممکن است موضوعیت نداشته باشد و از این محل تأمین مالی صورت نگیرد از این‌رو جلو این بند عدد صفر درج می‌شود.

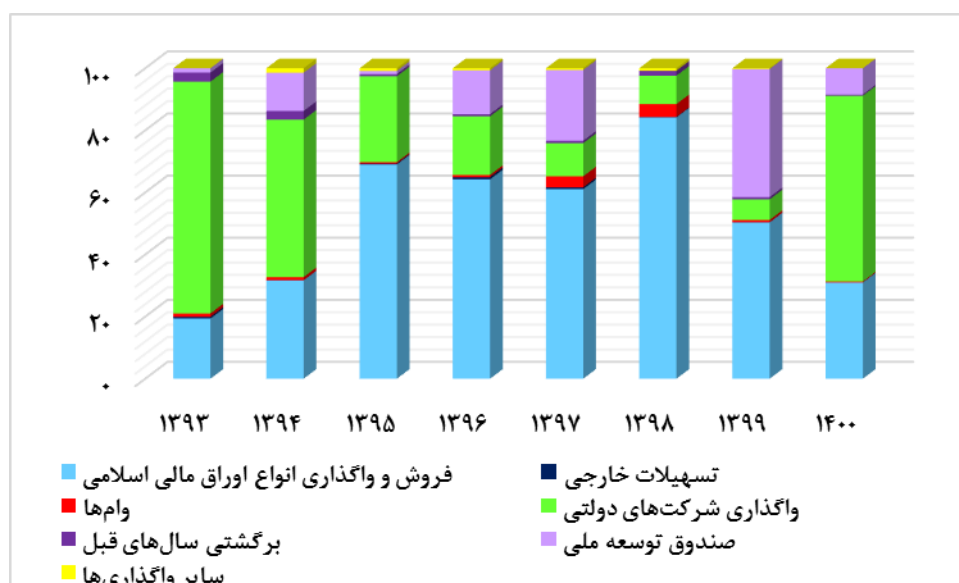
در جدول (۱۱) تغییرات واگذاری دارایی‌های مالی و اجزای آن طی دوره ۱۳۹۴-۱۴۰۰ نشان می‌دهد هیچ‌کدام از بندهای این مهم از الگوی خاصی پیروی نکرده و در برخی سال‌ها رشد قابل ملاحظه و در سال‌های دیگر کاهش چشمگیری داشته‌اند. به عنوان مثال استفاده از تسهیلات خارجی در سال ۱۳۹۵ بیش از دو هزار و دویست (۲۲۰۰) درصد بوده است، در حالی که در سال ۱۳۹۸ این مهم بیش از هشتاد (۸۰) درصد کاهش یافته است. در سال‌های پایانی دوره مورد استفاده از منابع واگذاری، انواع اوراق مالی و شرکت‌های دولتی افزایش قابل توجهی یافته است.

جدول ۱۱: تغییرات واگذاری دارایی‌های مالی و اجزای آن طی دوره ۱۳۹۳-۱۴۰۰ درصد

۱۴۰۰	۱۳۹۹	۱۳۹۸	۱۳۹۷	۱۳۹۶	۱۳۹۵	۱۳۹۴	واگذاری دارایی‌های مالی
۵۰,۶	۱۰۴,۷	۱۱,۷	۱۱,۶	(۱۳,۸)	۲۶۳,۶	۸۳,۳	فروش و واگذاری انواع اوراق مالی اسلامی
۰,۰	۰,۰	(۸۵,۹)	۰,۰	۱۳۷,۹	۲,۲۳۱,۳	(۹۶,۱)	تسهیلات خارجی
(۶,۴)	(۳۸,۷)	(۴,۸)	۴۶۴,۶	۴۳,۴	(۲۱,۸)	۳,۵	وام‌ها
۲,۱۰۸,۵	۱۴۷,۹	(۳۰,۷)	(۳۳,۵)	(۳۶,۸)	(۸,۸)	(۲۳,۸)	واگذاری شرکت‌های دولتی
۲۸,۱	۵۳,۰	۷۴,۴	۲۹,۳	(۶,۳)	(۶۰,۰)	۷,۵	برگشتی سال‌های قبل
(۴۹,۸)	—	(۱۰۰,۰)	۸۹,۴	۱,۱۶۶,۳	(۸۶,۰)	۸۹۱,۳	صندوق توسعه ملی
(۱۰۰,۰)	۰,۰	۱۴,۳	۰,۰	(۳۰,۰)	۰,۰	—	سایر واگذاری‌ها
۱۴۴,۷	۲۴۲,۱	(۱۹,۰)	۱۷,۴	(۷,۳)	۶۷,۰	۱۲,۲	جمع

مأخذ: قوانین بودجه‌های سنواتی ۱۳۹۳-۱۴۰۰ کل کشور

نمودار (۹) سهم اجزای واگذاری دارایی‌های مالی را نشان می‌دهد. همان‌طور که ملاحظه می‌شود سهم استفاده از منابع متفاوت است. به عنوان مثال، در سال ۱۴۰۰ بالاترین سهم مربوط به واگذاری شرکت‌های دولتی است. در حالی که اوراق مالی اسلامی در سال ۱۳۹۸ بیش از هشتاد (۸۰) درصد درآمدهای این بند را شامل می‌شود. استفاده از منابع صندوق توسعه ملی در سال ۱۳۹۸ صفر بوده است، اما این مهم در سال ۱۳۹۹ حدود چهل (۴۰) درصد منابع حاصل از واگذاری دارایی‌های مالی را پوشش می‌دهد.



نمودار ۹: سهم اجزای واگذاری دارایی‌های مالی طی دوره ۱۳۹۳-۱۴۰۰ / درصد
 مأخذ: قوانین بودجه‌های سنواتی ۱۳۹۳-۱۴۰۰ کل کشور

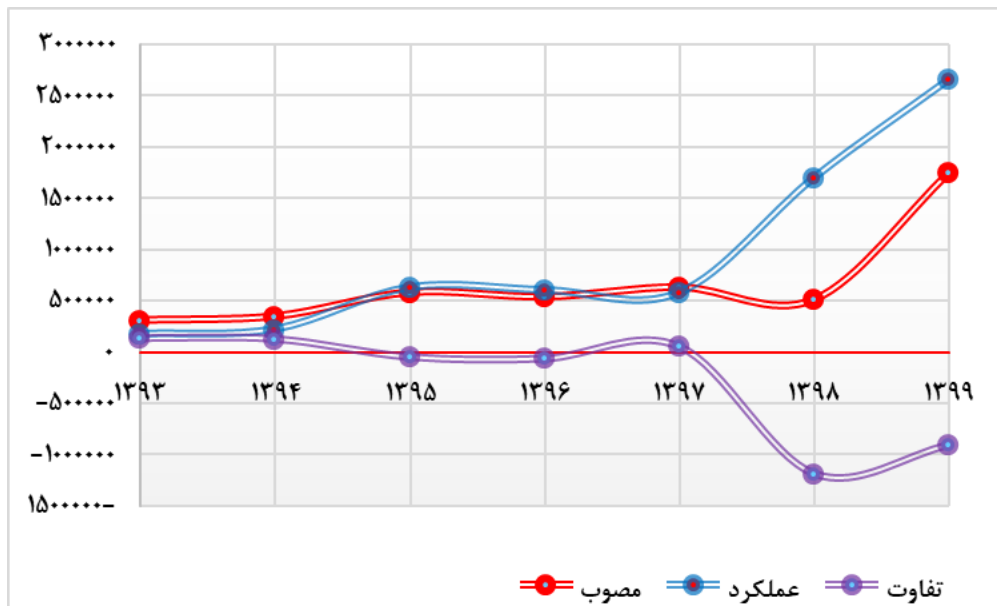
در جدول (۱۲) ارقام مصوب، عملکرد و تفاوت (میزان انحراف) واگذاری دارایی‌های مالی طی دوره ۱۳۹۳-۱۴۰۰ را نشان می‌دهد، همان‌طور که ملاحظه می‌شود در سال‌های ۱۳۹۵، ۱۳۹۶، ۱۳۹۸ و ۱۳۹۹ منابع وصول و استفاده شده بیش از ارقام مصوب بودجه بوده است. بالاترین میزان انحراف مربوط به سال ۱۳۹۸ است. در این سال، مبلغ (۱،۱۸۷،۷۴۲) میلیارد ریال بیشتر از آنچه در قانون مصوب شده بود در تأمین منابع عمومی دولت مورد استفاده قرار گرفته است. بررسی تحقق واگذاری دارایی‌های مالی در سال مزبور حاکی از آن است که فروش اوراق مالی تحقق بیش از دویست و بیست (۲۲۰) درصد و واگذاری شرکت‌های دولتی قریب به صد و هفت (۱۰۷) درصد را تجربه کرده‌اند. به بیان دیگر، فروش اوراق مالی نسبت به سال ۱۳۹۷ قریب به صد و شصت (۱۶۰) درصد افزایش یافته و واگذاری شرکت‌های دولتی نیز حدود (۸) درصد افزایش داشته است.

جدول ۱۲: ارقام مصوب، عملکرد و تفاوت (میزان انحراف) واگذاری دارایی‌های مالی / میلیارد ریال / درصد

شرح / سال	۱۳۹۳	۱۳۹۴	۱۳۹۵	۱۳۹۶	۱۳۹۷	۱۳۹۸	۱۳۹۹
مصوب	۳۰۹،۳۷۷	۳۴۷،۰۳۴	۵۷۹،۶۲۱	۵۳۷،۰۴۴	۶۳۰،۴۰۱	۵۱۰،۷۵۰	۱،۷۴۷،۲۵۰
عملکرد	۱۷۳،۷۴۳	۲۱۹،۷۵۴	۶۲۸،۱۴۴	۶۰۱،۳۶۸	۵۷۷،۵۵۷	۱،۶۹۸،۴۹۲	۲،۶۵۴،۶۱۰
تفاوت	۱۳۵،۶۳۴	۱۲۷،۲۸۰	(۴۸،۵۲۳)	(۶۴،۳۲۴)	۵۲،۸۴۴	(۱،۱۸۷،۷۴۲)	(۹۰۷،۳۶۰)
درصد تحقق	۵۶،۲	۶۳،۳	۱۰۸،۴	۱۱۲،۰	۹۱،۶	۳۳۲،۵	۱۵۱،۹

مأخذ: قوانین بودجه سنواتی ۱۳۹۳-۱۳۹۹، گزارش تفریح بودجه سال ۱۳۹۹ و گزارش عملکرد برنامه‌های پنجم و ششم توسعه، سازمان برنامه و بودجه کشور

در نمودار (۱۰) میزان تحقق‌پذیری منابع حاصل از واگذاری دارایی‌های مالی را نشان می‌دهد. منفی بودن میزان انحراف، به منزله وصول منابع بیش از ارقام مصوب است. به عنوان مثال، در سال ۱۳۹۵، رقم مصوب قانون بودجه (۵۷۹،۶۲۱) میلیارد ریال بوده است، در حالی که (۶۲۸،۱۴۴) میلیارد ریال وصول شده است. به بیان دیگر، میزان انحراف حدود (۴۹) هزار میلیارد ریال است که به صورت انحراف منفی منظور شده است.



نمودار ۱۰: ارقام مصوب، عملکرد و میزان انحراف واگذاری دارایی‌های مالی طی دوره ۱۳۹۳-۱۳۹۸/میلیارد ریال
 مأخذ: قوانین بودجه سنواتی ۱۳۹۳-۱۳۹۹، گزارش تفریغ بودجه سال ۱۳۹۹ و گزارش عملکرد برنامه‌های پنجم و ششم توسعه، سازمان برنامه و بودجه کشور

۲-۴- نماگرهای منابع بودجه عمومی دولت

جدول (۱۳) برخی از نماگرهای منابع بودجه عمومی را نشان می‌دهد. همان‌طور که ملاحظه می‌شود عملکرد نسبت درآمدهای عمومی به اعتبارات هزینه‌ای روند نزولی دارد. به بیان دیگر، تفاوت این دو که تراز عملیاتی را نشان می‌دهد و این تفاوت گاهاً، کسری بودجه قلمداد می‌شود که سیر صعودی دارد. به گونه‌ای که در قانون بودجه سال ۱۴۰۰ به بالاترین حد خود طی دوره مورد بررسی رسیده است. از یک سو، با کاهش سهم درآمدهای عمومی و مالیاتی از منابع عمومی دولت، کسری تراز عملیاتی افزایش می‌یابد. از دیگر سو، افزایش کسری تراز عملیاتی، مستلزم افزایش مازاد تراز دارایی‌های سرمایه‌ای و مالی است. به بیان دیگر، تأمین اعتبارات هزینه در بودجه علاوه بر درآمدهای عمومی، مستلزم استقراض دولت (فروش اوراق)، استفاده از منابع حاصل از فروش منابع طبیعی (ثروت بین نسلی) و فروش دارایی‌های دولت (واگذاری شرکت‌های دولتی) است.^۱

استفاده مستقیم از منابع نفتی در عملکرد بودجه عمومی دولت، طی سال‌های ۱۳۹۵ تا ۱۳۹۷ روند صعودی داشته است، اما این مهم در سال‌های ۱۳۹۸ و ۱۳۹۹ با توجه به تحریم‌های ایالات متحده آمریکا به ترتیب

۱. گفتنی است نگارنده در اینجا قضاوت ارزشی مبنی بر استفاده بهتر از منابع حاصل از فروش منابع طبیعی و واگذاری شرکت‌های دولتی نکرده و صرفاً به آن اشاره داشته است.

عملکرد کمتر از یازده (۱۱) و هفت (۷) درصد از خود بر جای گذاشت. در قانون بودجه سال ۱۴۰۰ با توجه به چشم‌اندازهای رفع تحریم‌های اقتصادی، سهم یاد شده بیست و هفت و سه دهم (۲۷/۳) درصد مصوب شده است. سهم واقعی نفت در بودجه عمومی دولت بیشتر از رقم ارائه شده است؛ زیرا این مهم سهم ۱۴/۵ درصد شرکت ملی نفت ایران، استقراض از صندوق توسعه ملی (۱۸ درصد منابع ورودی در صورت فروش کمتر از یک (۱) میلیون بشکه در روز) و سهم سه (۳) درصد مناطق محروم (موضوع ردیف درآمدی ۲۱۰۱۰۹ جدول شماره ۵ قانون بودجه سال ۱۴۰۰) را در بر نمی‌گیرد. همچنین، لازم به ذکر است، عملکرد مجموع سه تراز ارائه شده در این جدول (تراز عملیاتی، تراز دارایی‌های سرمایه‌ای و تراز دارایی‌های مالی) در برخی سال‌ها، برابر با صفر نیست. به عنوان مثال می‌توان به سال‌های ۱۳۹۵ و ۱۳۹۸ اشاره داشت. در این جدول به منظور حفظ امانت، اعداد بدون تغییر ارائه شده است. بر اساس گفتگو با کارشناسان این حوزه، مازاد عملکرد منابع نسبت به مصارف مانند سال ۱۳۹۵ به خزانه واریز می‌شود. همچنین، کسری عملکرد منابع معمولاً توسط تراز دارایی‌هایی مالی جبران می‌شود. به بیان دیگر، از محل انتشار اوراق و یا استقراض از داخل یا خارج یا هر ردیف درآمدی دیگر این بخش جبران خواهد شد.

جدول ۱۳: نماگرهای منابع بودجه عمومی دولت/ هزار میلیارد ریال / درصد

مصوب	عملکرد							شاخص‌ها
	۱۳۹۹*	۱۳۹۸	۱۳۹۷	۱۳۹۶	۱۳۹۵	۱۳۹۴	۱۳۹۳	
۴۹,۵	۶۰,۳	۶۴,۶	۶۶,۴	۶۷,۶	۷۰,۶	۶۵,۸۴	۶۷,۹۹	نسبت درآمدهای عمومی به هزینه
۳۵,۶	۴۷,۷	۵۰	۵۲,۱	۵۲,۴	۵۱,۶	۵۵,۷۱	۵۴,۸۴	نسبت درآمدهای عمومی به منابع عمومی دولت
۲۵,۵	۳۵,۵	۳۷	۴۵,۳	۳۶,۱	۳۵,۸	۳۹,۲۶	۳۹,۸۰	نسبت درآمد مالیاتی به منابع عمومی دولت
۲۷,۳۲	۶,۶۲	۱۰,۸	۳۰,۴	۲۸,۷	۲۶,۱	۳۳,۲۳	۳۵,۲۶	نسبت منابع نفتی به کل منابع
.	۵,۹	۴,۸	۵,۲	۷,۶	۵,۲	۶,۹	۶,۱	نسبت مالیات به تولید ناخالص داخلی
(۴,۶۴۰)	(۱,۸۳۳)	(۱,۲۴۲)	(۹۲۹)	(۸۰۱)	(۶۰۹)	(۵۸۳)	(۴۶۰)	تراز عملیاتی
۲,۱۹۲	(۳۸۹)	(۲۰)	۶۲۳	۴۹۵	۳۵۹	۴۱۳	۳۵۳	تراز (خالص) دارایی‌های سرمایه‌ای
۲,۴۴۷	۲,۲۳۲	۱,۲۵۰	۳۰۵	۲۰۶	۲۵۳	۱۷۴	۱۱۴	تراز (خالص) دارایی‌های مالی

* بر اساس گزارش تفریح بودجه سال ۱۳۹۹** ناموجود

مأخذ: گزارش عملکرد برنامه‌های پنجم و ششم توسعه سازمان برنامه و بودجه کشور، گزارش تفریح بودجه سال ۱۳۹۹ و حساب‌های ملی بانک مرکزی

۳- تأمین مالی در شرایط بحران؛ «الزامات و پیش‌نیازها» و «ابزارها و الگوهای آزموده

شده»

در این بخش ضمن بررسی اهمیت هماهنگی سیاست‌های پولی، مالی و ارزیابی چارچوب فنی ارتباط بازار بدهی با متغیرهای پولی، الگوی سیاست‌گذاری اقتصادی کشورهای منتخب در دوره بحران، نقش و کارکرد ابزارهای پولی و مالی و پیامدهای این الگو مبتنی بر تجارب حاصل شده مورد بررسی قرار گرفته است.

۳-۱- هماهنگی سیاست‌های پولی و مالی

یکی از مهم‌ترین کارکردهای اقتصاد کلان توسعه ابزارهای مناسب و کارآمد برای دستیابی به ثبات اقتصادی است. با مطرح شدن تئوری‌های کینزی، نقد و تحلیل‌های زیادی در خصوص این ابزارها صورت گرفت و به تدریج بحث‌های میان طرفداران دیدگاه کینزی^۱ در مقابل پولیون^۲ شکل گرفت، به تدریج زمینه‌ساز مقایسه سیاست‌های پولی و مالی و تلاش برای اثبات برتری یکی بر دیگری شد. پس از بحران نفتی دهه ۷۰ میلادی که کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه را با بی‌ثباتی مالی، کسری شدید بودجه و تورم شدید ناشی از الگوی تأمین مالی دولت‌ها- که عمدتاً مبتنی بر استقراض از بانک مرکزی و انتشار اوراق بدهی بود- مواجه نمود، یافتن پاسخ پرسش‌های زیر برای سیاست‌گذاران اهمیت دوچندانی یافت (آلسینا و پروتی، ۱۹۹۷):

اندازه تعدیل مالی باید چقدر باشد؟ دولت‌ها برای کاهش کسری بودجه باید هزینه‌ها را کاهش دهند یا از طریق استقراض کسری خود را جبران کنند؟ آیا سلطه مالی دولت‌ها به پایان می‌رسد یا برعکس شده و به شکل‌های دیگری نمود خواهد یافت؟

بی‌ثباتی‌های مالی دهه‌های ۷۰ و ۸۰ میلادی، محدود کردن مداخلات دولتی در اقتصاد، فاصله گرفتن از سیاست‌های مالی، تمرکز بر استقلال بانک‌های مرکزی و توسعه به کارگیری ابزارهای مدرن پولی برای کاهش نوسانات و ثبات‌بخشی اقتصاد را به دنبال داشت. روندی که تا سال‌های ابتدایی دهه ۲۰۰۰ میلادی ادامه داشت. اما بروز بحران مالی سال‌های ۲۰۰۸ و ۲۰۰۹ تحولات جدی را در چارچوب نظری و فکری اقتصاددانان به وجود آورد و تردیدهای زیادی در خصوص کارکرد و کارایی سیاست‌های اقتصاد کلان از جمله سیاست‌هایی که بر استقلال و جداسازی بخش‌های پولی و مالی از یکدیگر تأکید می‌کردند، به وجود آمد. این موضوع به‌ویژه زمانی شدت یافت که اقتصادهای بزرگ دنیا برای خروج سریع‌تر از رکود و بحران اقتصادی، رویکردهای مختلف و غیرمتعارفی را به کار گرفتند و نتایج دور از انتظاری حاصل شد.

1. Keynesian economic paradigm
2. Monetarist

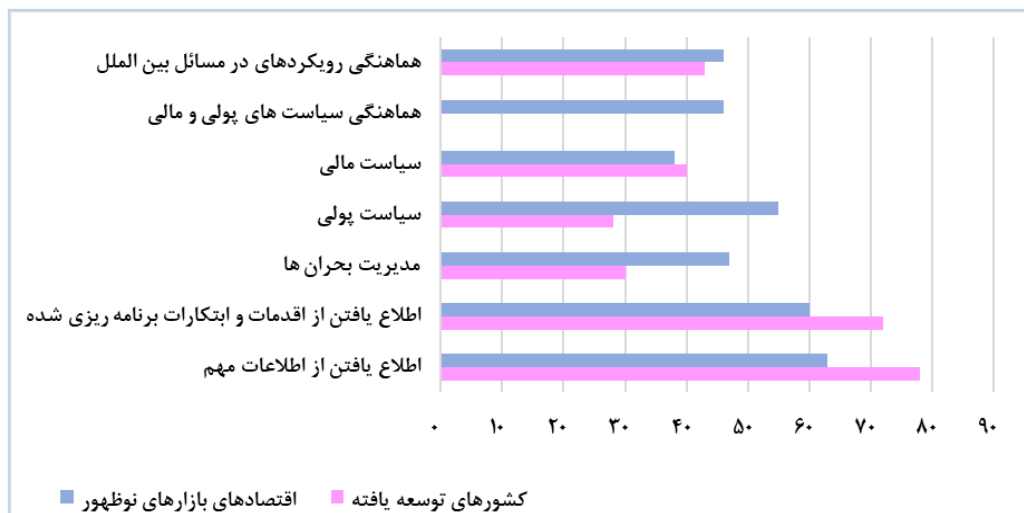
دیوید رومر در خصوص اهمیت سیاست‌گذاری مالی و نقش دولت در گذار از بحران مالی کشورها می‌گوید: «تا پیش از وقوع بحران مالی، اجماع گسترده‌ای بین اقتصاددانان و سیاست‌گذاران وجود داشت که ثبات اقتصاد در کوتاه‌مدت صرفاً تابعی از سیاست‌گذاری پولی است. حالا ما می‌دانیم که این دیدگاه اشتباه بوده است.»

از ابتدای دهه ۸۰ میلادی بحث در مورد نقش بانک مرکزی و دولت‌ها و همچنین رابطه بین مقامات پولی و مالی بیشتر مورد توجه قرار گرفت. اگرچه بانک‌های مرکزی تورم را هدف قرار می‌دهند و دولت‌ها به سیکل‌های دوره‌ای اقتصاد، رشد اقتصادی و سطح بدهی‌ها توجه دارند، اما مدیریت و تحقق هر دو این اهداف به هماهنگی سیاستی نیاز دارد که به موجب آن سیاست پولی و مالی به یکدیگر وابسته می‌شوند (وایپلوز، ۱۹۹۹). سارجنت و والاس^۱ (۱۹۸۱) استدلال کردند که این ارتباط ممکن است از طریق سلطه یکی بر دیگری شکل بگیرد. وقتی سیاست پولی بر سیاست‌های مالی غالب شود، کنترل تورم به طور دائمی در دستور کار قرار دارد. در مقابل اگر سیاست مالی بر سیاست پولی سلطه داشته باشد، در این صورت کنترل تورم از دسترس خارج می‌شود. آیگاری و گرتلر (۱۹۸۵) ارتباط میان سیاست پولی و مالی را در قالب تمایز میان رژیم‌های ریکاردویی و غیرریکاردویی که الگوی رفتاری دولت را شکل می‌دهد، تشریح می‌کنند. در یک رژیم غیرریکاردویی، تراز بودجه اولیه به طور آزادانه توسط دولت تعیین می‌شود و قیمت‌ها به طور درونزا تحت تأثیر محدودیت‌های بودجه شکل می‌گیرند، در نتیجه سیاست‌گذار مالی متعهد به بازپرداخت بدهی که کسری بودجه کنونی را با آن تأمین نموده، از محل سایر درآمدهای خود از جمله مالیات نیست. این موضوع در نهایت منجر به پولی‌سازی کسری بودجه می‌شود. در یک رژیم ریکاردویی، مقام پولی حجم پول و سطح قیمت‌ها را مشخص می‌کند و دولت مجبور است به سطح مشخصی از مازاد بودجه دست یابد تا اطمینان حاصل کند که بودجه موجود توان بازپرداخت بدهی‌ها و ایفای سایر تعهدات مالی را دارد. یکی از مهم‌ترین مطالعاتی که در این حوزه انجام شده، مقاله تیلور (۱۹۹۳) است که به برآورد تابع عکس‌العمل سیاستی برای کنترل تورم ایالات متحده در اوایل دهه ۱۹۹۰ از طریق ارائه یک چارچوب سیاست‌گذاری پولی پرداخت و هم‌اکنون به عنوان قاعده تیلور شناخته می‌شود. همان‌طور که گاتاک و مور (۲۰۱۱) اظهار داشتند اگرچه قاعده تیلور، تغییرات در به کارگیری ابزارهایی که با کنترل تورم و افزایش رشد اقتصادی همخوانی دارند را توصیف می‌کند، اما هدف اصلی آن این است که بانک‌های مرکزی بتوانند در تثبیت تورم و شکاف تولید موفق عمل کنند. پس از تأسیس اتحادیه مشترک پولی اروپا در سال ۱۹۹۹، بسیاری از اقتصاددانان نتیجه گرفتند که قاعده تیلور ابزاری مفید برای اجرای سیاست‌های پولی در اتحادیه است و در مقایسه با سطح بهینه، سطح مشابهی از ثبات اقتصاد کلان را فراهم می‌کند (گرلاچ و شنابل، ۲۰۰۰).

رابطه بین خزانه‌داری و بانک مرکزی در قلب سیاست‌های مالی است. این رابطه در سطوح مختلف عمل می‌کند و انطباق سیاست پولی با سیاست‌های تأمین مالی دولت، پایه‌های تحقق اهداف اقتصاد کلان را شکل می‌دهد.

1. Thomas J. Sargent and Neil Wallace

به طور مشخص سیاست‌های مدیریت بدهی و جریان وجوه نقد دولت، مستقیماً با سیاست‌های پولی مرتبط است. هر دو این نهادها نیز به طور مستقیم با سیستم بانکی به عنوان کاربران خدمات بانکی یا به عنوان همکار مالی - و به طور بالقوه نیز به عنوان مالک یا تنظیم‌کننده - در ارتباط می‌باشند. در عین حال، بانک مرکزی بانکدار خزانه‌داری است و طیف وسیعی از خدمات را در سطح عملیاتی فراهم می‌کند مانند حساب واحد خزانه^۱ (TSA) و یا انجام اقداماتی به عنوان عامل (نماینده) مالی (اجرای مزایده‌ها)، عامل پرداخت یا ثبت‌کننده اوراق قرضه (بانک جهانی ۲۰۱۴).^۲ در اغلب کشورها وزارت اقتصاد به عنوان نهاد سیاست‌گذار مالی و بانک مرکزی به عنوان نهاد سیاست‌گذار پولی دو تابع عکس‌العمل متفاوت دارند، خروجی دو تابع مذکور به دوگانه «تأمین مالی کم‌هزینه و کم‌ریسک» از سوی دولت و «حفظ و حراست از اهداف تورمی و ثبات قیمت‌ها» از سوی بانک‌های مرکزی منتهی می‌شود. پاول موسر بوهم^۳ (۲۰۰۸) در مطالعه خود با عنوان رابطه بین بانک مرکزی و دولت، به ارزیابی کمی و کیفی روابط بین بانک‌های مرکزی و وزارت اقتصاد به عنوان نماینده دولت پرداخته و مواردی همچون تعداد جلسات، فاصله زمانی بین جلسات، مدت جلسات، سطح سازمانی و افراد شرکت‌کننده را مورد بررسی قرار داده است. یکی از مهم‌ترین مواردی که در این مطالعه به آن پرداخته شده اهداف و مباحث مطروحه در جلسات بین بانک مرکزی و دولت است که نتایج آن در نمودار (۱۱) ارائه شده است. همان‌طور که ملاحظه می‌شود، آگاهی‌بخشی بین دو نهاد و هماهنگی سیاستی در خصوص سیاست‌های پولی و مالی و اقدامات سیاستی از مهم‌ترین موضوعات مورد بررسی در این جلسات هستند.



نمودار ۱۱: اهداف سیاست‌گذاری بین بانک مرکزی و وزارت اقتصاد در کشورهای منتخب توسعه یافته و در حال توسعه

Source: The relationship between the central bank and the government, BIS, 2008

1. Treasury Single Account
2. World Bank
3. Paul Moser-Boehm

بیتسما و ینسن (۲۰۰۵) ضمن ارزیابی اثرات قواعد مالی و به طور مشخص قاعده بدهی بر اقتصاد، رابطه بین سیاست پولی و مالی را با فرض چسبندگی قیمت‌ها تحلیل می‌کنند. در خصوص شاخص‌های ارزیابی‌کننده کارایی سیاست مالی و به طور مشخص پایداری مالی، عمده مطالعات تجربی بر اهمیت دو شاخص کلیدی بدهی و تراز اولیه تأکید دارند.

گالی و پروتی (۲۰۰۳) در مقاله‌ای به ارزیابی چگونگی اثرگذاری معاهده ماستریخت^۱ و پیمان ثبات و رشد اقتصادی^۲ بر تغییر چارچوب سیاست‌های مالی کشورهای اتحادیه اروپا مبتنی بر وضعیت بدهی و کسری بودجه دولت می‌پردازند. آن‌ها نتیجه می‌گیرند که معاهدات مذکور، مدت‌زمان سیکل‌های تجاری اقتصاد را کاهش داده و همچنین در مقابل افزایش بدهی‌های دولت، کاهش دوره‌های کسری تراز اولیه مشاهده می‌شود. لیت و وون تادن (۲۰۰۸) نیز ضمن ارزیابی ارتباط بین دو ضلع سیاستی پولی و مالی در یک شرایط غیرریکاردویی نتیجه می‌گیرند که بدهی عمومی^۳ نقش مهمی در رابطه با چارچوب سیاستی دارد، اگرچه بدون تعیین سطح مشخص برونزا برای این متغیر، تعیین میزان کارایی هر کدام از سیاست پولی و مالی در تضمین ایجاد تعادل غیرممکن است. مطالعات دیگری همچون آفونسو (۲۰۰۵) و بروزوسکی و سیویسکا (۲۰۱۰) نیز برای ارزیابی پیامدهای قواعد بدهی بر تحولات سیاست مالی به مطالعه رابطه بین تراز اولیه و نسبت بدهی به تولید ناخالص داخلی پرداخته‌اند و بر اهمیت به کارگیری قواعد مالی و ایجاد مازاد بودجه جهت ثبات بخشی مالی و کاهش نسبت‌های بدهی و در نتیجه بر اهمیت شواهد رژیم‌های مالی ریکاردویی تأکید می‌کنند.

تمایز و شکاف بین سیاست مالی به معنی استفاده از ابزار بدهی و سیاست پولی در عملیات مالی دولت نمایان می‌شود. بانک مرکزی به دنبال ثبات بخشی به اقتصاد کلان از طریق کنترل سطح عمومی قیمت‌ها است. این امر به‌ویژه در اقتصادهای در حال توسعه که بازارهای کم‌عمق و بی‌ثبات هستند بیشتر به چشم می‌خورد. در مقابل مدیران بدهی عمدتاً به دنبال حفظ هزینه‌های تأمین مالی دولت در حداقل ممکن هستند. بنابراین رابطه بین سیاست‌گذار پولی و مالی باید کاملاً حساب شده و با برنامه باشد، به‌ویژه با توجه به اینکه در برخی موارد بین این دو نهاد تفاوت رویکرد سیاستی وجود دارد. خزانه‌داری و بانک مرکزی به طور جداگانه بخش‌های مختلفی از ترازنامه دولت را مدیریت می‌کنند و اولویت‌ها و درک ریسک‌های متفاوتی دارند. در نبود مکانیسم‌های ارتباطی و برنامه‌ریزی مناسب، خطر بروز تضادهای سیاستی و آسیب‌های گسترده اقتصادی وجود خواهد داشت. از این‌رو در مورد موضوعاتی مانند حراج اوراق دولتی، انجام عملیات بازار باز روی اوراق و یا برنامه انتشار اوراق، وجود چارچوبی برای درک سیاستی و هماهنگی عملیاتی ضروری به نظر می‌رسد. در این خصوص لیپر و داویگ (۲۰۰۹) با استفاده از رویکرد مارکوف- سویچینگ^۴ قواعد سیاستی در ایالات متحده

1. Maastricht Treaty
2. The Stability and Growth Pact (SGP)
3. Public debt
4. Markov-switching

را مورد ارزیابی قرار دادند. نتایج مطالعه آن‌ها این واقعیت را برجسته می‌کند که بررسی پیامدهای یک محرک مالی بدون ارزیابی همزمان سیاست‌های پولی و مالی قابل درک نیست، زیرا هر یک از این سیاست‌ها بسته به شرایط و در زمان‌های مختلف می‌توانند نقش فعال و منفعل داشته باشند. برای مثال بیانچی و ایلوت (۲۰۱۷) به منظور بررسی این موضوع در اقتصاد آمریکا با برآورد یک مدل تعادل عمومی پویای تصادفی مارکوف سوییچینگ پرداختند که نتایج نشان‌دهنده رفتار منفعلانه سیاست پولی در دهه‌های ۱۹۶۰ و ۱۹۷۰ و رفتار فعالانه آن در دهه ۱۹۸۰ بود.

۳-۲- چارچوب فنی روابط مدیریت بدهی و سیاست پولی

مدیریت بدهی در نگاه اولیه با سیاست‌های مالی دولت در ارتباط است، اما با نگاهی عمیق‌تر و درک پویایی‌های سیستم اقتصادی کارکردهای متعددی برای سیاست پولی دارد. مدل ریاضی این رابطه به شرح زیر است: با فرض اینکه:

D_t : کسری بودجه^۱

B_t : سهام اوراق قرضه دولتی^۲

TB_t : سهام اوراق خزانه^۳

M_t : پول پایه^۴

باشد، رابطه زیر همواره برقرار است:

$$D_t = [B_t - B_{t-1}] + [TB_t - TB_{t-1}] + [M_t - M_{t-1}]$$

به طور کلی کسری بودجه می‌تواند از طریق چاپ پول یا انتشار اوراق بدهی یا اسناد خزانه جبران شود. انتشار اوراق اعم از کوتاه‌مدت (اسناد خزانه) و یا بلندمدت (اوراق بدهی دولت) با توجه به پیامدهای مستقیم بر سیاست پولی باید با هماهنگی سیاست پولی باشد. چراکه ساختار بدهی عمومی شامل سررسید، نوع ارز و نرخ اوراق و ترکیب سرمایه‌گذاران اوراق- اعم از بانک‌ها، نهادهای مالی داخلی و خارجی- بر چارچوب عملکردی سیاست پولی اثر می‌گذارند.

زمان‌بندی انتشار و حجم انبار بدهی و همچنین زمان‌بندی بازپرداخت سود اوراق نباید منجر به ناپایداری بودجه دولت شود. بدین منظور انتظار می‌رود سیاستگذار نسبت به تدوین استراتژی میان‌مدت مدیریت بدهی با در نظر داشتن پیامدهای اقتصادی ترکیب سبد بدهی خود شامل هزینه‌ها و پیامدهای این سبد بر بازار بدهی و سایر بازارهای مالی اقدام کنند. بانک مرکزی در این مسیر می‌تواند از طریق در اختیار قرار دادن برآوردهای خود نسبت به متغیرهای کلان اقتصادی و سایر متغیرهای اثرگذار بر بازارهای مالی و ریسک‌های مرتبط با آن

1. Budget Deficit
2. Stock of government bonds
3. Stock of treasury bills
4. Base Money

به تدوین بهینه استراتژی بدهی کمک نماید. به طور مثال اگر بانک مرکزی بتواند برآورد خود از حجم نقدینگی در گردش ماهانه و پتانسیل بانک‌ها و نهادهای مالی در سرمایه‌گذاری بر روی اوراق بدهی را به وزارت اقتصاد اعلام کند، وزارت اقتصاد نیز می‌تواند نسبت به آرایش مناسب سبد بدهی خود اقدام نموده و بر این اساس نرخ و حجم انتشار و سررسید بهینه را در هر حراج اوراق مشخص کند.

در مقابل، بانک مرکزی نیازمند برآورد دولت از تراز نقدی جهت اجتناب از ناسازگاری سیاستی در مسیر اجرای عملیات بازار باز است. به طور مشخص اطلاع از برنامه دولت برای حجم و نرخ سود اوراق بدهی منتشره جهت جبران کسری بودجه و همچنین برآورد دولت از جریان وجوه نقدی آتی ماهانه پارامترهای مهمی است که به طور مستقیم بر نوع و حجم عملیات بانک مرکزی در بازار بین‌بانکی مؤثر است.

۳-۲-۱- نقش بانک مرکزی در بازار اوراق دولتی چیست؟

تعاملات بین سیاست‌های مالی و سیاست‌های پولی یک موضوع پیچیده است، چراکه نقش هر مقام سیاستی در اثرگذاری بر اقتصاد متفاوت است. بنابراین نوع رابطه ایجاد شده توسط هر مقام برای تعیین سیاست‌های آن‌ها بر روی متغیرهای کلیدی اقتصاد کلان و مالی از جمله سطح تورم، حجم بدهی‌ها و رشد اقتصادی اهمیت زیادی دارد (آفونسو و همکاران ۲۰۱۹). وجود جریان اطلاعاتی مناسب و به هنگام میان بانک مرکزی و مدیران بدهی می‌تواند مانع بسیاری از تنش‌های روزمره در بازار مالی شود. به عنوان مثال اطلاع بانک مرکزی از تصمیم دولت مبنی بر خرید یا فروش اوراق قرضه در هفته جاری به بانک مرکزی در مورد پیش‌بینی نیاز نقدینگی در بازارهای پولی کمک می‌کند. به همین ترتیب اطلاع مدیران بدهی دولت از عملیات سیاست پولی آینده بانک مرکزی به آن‌ها کمک می‌کند تا اقدامات آتی خود را برنامه‌ریزی کنند. به طور کلی اطلاعات در مورد جدول زمانی و استراتژی‌های یکدیگر، نقش مهمی در جلوگیری از بروز درگیری در برنامه‌های عملیاتی و شکست اهداف سیاستی دارد.

به طور معمول، آن‌ها مسئولیت مدیریت نیازهای تأمین مالی خزانه‌داری را از مسائل عملیاتی مربوط به اداره و حل و فصل خرید و فروش اوراق قرضه دولتی جدا می‌کنند. در بسیاری از حوزه‌های قضایی و قانونی، بانک مرکزی مسئولیت رسیدگی و مدیریت را به عهده دارد. به عنوان مثال در مورد کلمبیا، وزارت اقتصاد و دارایی مسئول تعیین سطح انتشار اوراق و میزان تأمین مالی از این مسیر است، اما زمان‌بندی مزایده‌ها، حل و فصل و سایر جزئیات عملیاتی را به بانک مرکزی واگذار می‌کند. در کشور کره جنوبی که اداره مدیریت بدهی‌ها در ساختار وزارت اقتصاد و دارایی تعبیه شده است، بانک مرکزی به نمایندگی از دولت وظیفه نظارت بر صدور، خرید و فروش اوراق قرضه را به عهده دارد. این به اشتراک‌گذاری اطلاعات بین مدیران بدهی و بانک‌های مرکزی در زمان هیجانی بودن بازارها و خروج سنگین سرمایه از بازار اوراق بسیار مهم است، در این شرایط تنش‌های بین دو نهاد می‌تواند بیشتر هم باشد. ضرورت و اهمیت اشتراک اطلاعات در بازارهای نوظهور و در

حال توسعه که حجم قابل توجهی اوراق سررسیده نشده دارند و با کسری بودجه‌های زیادی روبه‌رو هستند، دوچندان است. این ضرورت از طرف دیگر نیز با توجه به اینکه در این کشورها مداخله بانک مرکزی و تزریق نقدینگی نقش مهمی در عملکرد بازارهای مالی دارد، احساس می‌شود.

عملکرد متناسب بازارهای بدهی نقش حیاتی در تحقق اهداف سیاست پولی دارد. در واقع تحقق اهداف سیاست پولی و استفاده بانک مرکزی از همه ابزارها و ظرفیت‌های مالی، صرفاً در شرایط وجود یک بازار ثانویه فعال، دارای نقدینگی بالا و عمیق اتفاق می‌افتد. شکل‌گیری چنین بازاری وابسته به عوامل متعددی شامل توسعه بازار اولیه کارآمد، وجود طیف متنوعی از سرمایه‌گذاران پایه، برخورداری از زیرساخت‌های مدرن و رصد مداوم تحولات بازار است. به باور بانک جهانی (۲۰۱۵)، بانک مرکزی در این مسیر چند نقش مهم بر عهده دارد:

- تعیین نرخ‌های سیاستی، کف و سقف کریدور متناسب با شرایط اقتصاد کلان
- برگزاری حراج اوراق بدهی دولت میان بانک‌ها و نهادهای مالی
- الزام بانک‌ها به وثیقه‌گیری اوراق بدهی دولت در معاملات بازار بین‌بانکی
- برآورد دقیقی از جریان روزانه یا هفتگی ورود و خروج منابع به شبکه بانکی
- تعامل با دولت جهت برآورد پیامدهای مالی عملیات مالی دولت در شبکه بانکی (حصول به جدول پیش‌بینی)
- بانک مرکزی باید برای بانک‌ها و نهادهای مالی که آشنایی و تجربه کافی برای معامله در بازار ثانویه را ندارند، راهکارهای مختلفی از جمله برگزاری دوره‌های آموزشی و اجرای کارگاه‌های عملیاتی را به کار گیرد.
- ایفای نقش بازارگردانی ضمنی و خرید و فروش اوراق بدهی دولت در بازار ثانویه جهت تعمیق این بازار
- در کشورهای در حال توسعه با توجه به بی‌ثباتی بازارهای مالی بسیاری از نهادهای مالی و بانک‌ها، استراتژی خرید و نگهداری اوراق را در پیش می‌گیرند که این موضوع از یک سو منجر به کاهش نقدپذیری اوراق، افزایش نوسان نرخ و درنهایت کاهش عمق بازار ثانویه می‌شود. برای مقابله با چنین شرایطی ابزارهای اصلی استفاده از ظرفیت بازارگردانی بانک مرکزی، جلب مشارکت بانک‌ها و نهادهای مالی در بازار بدهی و گسترش کمی و کیفی نقش‌ها و اختیارات معامله‌گران اولیه است.

۳-۳- سیاست‌گذاری پولی و مالی در دوره بحران

در زمان بروز بحران مالی باید رابطه روشنی میان مدیریت بدهی بخش عمومی و اهداف میان‌مدت سیاست‌گذاری مالی برقرار باشد. در واقع وجود کانال‌های ارتباطی روشن و شفاف میان مدیران بدهی، مدیران مالی، مدیران بانک مرکزی و قانون‌گذاران این حوزه، در شرایط بحرانی از اهمیت دوچندان برخوردار است. برخلاف روند حاکم در میانه دهه ۱۹۹۰ میلادی که ارتباط بین حوزه سیاست‌گذاری بین بانک مرکزی به

عنوان مقام ناظر و سیاست‌گذار پولی با حوزه سیاست‌گذاری بدهی شکاف جدی وجود داشت و دلیل آن عدم رغبت دولت‌ها در زمینه اعطای اختیار به بانک مرکزی در حوزه سیاست‌های بخش عمومی بود. در تئوری اقتصادی نیز به اهمیت روابط نرخ بهره و سررسیدها و پیامدهای آن بر اقتصاد هر کشور توجه ویژه‌ای شده است. کینز در تئوری خود به طور مستقیم به مدیریت بدهی عمومی اشاره می‌کند و در تئوری ترجیحات نقدینگی خود تأکید می‌کند که در طراحی انتشار اوراق بدهی دولت باید به گونه‌ای عمل شود که از طریق ارائه اوراق با سررسیدهای مختلف، تمامی ترجیحات سرمایه‌گذاری فعالان اقتصادی را پوشش دهد. اما تأکید اصلی کینز در این رابطه به تئوری اقتصاد کلان مربوط می‌شود. در این تئوری ابزار عملیات بازار باز به طور مشخص نقطه مرکزی نظریه رفتار پول را به‌ویژه در کنترل تورم و مبارزه با رکود شامل می‌شود. در واقع او در تئوری خود به جای تمرکز بر بدهی‌ها، بیشتر به طرف راست ترازنامه بانک مرکزی که مدیریت دارایی‌ها را در برمی‌گیرد توجه می‌کند که این رویکرد کاملاً مشابه دیدگاهی است که فدرال رزرو در پیاده‌سازی ابزارهای غیرمتمعارف خود در دوره بحران مالی سال‌های ۲۰۰۸ و ۲۰۰۹ و دوره کنونی بحران همه‌گیری کرونا دارد.

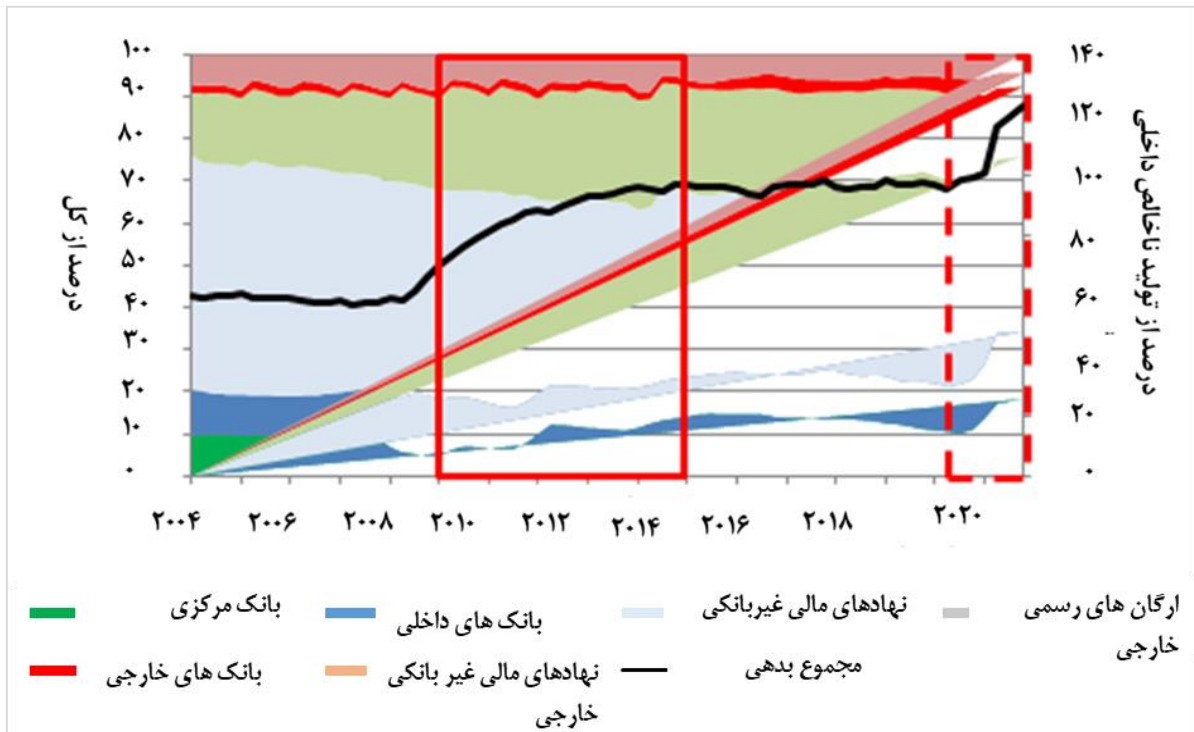
۳-۳-۱- الگوی سیاست‌گذاری در بحران مالی

وقوع بحران مالی در سال‌های ۲۰۰۸ و ۲۰۰۹ در اقتصادهای توسعه یافته و سرایت آن به دیگر کشورهای در حال توسعه پیامدهای منفی زیادی برای اقتصاد جهانی به همراه داشت و اقتصاد کشورها را با چالش جدی رکود اقتصادی، کاهش تقاضای اقتصادی و درآمدهای مالیاتی و در نتیجه محدودیت‌های جدی در تأمین مالی روبه‌رو کرد. از این‌رو بانک‌های مرکزی به منظور مقابله با تشدید بحران، بازگرداندن ثبات به بازارهای مالی و احیای اقتصاد داخلی به اتخاذ سیاست‌های غیرمتمعارف پولی از جمله برنامه خرید دارایی روی آوردند. سیاست‌گذار مالی در آمریکا با شروع بحران مالی به منظور مقابله با رکود شدید اقتصادی، جلوگیری از سقوط بازارهای مالی و تأمین کسری بودجه، سیاست‌های ضدچرخه‌ای را در دستور کار قرار داد. در این راستا همگام با سیاست‌گذار پولی از طریق سیاست مالی انبساطی، حجم انتشار اوراق بدهی دولت را به شدت افزایش می‌دهد، به طوری که میزان اوراق بدهی دولت از کمتر از شصت (۶۰) درصد تولید ناخالص داخلی در سال ۲۰۰۸ به بیش از صد (۱۰۰) درصد تولید ناخالص داخلی در سال ۲۰۱۴ می‌رسد.

در ادامه نمودارهای (۱۲) تا (۱۵) چارچوب سیاست پولی و مالی ایالات متحده آمریکا در دوره‌های بحران مالی و شیوع بیماری کرونا را نشان می‌دهند. همان‌طور که مشخص است پس از بروز بحران مالی در سال‌های ۲۰۰۷ و ۲۰۰۸ خزانه‌داری با هماهنگی فدرال رزرو اقدام به انتشار گسترده اوراق بدهی دولتی جهت اجرای سیاست پولی انبساطی می‌کنند. این سیاست افراطی که تحت عنوان سیاست تسهیل کمی^۱ شناخته می‌شود، منجر به خرید وسیع اوراق قرضه توسط فدرال رزرو شد؛ به گونه‌ای که موجودی اوراق بهادار فدرال رزرو در فاصله

1. Quantitative Easing

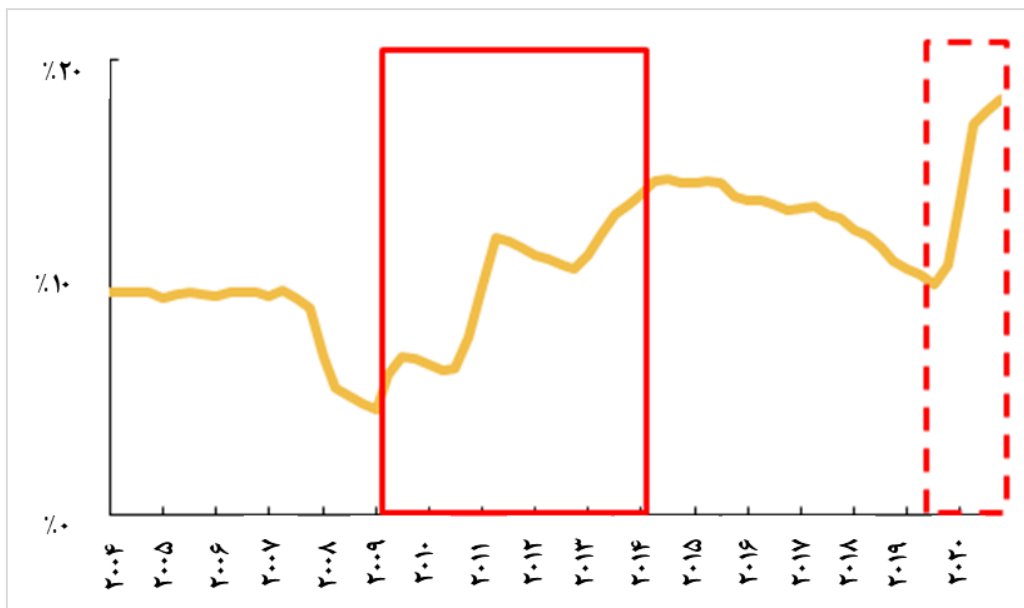
سال‌های ۲۰۰۹ تا ۲۰۱۴ را حدوداً شش (۶) برابر کرد. به بیان دیگر، از ۷۰۰ میلیارد دلار به بیش از ۴ هزار میلیارد دلار افزایش یافت. فدرال رزرو از یک سو به منظور اجرای سیاست پولی انبساطی و تزریق نقدینگی به بازارها، به شکل گسترده‌ای در بازار ثانویه اوراق بهادار دولتی را خریداری نمود و از سوی دیگر با توجه به حجم بالای پول در اقتصاد تلاش کرد از طریق مداخله خود در بازار بین‌بانکی در قالب عملیات بازار باز، نرخ بهره مؤثر را به صفر برساند. در واقع، سیاست‌گذاران اقتصادی آمریکا دو هدف کلی را دنبال می‌کردند: نخست، از طریق تزریق منابع کافی به اقتصاد و حمایت از کسب و کارها از رکود شدید جلوگیری کردند و دوم، با کاهش نرخ بهره و متعاقب آن کاهش پس‌انداز، تمایل به مصرف را افزایش دادند. کاهش نرخ بهره در عین حال پروژه‌های بیشتری را از نظر اقتصادی توجیه‌پذیر کرد و در نتیجه تحریک تولید را به دنبال داشت.



نمودار ۱۲: حجم انتشار اوراق بدهی، ترکیب سرمایه‌گذاران پایه آمریکا

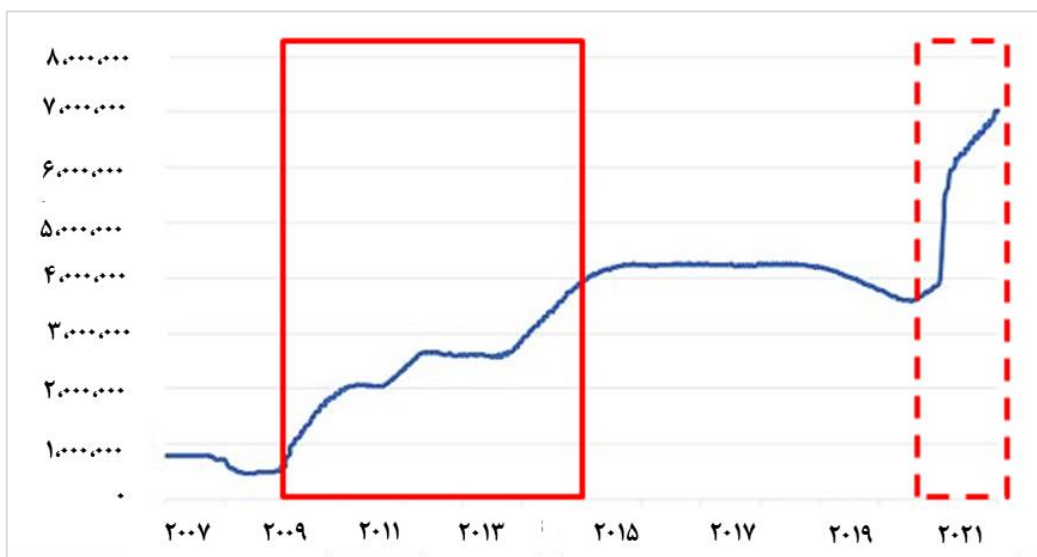
مأخذ: صندوق بین‌المللی پول، ۲۰۲۱

رشد بیش از دو (۲) برابر سهم بانک مرکزی از اوراق بدهی دولت و همچنین رشد قابل توجه اوراق بهادار در ترازنامه فدرال رزرو را می‌توان در نمودارهای (۱۳) و (۱۴) مشاهده کرد. این افزایش قابل ملاحظه در واقع بیانگر تزریق گسترده پول در اقتصاد آمریکا در دو مقطع سال‌های ۲۰۰۹ تا ۲۰۱۴ و همچنین از ۲۰۱۹ تاکنون است. بخش عمده اوراق بهادار موجود در ترازنامه بانک مرکزی آمریکا را اوراق قرضه و به طور مشخص اوراق خزانه تشکیل می‌دهد. فدرال رزرو سیاست‌های پولی انبساطی و انقباضی را به ترتیب از خرید و فروش اوراق قرضه موجود در ترازنامه پیاده می‌کند.



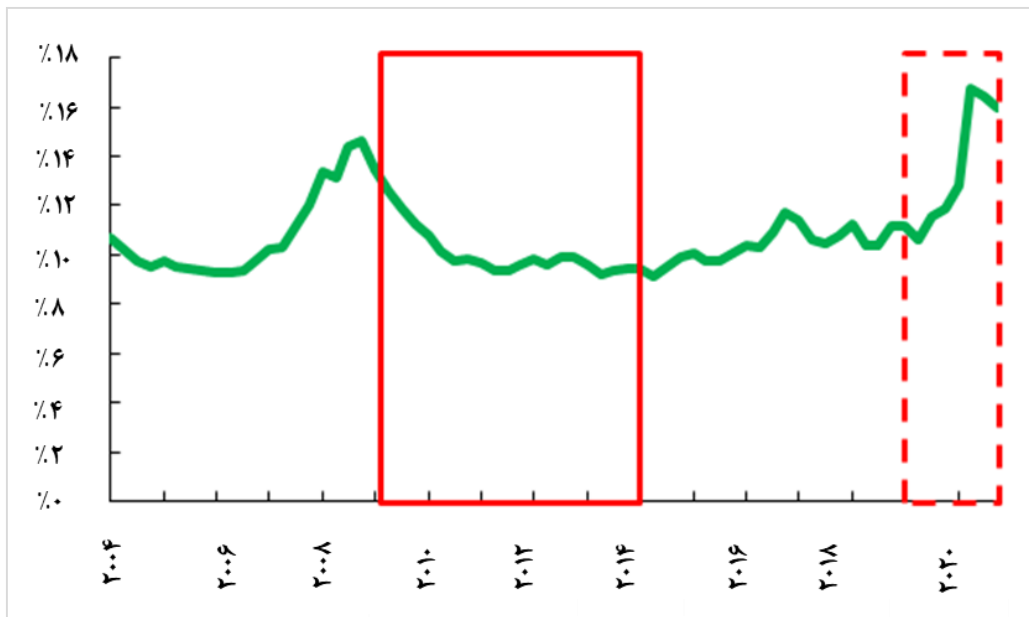
نمودار ۱۳: سهم فدرال رزرو از مجموع اوراق بدهی دولتی منتشر شده آمریکا
 مأخذ: صندوق بین‌المللی پول، ۲۰۲۱

موجودی اوراق بهادار در ترازنامه فدرال رزرو در نمودار (۱۴) ارائه شده است.



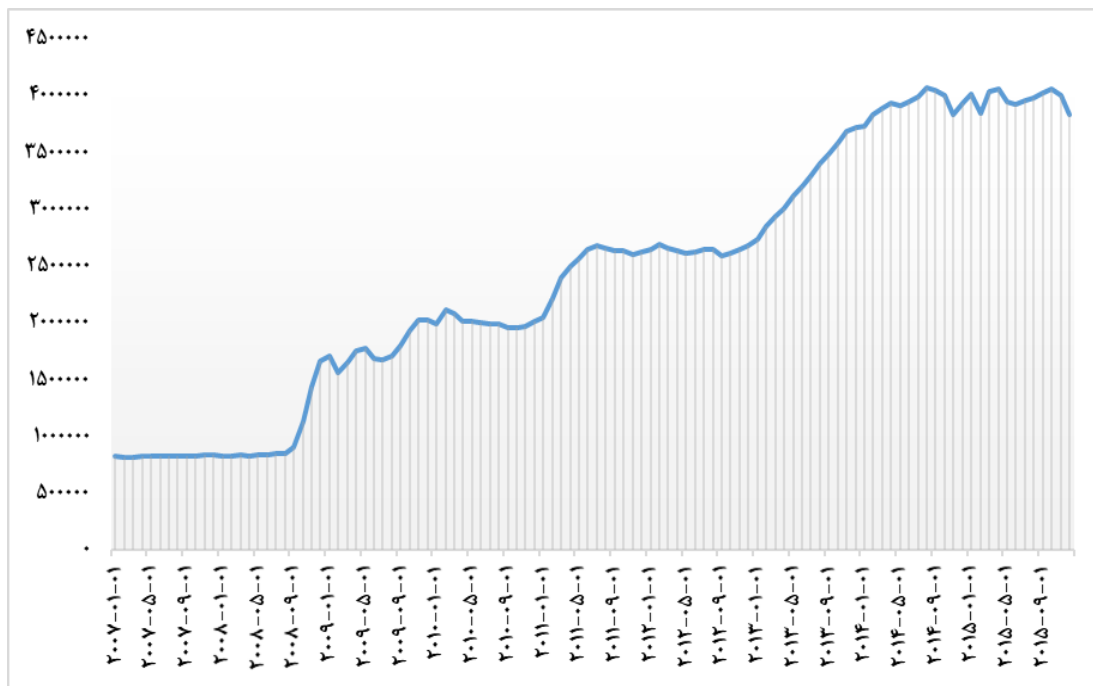
نمودار ۱۴: موجودی اوراق بهادار در ترازنامه فدرال رزرو
 Source: FRED

نمودار (۱۵) سهم بانک‌ها از مجموع اوراق بدهی دولتی منتشر شده آمریکا را نشان می‌دهد.



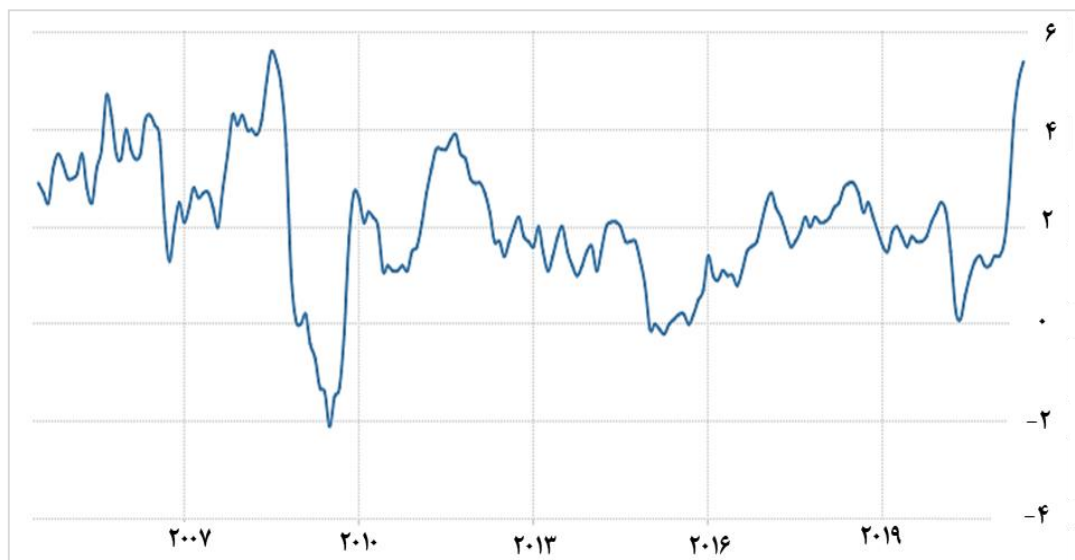
نمودار ۱۵: سهم بانک‌ها از مجموع اوراق بدهی دولتی منتشر شده آمریکا
 مأخذ: صندوق بین‌المللی پول، ۲۰۲۱

اقدامات فدرال رزرو که با هدف مقابله با رکود، تزریق نقدینگی به بازارها و هدایت نرخ‌ها به سمت اهداف سیاستی با ورود مستقیم به بازار ثانویه اوراق بدهی و از طریق خرید حجم زیادی اوراق طی چهار (۴) مرحله سیاست تسهیل مقداری و همچنین به صفر رساندن نرخ بهره توانست ضمن بازگرداندن اقتصاد داخلی به ثبات و رشد اقتصادی، نرخ‌های سیاستی را نیز در محدوده مورد نظر حفظ کند. فدرال رزرو در عین حال با توجه به صفر رساندن نرخ بهره، به منظور کنترل جریان پولی در دست خود و جلوگیری از بروز تورم به منابع مازاد بانک‌ها سود پرداخت می‌کرد و به این ترتیب ضمن تأمین منابع لازم برای اجرای سیاست تسهیل مقداری و خرید سهام شرکت‌ها یا بانک‌های زیانده، از رشد نقدینگی و بی‌ثباتی در بازارهای مالی جلوگیری کرد. در حالی که بسیاری از اقتصاددانان، پیامد تزریق گسترده پول توسط فدرال رزرو را رشد بالای تورم می‌دانستند، نرخ تورم ایالات متحده برخلاف انتظار کاهشی شده و پایین‌تر از نرخ‌های تاریخی خود قرار گرفت. در واقع با وجود سیاست پولی کاملاً انبساطی فدرال رزرو که افزایش حدوداً پنج (۵) برابری پایه پولی در فاصله سال‌های ۲۰۰۸ تا ۲۰۱۴ را به همراه داشت، آن‌ها توانستند با قطع ارتباط پایه پولی و نقدینگی از طریق کنترل ضریب فزاینده با استفاده از ابزارهای پولی نرخ تورم را همواره پایین‌تر از چهار (۴) درصد باقی نگه دارند. نمودار (۱۶) وضعیت تغییرات پایه پولی ایالات متحده آمریکا را طی دوره ۲۰۰۷ تا ۲۰۱۵ نشان می‌دهد.



نمودار ۱۶: حجم پایه پولی در آمریکا / میلیون دلار، ۲۰۰۷ تا ۲۰۱۵
 مأخذ: فدرال رزرو آمریکا

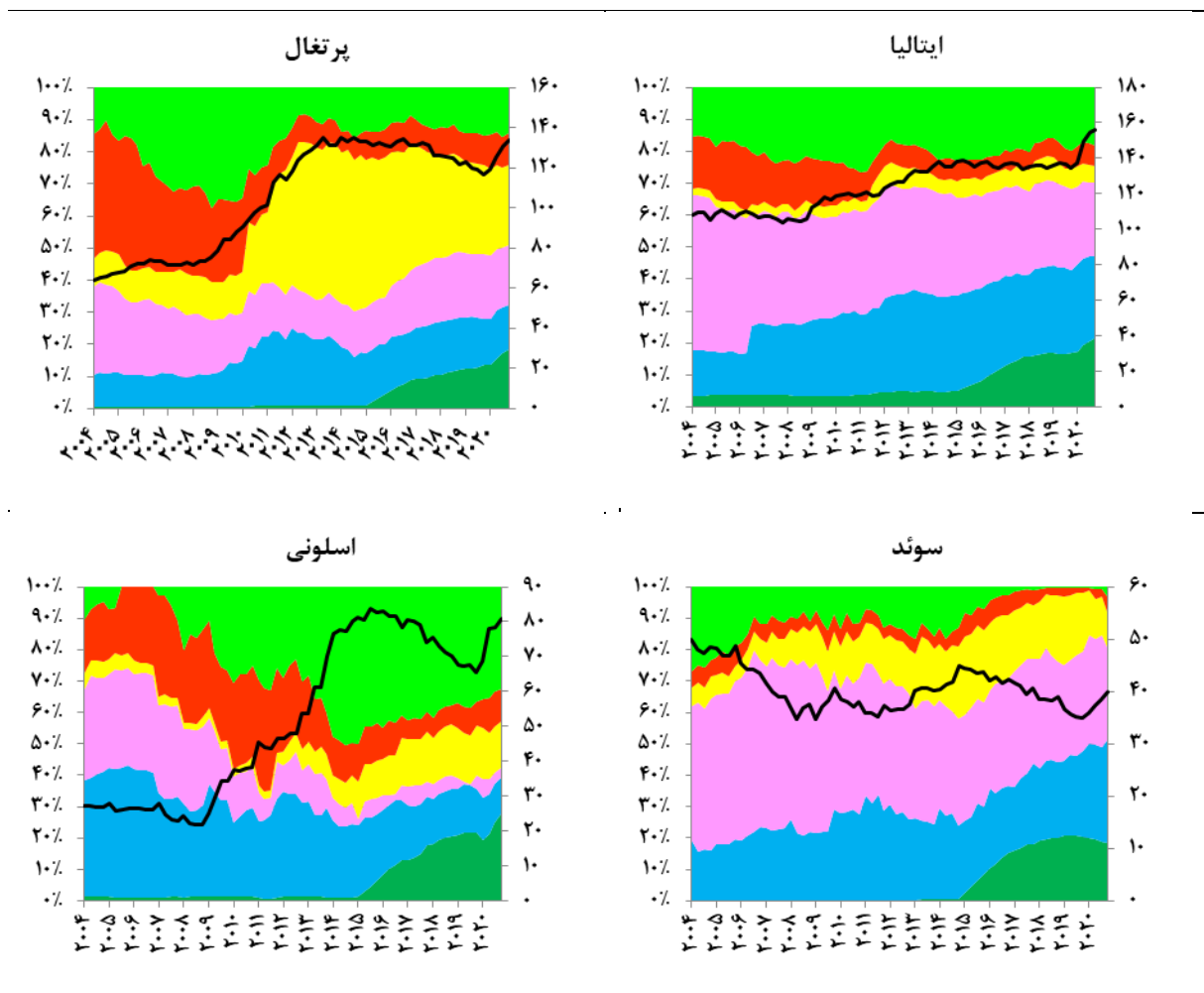
نمودار (۱۷) وضعیت تغییرات پایه پولی ایالات متحده آمریکا را نشان می‌دهد.

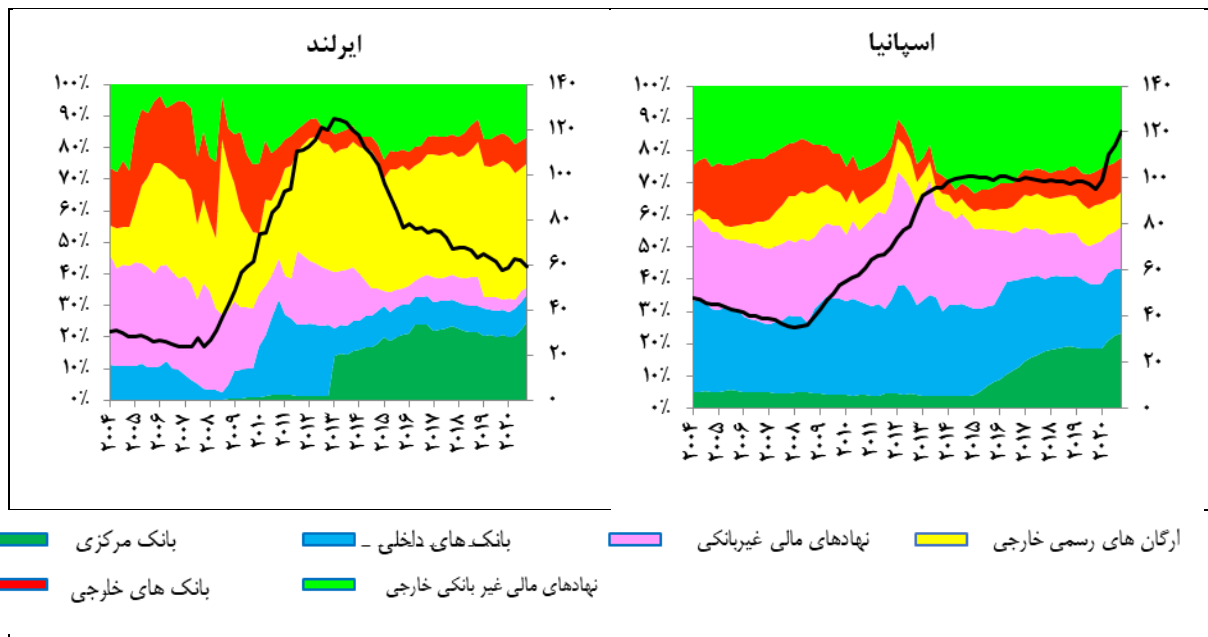


نمودار ۱۷: نرخ تورم ایالات متحده آمریکا / درصد
 Source: Trading Economics

در حالی که کشورهای عضو اتحادیه اروپا برخلاف آمریکا برای مقابله با بحران مالی و غلبه بر رکود اقتصادی، در ابتدا رویکرد ریاضتی و اتخاذ سیاست‌های پولی و مالی انقباضی را در پیش گرفته بودند، تجربه موفق ایالات متحده آمریکا در خروج از رکود و بازگرداندن ثبات به بازارهای مالی، باعث شد با وقفه‌ای چندساله در سایر

اقتصادهای توسعه‌یافته نیز شاهد اجرای سیاست‌های اقتصادی مشابه بود. اقتصاد ژاپن که به طور تاریخی دارای نسبت‌های بالای بدهی است، از سال ۲۰۰۸ مجدداً افزایش قابل توجهی می‌یابد و از ۱۵۰ درصد تولید ناخالص داخلی به حدود ۲۰۰ درصد در سال ۲۰۱۴ می‌رسد. بانک مرکزی ژاپن از سال ۲۰۱۲ شروع به خرید گسترده این اوراق و اتخاذ سیاست پولی انبساطی می‌کند، به طوری که طی ۵ سال سهم این بانک از اوراق دولت از ۱۰ درصد به بیش از ۳۵ درصد در سال ۲۰۱۶ می‌رسد. در ایرلند، در حالی که حجم اوراق منتشره بدهی دولت ظرف مدت ۵ سال از ۲۴ درصد تولید ناخالص داخلی در سال ۲۰۰۸ به بیش از ۱۲۵ درصد تولید ناخالص داخلی در سال ۲۰۱۳ رسید، بانک مرکزی به منظور تحقق اهداف سیاستی خود از سال ۲۰۱۳ سیاستی مشابه فدرال رزرو اتخاذ کرد و با خرید گسترده اوراق بدهی دولت نسبت به تزریق نقدینگی به اقتصاد داخل و خروج از رکود اقدام نمود. این الگوی سیاست‌گذاری پولی و مالی با اندکی تفاوت کمابیش در سایر کشورها از جمله در ایتالیا، اسپانیا، پرتغال، اسلونی و سوئد نیز قابل مشاهده است.



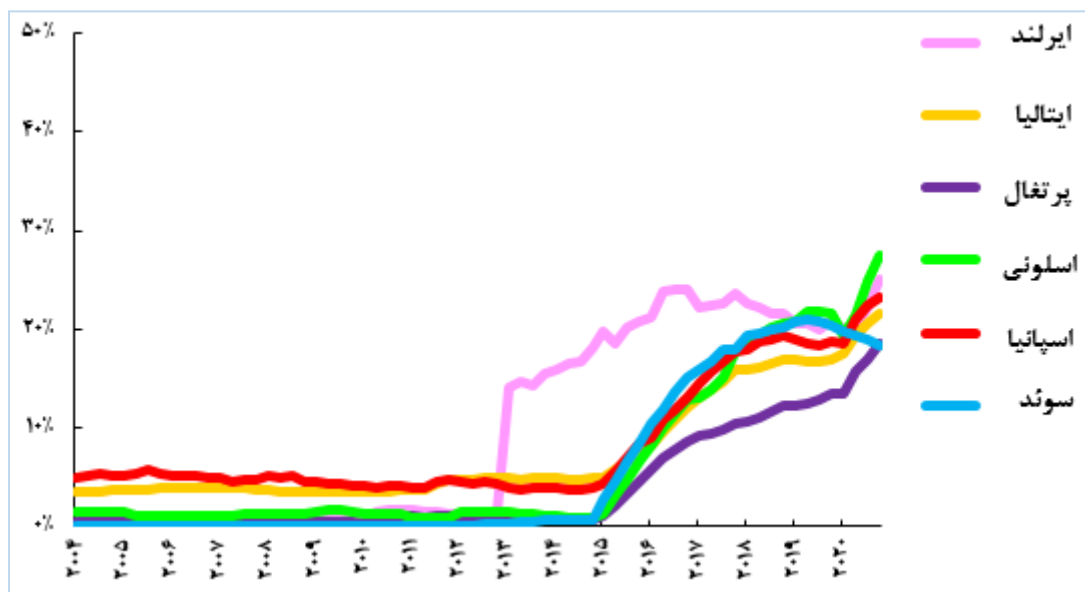


نمودار ۱۸: حجم انتشار اوراق بدهی و ترکیب سرمایه‌گذاران پایه اوراق بدهی دولت

مأخذ: صندوق بین‌المللی پول، ۲۰۲۱

*اعداد سمت راست و چپ به ترتیب درصد از تولید ناخالص داخلی و کل را نشان می‌دهند.

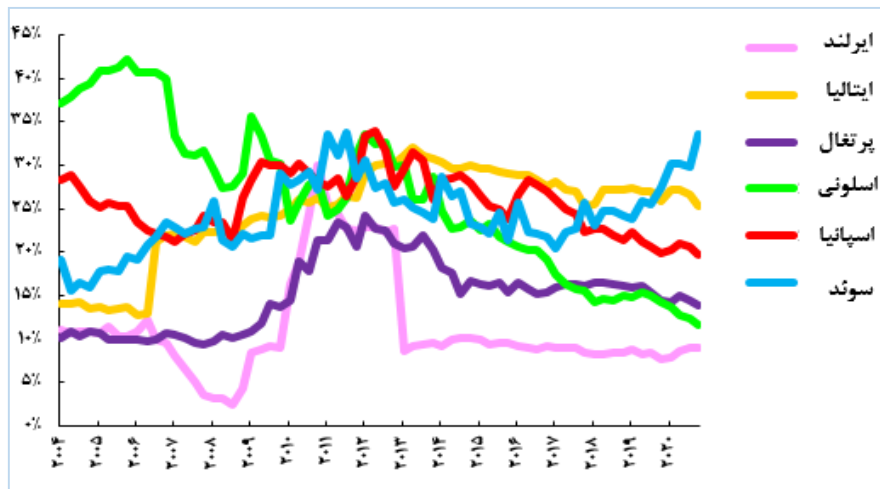
نمودار (۱۹) سهم بانک مرکزی کشورهای منتخب از اوراق بدهی دولت را نشان می‌دهد. همان‌طور که ملاحظه می‌شود از سال ۲۰۱۳ به این‌سو این مهم روند صعودی به خود گرفته است. سهم بانک مرکزی ایرلند زودتر از سایر کشورها افزایش یافت.



نمودار ۱۹: سهم بانک مرکزی کشورهای منتخب از اوراق بدهی دولت همان کشور

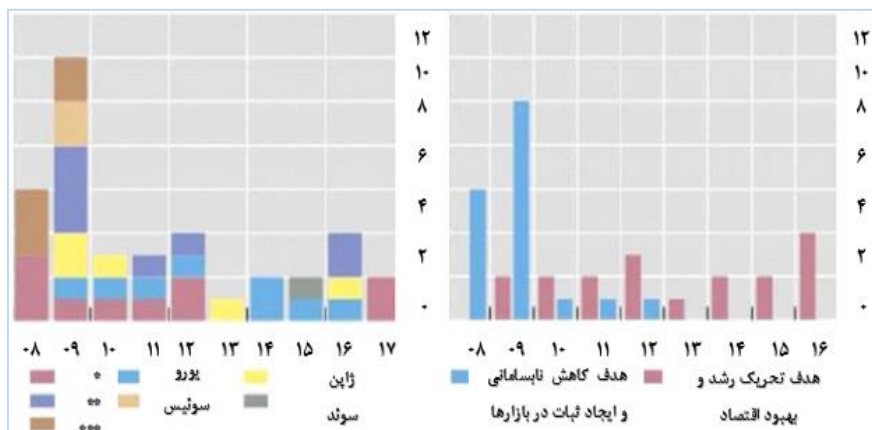
مأخذ: صندوق بین‌المللی پول، ۲۰۲۱

در نمودار (۲۰) سهم شبکه بانکی داخلی از اوراق بدهی دولت همان کشور نشان داده شده است.



نمودار ۲۰: سهم شبکه بانکی داخلی از اوراق بدهی دولت همان کشور
 مأخذ: صندوق بین‌المللی پول، ۲۰۲۱

نمودار (۲۱) تعداد مداخلات سیاستی بانک‌های مرکزی در کشورهای آمریکا، انگلستان، اتحادیه اروپا، ژاپن، سوئیس و مکزیک را در فاصله سال‌های ۲۰۰۸ تا ۲۰۱۷ بر اساس کشور و هدف برنامه خرید دارایی در دوره مذکور به ترتیب توسط اتحادیه اروپا، فدرال رزرو آمریکا، بانک مرکزی انگلستان و بانک مرکزی ژاپن انجام گرفته و در عین حال در سال ۲۰۰۹ شاهد بیشترین تعداد مداخلات صورت پذیرفته است. به گونه‌ای که بانک مرکزی مکزیک، سوئیس، انگلستان، ژاپن، اتحادیه اروپا و آمریکا طی یک سال به ترتیب ۱۱، ۱۰، ۸، ۴، ۲ و ۱ مرتبه عملیات تزریق گسترده منابع را از طریق خرید دارایی به اجرا گذاشته‌اند. همان‌طور که از سمت راست نمودار پیدا است، بانک مرکزی در کشورهای مذکور سیاست مداخله‌ای خود را تا رسیدن به اهداف سیاستی ادامه داده است. این مهم به طور مشخص در خصوص فدرال رزرو و بانک مرکزی اتحادیه اروپا مصداق دارد.

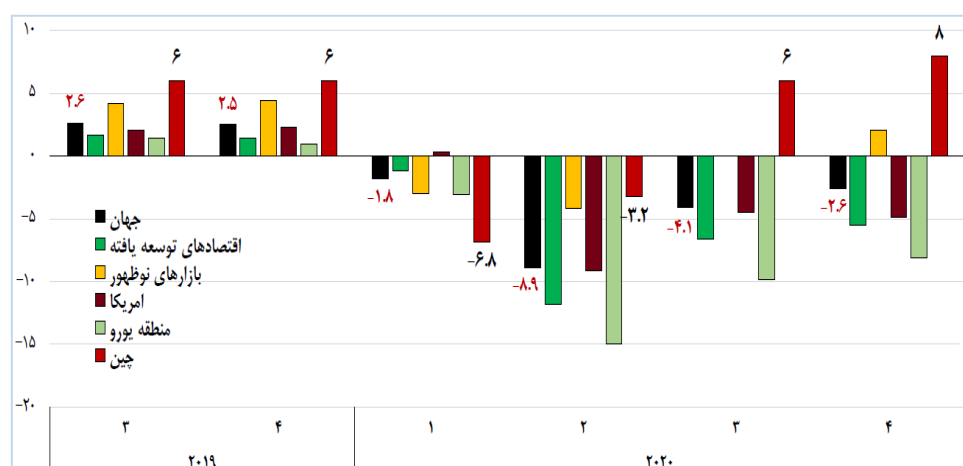


* فدرال رزرو، ** انگلستان، *** مقدونیه

نمودار ۲۱: تعداد برنامه‌های خرید دارایی در کشورهای منتخب از سال ۲۰۰۸ تا ۲۰۱۷
 Source: National submissions to CGFS/ MC survey

۳-۳-۲- بحران پاندمی کرونا

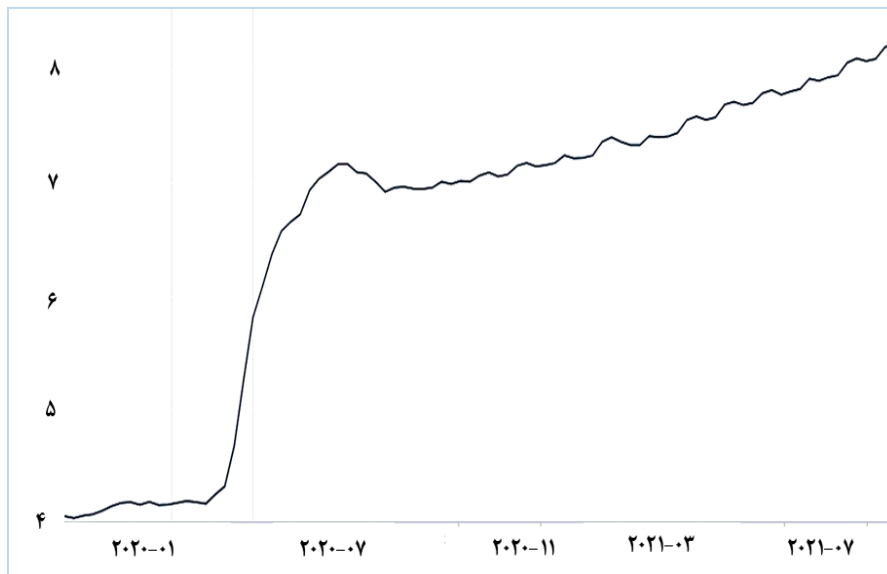
شیوع ویروس کرونا از ابتدای سال ۲۰۲۰ تاکنون پیامدهای جبران ناپذیری بر اقتصاد کشورهای مختلف دنیا داشته است. در این میان با تشدید محدودیت‌های ناشی از شیوع ویروس کرونا، کشورهای توسعه یافته با توجه به بازتر بودن اقتصاد داخلی و وجود ارتباط گسترده تجاری با چالش‌های بیشتر و مشکلات اقتصادی شدیدتری روبه‌رو شده‌اند، به گونه‌ای که در بسیاری از این کشورها رشد اقتصادی منفی طی فصل‌های اول و دوم سال ۲۰۲۰ را تجربه کردند. نمودار (۲۲) تصویر روشنی از وضعیت کنونی و آتی رشد اقتصادی جهان، اقتصادهای توسعه یافته و در حال توسعه، منطقه یورو، آمریکا و چین ارائه می‌کند.



نمودار ۲۲: رشد اقتصادی در مناطق مختلف جهان قبل و بعد از پاندمی کرونا

مأخذ: فیتچ، ۲۰۲۰

در این میان سیاست‌گذار مالی در کشورهای مختلف با بهره‌گیری از تجربه موفق مدیریت و خروج از بحران مالی سال‌های ۲۰۰۷ و ۲۰۰۸، به منظور مقابله با رکود شدید اقتصادی و مالی و تأمین غیرتورمی کسری بودجه خود از یک سو اقدام به تأمین مالی از محل انتشار گسترده اوراق بدهی دولتی نموده و از سوی دیگر سیاست‌گذار پولی به منظور تحقق اهداف تورمی، بازگشت ثبات به بازارهای پولی و مالی و جلوگیری از سقوط ارزش پول ملی با اجرای برنامه تزریق حجم عظیمی از منابع پول پر قدرت به اقتصاد کشور از طریق خرید اوراق بدهی دولتی در بازار ثانویه اقدام کرده است. در واقع بعد از شروع بحران کرونا در ابتدای سال ۲۰۲۰ سیاست‌گذاران اقتصادی که تجربه موفق‌تری را در پشت سر گذاشتن بحران مالی داشتند، این بار به طور یکپارچه با سرعت زیاد و در ابعاد بزرگ نسبت به اعمال سیاست پولی انبساطی اقدام کردند. پیامد این امر رشد قابل توجه ترازنامه بانک‌های مرکزی بود، به گونه‌ای که حجم دارایی‌های فدرال رزرو از زمان شروع پاندمی کرونا تا اوایل فصل سوم سال ۲۰۲۱ بیش از دو برابر شده است. به بیان دیگر، از ۴ تریلیون دلار به بیش از ۸٫۲ تریلیون دلار رسیده است.



نمودار ۲۳: حجم ترازنامه بانک مرکزی آمریکا/ تریلیون دلار

Source: FRED

درواقع پاسخ بانک‌های مرکزی به شوک مالی و اقتصادی ناشی از پاندمی کرونا چندوجهی و پیچیده بوده است. بانک‌های مرکزی به عنوان آخرین خریدار یا فروشنده منابع در اقتصاد هر کشور از یک سو از طریق مداخله در بازار رپو (توافقنامه بازخرید)^۱ و تزریق منابع مازاد و تجهیز منابع جدید و از سوی دیگر افزایش دایره وثایق مورد پذیرش اعم از نوع و ارزش وثیقه از سوی بانک‌ها در عملیات رپو نسبت به اجرای برنامه‌های سیاستی خود گام برداشته‌اند. نمودارهای (۱۳) تا (۱۶) که پیش‌تر مورد بررسی قرار گرفته‌اند به خوبی الگوی سیاستی خزانه‌داری آمریکا و فدرال رزرو را در مواجهه با بحران کرونا نشان می‌دهند. الگویی کاملاً مشابه دوره بحران مالی که در آن برای تأمین مالی اقتصاد کشور، جلوگیری از رکود، حمایت از کسب و کارها و در این مورد خاص (کرونا) حمایت از خانواده‌ها، دولت اقدام به انتشار حجم گسترده‌ای اوراق قرضه می‌نماید و از سوی سیاست‌گذار پولی به عنوان خریدار اصلی اوراق در بازار ثانویه، ضمن حفظ نقدشوندگی اوراق دولتی و ثبات بازارهای مالی، نقدینگی لازم برای تحقق اهداف سیاستی را تزریق می‌کند.

با گذر از بحران مالی کشورهای مختلف دنیا به نسخه واحدی برای مواجهه با بحران‌های اقتصادی دست یافته‌اند و الگوی سیاستی که ابتدا توسط ایالات متحده به کار گرفته شد، در سال‌های اخیر عملاً به برنامه عملیاتی کشورهای مختلف دنیا در بحران‌های اقتصادی تبدیل شده است. نمودارهای (۱۸) تا (۲۰) به خوبی بیانگر رشد قابل ملاحظه حجم اوراق بدهی دولتی از ابتدای سال ۲۰۲۰ و افزایش معنادار سهم بانک‌های مرکزی در میان خریداران اوراق بدهی در کشورهای مورد بررسی دارد؛ الگویی کاملاً مشابه دوره گذار از بحران مالی.

در اقتصادهای در حال توسعه سیاست‌های انتشار اوراق و اجرای عملیات بازار باز نیز برای عبور از بحران مالی به کار گرفته شد. در یکی دو سال اخیر نیز تعداد زیادی از کشورها برنامه‌های مشابهی را راه‌اندازی کرده‌اند و

1. Repurchase Agreement

چارچوب سیاست پولی را برای مقابله با چالش‌های جریان سرمایه و نوسانات نرخ ارز گسترش داده‌اند. این چارچوب (بسته) سیاستی شامل «برنامه خرید اوراق بدهی دولت»^۱ تعیین مشخصات و جزئیات اوراق و مداخله در بازارها و ارزیابی آثار و پیامدهای بسته سیاست پولی است.

هدف اصلی «برنامه خرید اوراق بدهی دولت» که اخیراً در کشورهای در حال توسعه در حال اجراست اصلاح عملکرد بازار و تأمین نقدینگی در بازار اوراق قرضه داخلی است. بر اساس مطالعات انجام شده تعداد کمی از بانک‌های مرکزی به صراحت میزان برنامه‌های خرید اوراق خود را اعلام کرده‌اند که در این میان از یک دهم (۰/۱) درصد تولید ناخالص داخلی (در کره جنوبی) تا دو و هشت دهم (۲/۸) درصد تولید ناخالص داخلی در شیلی را در بر می‌گیرد. عمده برنامه‌ها بر خرید اوراق بدهی داخلی دولت در بازارهای ثانویه متمرکز هستند. در مجارستان و کلمبیا بانک مرکزی به ترتیب در حال خرید اوراق رهنی و اوراق بدهی بانکی است. در شیلی نیز بانک مرکزی به خرید اوراق بدهی بانکی اقدام کرده است. البته در برخی از کشورهای در حال توسعه، بانک مرکزی با محدودیت‌های قانونی یا حتی ممنوعیت خرید اوراق روبه‌رو است. از این‌رو در برخی از کشورها اقدامات قانونی برای اعطای اختیارات جدید و گسترده به بانک مرکزی برای خرید اوراق قرضه، در حال انجام (جمهوری چک) یا تصویب شده است (برزیل).

جدول (۱۴) جزئیات اقدامات و برنامه عملیاتی بانک‌های مرکزی را در دوره بحران کرونا نشان می‌دهد. بر این اساس برنامه جدید خرید اوراق بدهی دولت از نظر ماهیت، تفاوت‌هایی با مدل خرید اوراق بدهی دولت توسط بانک مرکزی در اقتصادهای پیشرفته دارد. در کشورهای توسعه یافته بانک‌های مرکزی در پاسخ به همه‌گیری ویروس کرونا، خریدهای گسترده اوراق قرضه شرکتی و دولتی بوده است. برنامه خرید اوراق در این کشورها به منظور تأمین منابع اعتباری لازم برای شرکت‌ها در دوره بحران، حفظ کارایی و ثبات بازار اوراق بدهی دولتی و در عین حال تحقق اهداف سیاست پولی و دستیابی به نرخ‌های سیاستی مورد نظر طراحی شده‌اند. در مقابل در کشورهای در حال توسعه برنامه خرید اوراق نه با هدف تحریک و تأمین مالی بنگاه‌ها که به منظور حفظ ثبات بازار بدهی و اطمینان بخشی به سرمایه‌گذاران ریسک‌گریز اوراق مبنی بر وجود نقدشوندگی کافی است. در واقع در کشورهای در حال توسعه، بانک مرکزی در راستای اطمینان بخشی به فعالان بازار، اوراق این سیگنال را مخابره می‌کند که در دوره بحران نقش خریدار و فروشنده نهایی اوراق را بازی خواهد کرد.

جدول ۱۴: برنامه‌های خرید اوراق در کشورهای در حال توسعه

کشور	*	نرخ بهره سیاستی (انتهای جولای)	نرخ تورم / (کریدور)	نوع مداخله	بازار هدف	**
آمریکا	۲۶,۴۶	۰	۱,۳ / (۰,۲۵-۰)	خرید مستقیم / سوآپ	بین بانکی / اوراق بدهی دولت / اوراق رهنی	۱۷
انگلستان	۱۷,۸۲	۰,۱	۰,۲ / (۲-۰)	خرید مستقیم / سوآپ	اوراق بدهی دولت	۳۴
ژاپن	۵۶,۰۹	(۰,۱)	۰,۲ / (۲-۰)	خرید مستقیم / سوآپ	اوراق بدهی دولت	۴۳
شیلی	۴,۷	۰,۵	۳,۴ / (۴-۲)	خرید مستقیم	بین بانکی	۲,۸
کلمبیا	۱۰	۳,۷۵	۳,۵ / (۴-۲)	خرید مستقیم	بین بانکی و اوراق بدهی دولت	۳,۵
مجارستان	۱۲	۰,۹	۲,۴ / (۴-۲)	خرید مستقیم	بازار اوراق بدهی دولت / اوراق رهنی	۱
هند	۸,۶	۴,۴	۳۵,۸ / (۶-۲)	خرید مستقیم و سوآپ	بازار اوراق بدهی دولت	۸
اندونزی	۷,۸	۴,۵	۲,۸ / (۴-۲)	خرید مستقیم	بازار اوراق بدهی دولت	۱۳
کره جنوبی	۵	۰,۷۵	۰,۱ / (۲)	خرید مستقیم	بازار اوراق بدهی دولت	۴۴
مکزیک	۱,۹	۶	۲,۲ / (۴-۲)	سوآپ	بازار اوراق بدهی دولت	۰,۳
لهستان	۹	۰,۵	۳,۴ / (۳,۵-۱,۵)	خرید مستقیم	بازار اوراق بدهی دولت	۶
رومانی	۱۱	۲	۲,۷ / (۳,۵-۱,۵)	خرید مستقیم	بازار اوراق بدهی دولت	۱
فیلیپین	۱۲	۲,۷۵	۲,۲ / (۴-۲)	خرید مستقیم	بازار اوراق بدهی دولت	۱۴
آفریقای جنوبی	۱۲	۴,۲۵	۴,۱ / (۶-۳)	خرید مستقیم	بازار اوراق بدهی دولت	۲
تایلند	۱۰	۰,۷۵	۳ / (۳-۱)	خرید مستقیم	بازار اوراق بدهی دولت	۷
ترکیه	۱۲,۷	۸,۷۵	۱۰,۹ / (۷-۳)	خرید مستقیم	بازار اوراق بدهی دولت	۵

* اندازه بسته محرک (درصد از GDP)، می ۲۰۲۱ ** خرید اوراق (درصد از کل اوراق)، می ۲۰۲۱

مأخذ: بانک تسویه بین‌الملل و صندوق بین‌المللی پول ۲۰۲۱

جدول (۱۵) نشان می‌دهد بازاری که بانک مرکزی نسبت به خرید مستقیم اوراق اقدام نموده بازار ثانویه اوراق بدهی دولت بوده که در مواردی مثل شیلی این بازار همان بازار بین بانکی است. مقایسه عملکرد دولت‌ها در اعمال سیاست‌های انبساطی و تهیه بسته‌های محرک اقتصادی در دو دوره بحران مالی و شیوع کرونا حاوی نکات مهمی است.

در این جدول متوسط اندازه محرک‌های مالی را بر اساس مطالعه‌ای که اخیراً توسط آنکتاد در میان کشورهای اتحادیه اروپا و ۲۰ کشور از سایر نقاط دنیا انجام شده است، نشان می‌دهد. بر اساس این مطالعه در اغلب کشورهای مورد بررسی، حجم مداخلات دولت و اندازه بسته‌های محرک مالی در دوره بحران کرونا بزرگ‌تر از مداخلات انجام شده در دوره بحران مالی بوده است. این امر از یک سو می‌تواند ناشی از ابعاد بزرگ‌تر از بحران مالی و تأثیر زیاد آن بر زندگی اقشار مختلف جامعه داشته باشد. از سوی دیگر نیز نشان‌دهنده افزایش اعتماد به نفس دولت و بانک‌های مرکزی در اعمال سیاست‌های انبساطی و محرک رشد با درس گرفتن از تجربه موفق گذر از بحران مالی باشد.

جدول ۱۵: مقایسه ارزش بسته‌های محرک مالی در بحران مالی و بحران کرونا

تغییرات (درصد)	متوسط ارزش بسته‌های محرک مالی در دوره کرونا (درصد از GDP)	متوسط ارزش بسته‌های محرک مالی در دوره بحران مالی (درصد از GDP)	شرح
۲۷۰	۹,۷۳	۲,۶۳	اقتصادهای توسعه یافته
۱۸	۵,۴۶	۴,۶۲	اقتصادهای در حال توسعه
۱۰	۸,۴	۷,۶۵	کشورهای با درآمد بالا
۶	۶,۴۲	۶,۰۴	کشورهای با درآمد بالاتر از میانگین
۵۰	۳,۷۶	۲,۵	کشورهای با درآمد پایین‌تر از میانگین
۶۵	۳,۳	۲	کشورهای با درآمد کم
۱(۷۴)	۳,۴	۱۳,۲	اقتصادهای در حال گذار

مأخذ: آنکتاد ۲۰۲۱

بانک‌های مرکزی ابزارهای متعددی را برای دستیابی به اهداف سیاستی خود به کار می‌گیرند. جدول (۱۶) معیارها و ابزارهای پولی بانک مرکزی جهت دستیابی به اهداف سیاستی را در دوره بحران مالی و شیوع کرونا به ترتیب در کشورهای توسعه یافته، خاورمیانه، کشورهای در حال توسعه آسیا، آمریکای لاتین و اروپای شرقی نشان می‌دهد.

۱. پرنترز به منزله منفی بودن ارقام/ اعداد است.

جدول ۱۶: شاخص‌ها و ابزارهای پولی بانک‌های مرکزی کشورهای منتخب

نوع ابزار	اندازه‌گیری	آمریکا	ژاپن	انگلیس	کانادا	استرالیا	سوئیس	دانمارک	نروژ	نیوزلند	سوئد	امارات	الجزایر	کویت	مراکش	عربستان سعودی	ترکیه
بهره	تنزل نرخ سیاست (۱)	✓		✓	✓	✓			✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
عملیات وام‌دهی	تأمین نقدینگی (۲)	✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	وام‌دهی هدفمند (۳)	✓	✓	✓		✓	✓			✓	✓	✓				✓	✓
خرید دارایی	اوراق قرضه دولتی (۴)	✓	✓	✓	✓	✓				✓	✓						✓
	اوراق تجاری (۵)	✓	✓	✓	✓					✓							
	اوراق مشارکت (۶)	✓	✓	✓	✓					✓							
	سایر خصوصی (۷)		✓		✓						✓						
ارز خارجی	خط مبادله دلار آمریکا (۸)		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓						
	معاوضه (۹)																
	مداخله‌های نقطه‌ای (۱۰)						✓										✓
سیاست ذخیره	پاداش/ دستمزد (۱۱)					✓	✓			✓							✓
	نرخ دستمزد (۱۲)											✓	✓				
	انطباق (۱۳)																✓

مأخذ: BIS و وبسایت بانک مرکزی هر کشور

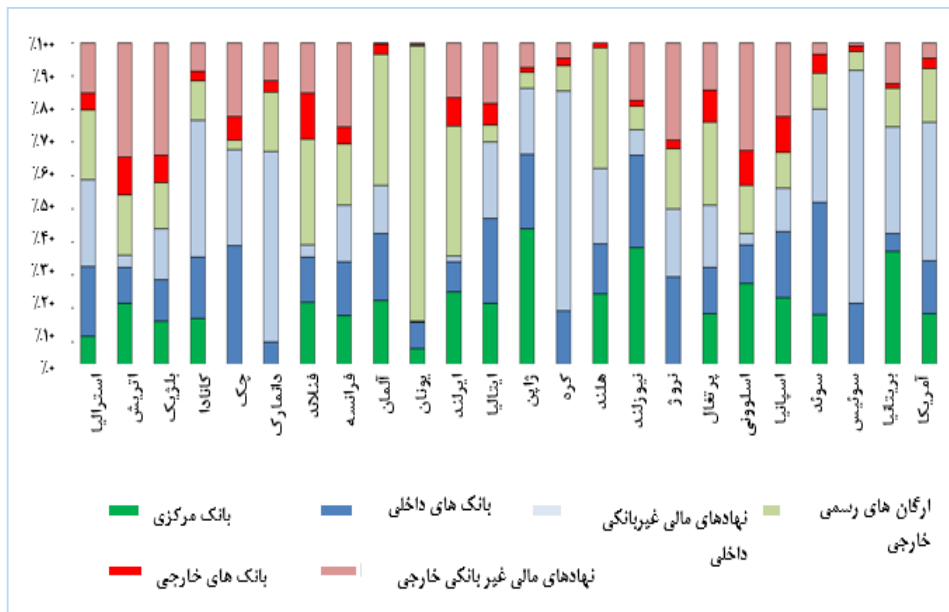
جدول ۱۷: شاخص‌ها و ابزارهای پولی بانک‌های مرکزی کشورهای منتخب- ادامه

نوع ابزار	اندازه‌گیری	چین	هنگ‌کنگ	اندونزی	هند	کره	مالزی	فیلیپین	سنگاپور	تایلند	ویتنام	آرژانتین	برزیل	شیلی	کلمبیا	مکزیک	پرو	مجارستان	لهستان	رومانی
بهره	۱	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
عملیات وام‌دهی	۲	✓	✓	✓	✓	✓		✓		✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	۳	✓			✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓		✓	
	۴			✓	✓	✓		✓		✓					✓	✓		✓	✓	✓
خرید دارایی	۵					✓														
	۶					✓				✓								✓		
	۷													✓	✓			✓		
ارز خارجی	۸					✓				✓			ر			✓				
	۹				✓	✓				✓			✓	✓	✓	✓	✓	✓		
	۱۰				✓									✓						
سیاست ذخیره	۱۱																			✓
	۱۲					✓						✓	✓							✓
	۱۳												✓		✓	✓	✓		✓	✓

مأخذ: BIS و وبسایت بانک مرکزی هر کشور

همان‌طور که ملاحظه می‌شود، بانک‌های مرکزی از پنج (۵) ابزار کلی نرخ بهره، تسهیلات بدهی، خرید دارایی، مدیریت ذخایر ارزی و ذخیره‌گیری برای دستیابی به اهداف سیاستی استفاده می‌کنند. در این مسیر ابزار نرخ بهره برای تحقق نرخ هدف سیاستی استفاده می‌شود؛ ابزار تسهیلات بدهی مشخصاً برای مدیریت نقدینگی و تأمین نقدینگی مورد نیاز بخش هدف به کار گرفته می‌شود؛ برنامه خرید دارایی^۱ عمدتاً روی خرید اوراق بدهی دولت، اوراق بدهی شرکتی، اسناد تجاری و سایر اوراق بهادار تمرکز دارد؛ مدیریت نرخ ارز و ذخایر ارزی عمدتاً بر اساس خطوط سواپ ارزی دلاری، سواپ ارزی سایر ارزها و مداخلات ارزی بانک مرکزی در بازار ارز انجام می‌شود و سیاست ذخیره‌گیری بانک مرکزی نیز بر مبنای هدف بانک مرکزی در تنظیم دریافت‌ها و پرداخت‌های شبکه بانکی و نرخ ذخیره‌گیری بانک‌ها صورت می‌گیرد.

یکی از مهم‌ترین اجزای بازار بدهی در هر کشور، ترکیب سرمایه‌گذاران پایه اوراق بدهی دولت می‌باشند. ارزیابی وضعیت بازار بدهی در کشورهای مختلف بیانگر این است که اگرچه سهم هر یک از اجزا تشکیل‌دهنده از سرمایه‌گذاران در اوراق بهادار دولتی متفاوت است، اما عمده سرمایه‌گذاران را بانک مرکزی، بانک‌های داخلی، نهادهای مالی و سرمایه‌گذاری داخلی، نهادهای رسمی خارجی - شامل بانک مرکزی دیگر کشورها یا سایر نهادهای رسمی یک کشور - بانک‌های خارجی، نهادهای مالی و سرمایه‌گذاری خارجی تشکیل می‌دهند. نمودار (۲۴) آخرین وضعیت ترکیب سرمایه‌گذاران پایه اوراق بهادار بدهی در کشورهای توسعه‌یافته را در پایان سال ۲۰۲۰ بر اساس گزارش صندوق بین‌المللی ارائه می‌کند. بسته به درجه آزادی اقتصادی، رتبه اعتباری دولت، ساختار نظام تأمین مالی و سیستم پولی و بانکی، سهم هر یک از نهادهای مذکور متفاوت خواهد بود. به طور مشخص در کشورهایی که ارتباطات بین‌المللی محدودتر است و یا درجه اعتبار اوراق دولت پایین‌تر می‌باشد و یا بازار مالی چندان توسعه یافته نیست، بانک مرکزی و بانک‌های داخلی سهم بیشتری از اوراق را در اختیار دارند.



نمودار ۲۴: ترکیب سرمایه‌گذاران پایه اوراق بدهی دولت در کشورهای مختلف

مأخذ: صندوق بین‌المللی پول، می ۲۰۲۱

در مجموع می‌توان گفت پس از بحران مالی سال ۲۰۰۸ سیاست‌های جداکننده پولی و مالی از یکدیگر عملاً ناکارایی خویش را نمایان ساخت، چراکه حجم بحران ضرورت بهره‌گیری از ابزار اوراق در مسیر اجرای سیاست‌های نامتعارف پولی را تحمیل کرد و موجب شد تا در خصوص وظایف بانک مرکزی و مدیریت بدهی بازنگری مجدد صورت گیرد. امری که در مواجهه با بحران کرونا نیز مجدداً نمود پیدا کرده است. این چارچوب نوین سیاستی به عبارت دیگر بحران مالی منجر به تغییراتی در ابعاد مدیریت بدهی بخش عمومی خصوصاً در حوزه سیاست‌گذاری پولی گردید. این تغییرات در محورهای ذیل قابل بحث و بررسی است:

در شرایط عدم اطمینان، به دلیل اعوجاج نرخ بهره کوتاه‌مدت، نقش بانک مرکزی در بازار بدهی اوراق بلندمدت اهمیت بیشتری پیدا می‌کند:

- به دلیل افزایش کسری بودجه و نابسامانی در بازارها، حجم انتشار اوراق بدهی دولت به سرعت افزایش می‌یابد.
- تجارب بحران اقتصادی سال ۲۰۰۸ نشان می‌دهد که خرید اوراق بدهی دولت توسط بانک مرکزی از اثربخشی لازم برخوردار بوده است.
- در شرایط بحرانی باید اهداف مربوط به حداقل کردن هزینه تأمین مالی به صورت موقت اولویت خود را به ثبات مالی بدهد.
- این امر به معنی مداخله و اجرای اقدامات فعالانه بانک مرکزی در بازارهای پولی و مالی به‌ویژه بازار اوراق بدهی دولت است.

موارد فوق‌الذکر حاکی از آن است که در زمان‌های بحران، طراحی و اجرای استراتژی مدیریت بدهی باید با توجه به سیاست‌گذاری پولی و ثبات مالی تنظیم شود و به منظور دستیابی به ثبات و حفظ آرامش در بازارها، بانک مرکزی، نقش خریدار و فروشنده نهایی اوراق بدهی دولت را به عهده می‌گیرد تا ضمن تأمین نقدینگی مورد نیاز اقتصاد، درجه نقدشوندگی اوراق را بالا برده و از خروج منابع عظیم سیستم پولی و مالی از بازار بدهی جلوگیری به عمل آورند و به این ترتیب به اهداف سیاستی خود دست یابند.

سیر مطالعات مختلف بین‌المللی بیانگر این است که بانک مرکزی با اعلان رسمی چارچوب سیاستی خود به پایداری بازار بدهی کمک می‌کند. تجربیات کسب شده از مدیریت بحران در چارچوب سیاست پولی کشورهای در حال توسعه، برای توسعه ابزارهای خرید بدهی در آینده از اهمیت زیادی برخوردار است.

حسب روندهای سیاست‌گذاری متأثر از شرایط پیرامونی در روابط میان بانک مرکزی و سیاست‌گذار حوزه مدیریت بدهی به واسطه پیامدهای بحران مالی و نوسانات اقتصادی منتج از آن بیانگر این حقیقت است که سیاست پولی انعطاف‌پذیر و منسجم بانک‌های مرکزی در کشورهای مختلف به واسطه به کارگیری ابزارهای مدرن و کارا از جمله عملیات بازار باز، علاوه بر این که در دهه‌های اخیر توانسته است دستاوردهای چشمگیری در تحقق اهداف سیاست پولی، به‌ویژه کنترل تورم و ثبات در بازارهای مالی را به همراه آورد، این امکان را برای سیاست‌گذاری مالی فراهم کرده تا با توسعه بازار بدهی، رکود شدید اقتصادی و بحران مالی بزرگ سال‌های ۲۰۰۸ و ۲۰۰۹ و بحران اقتصادی ناشی از شیوع کرونا را پشت سر بگذارد. لذا می‌توان سه نتیجه کلی زیر را در زمینه ارتباط و تعامل بین سیاستگذار پولی و مالی در دوره بحران ارائه کرد:

نخست، اغلب کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه دنیا به‌ویژه طی یک دهه اخیر به یک الگوی مشترک و کارا برای مقابله با بحران‌های مالی و اقتصادی دست یافته و تلاش کرده‌اند متناسب با ظرفیت‌ها و بنیان‌های اقتصاد داخلی ضمن به کارگیری الگوی سیاستی مذکور، پیامدها و آثار منفی بحران را به حداقل برسانند. دوم، تجارب کشورهای مختلف دنیا در مواجهه با بحران‌های مالی و نمایانگر ضرورت همکاری متقابل بین دو نهاد سیاست‌گذار پولی و مدیریت بدهی با وجود اهداف متفرق و گاهاً در تضاد با یکدیگر بالاخص در چشم‌انداز میان‌مدت و بلندمدت مراکز بدهی و دید کوتاه‌مدت بانک‌های مرکزی است. سوم، سیاست‌گذار پولی و مدیریت بدهی نیازمند یک چارچوب سیاستی منسجم برای شناسایی و برآورد آثار فعالیت‌های رسمی و غیررسمی خود هستند که می‌تواند نرخ اوراق و سررسید آن‌ها را متأثر سازد. فقدان چنین چارچوب سیاستی حتی در صورت اتخاذ سیاست‌های سازگار و منطقی به‌صورت جزیره‌ای (در بازار پول و بازار بدهی) می‌تواند به دلیل عدم آگاهی از پیامد اجرای سیاست‌های طرف مقابل و نیز اثرپذیری رفتاری جامعه از نبود سیالیت اطلاعات، منجر به تورش در اهداف سیاستی، افزایش نااطمینانی و افت شهرت سیاست‌گذاری شود. این مهم به‌ویژه در شرایط تورم انتظاری بالا و در نتیجه کشف نرخ‌های بالا برای سررسید اوراق بلندمدت، وخیم‌تر است.

۴- مالیه عمومی و بازار بدهی

در این بخش، «مدیریت بازار بدهی» به عنوان یکی از وظایف اصلی خزانه‌داری در فرایند مالیه عمومی و «بازار بدهی در جهان و ایالات متحده آمریکا» مورد بررسی قرار گرفته است.

۴-۱- مدیریت بازار بدهی

در ادامه بازار بدهی و اهمیت آن در نظام مالی بین‌الملل، الزامات و اصول کلی مدیریت بدهی، بازار بدهی در کشورهای منتخب ارائه شده است.

۴-۱-۱- اهمیت آن در نظام مالی بین‌الملل

بازاری که در آن اوراق بدهی (قرضه) مورد معامله قرار می‌گیرد بازار بدهی نامیده می‌شود. این مهم در کنار بازار سهام و بازار مشتقات سه رکن اصلی بازار سرمایه را تشکیل می‌دهند. این بازار در پی آن است که با ایجاد مکانیسمی امکان تأمین مالی کوتاه‌مدت، میان‌مدت و بلندمدت را برای مخارج بخش خصوصی و دولتی فراهم آورد (عابدی ۱۳۹۴). اوراق بدهی سند تعهد پرداخت با مبلغ و سررسید مشخص یا سررسیدهای مشخص در آینده است. به بیان دیگر، دفترچه اقساط، چک تاجر، اوراق مشارکت و اسناد خزانه اسلامی همگی در زمره اوراق بدهی قرار می‌گیرند (کاشی، ۱۳۹۹).

امروزه عمده تأمین مالی در سطح بین‌الملل در بازار بدهی صورت می‌پذیرد. به بیان دیگر بازار سهام با نقش بسیار مهم خود کمتر از ده (۱۰) تأمین مالی دنیا را پوشش می‌دهند؛ زیرا بازار بدهی برای تأمین مالی شرکت‌های بزرگ و با حجم دارایی‌های فیزیکی بالا مناسب‌ترین گزینه است. همان‌طور که در بخش پیشین اهمیت بازار بدهی و نقش آن در تأمین مالی در شرایط بحران طی دو مقطع زمانی در سطح بین‌المللی از نظر گذشت. در ربع قرن گذشته نیز بسیاری از اقتصادهای نوظهور مانند مالزی، برزیل و کره جنوبی در توسعه بازار بدهی تلاش‌های قابل توجهی انجام داده‌اند. همچنین، بحران بانکی دهه پایانی قرن بیستم در کشور این مهم را بیش از پیش محرز نمود که عدم تنوع در نهادهای واسطه‌گری مالی باعث تشدید و طولانی شدن بحران می‌شود. زیرا در صورت اختلال کانال‌های اصلی واسطه‌گری مالی در اقتصاد، وجود مسیرهای دیگر (به جزء سیستم بانکی) برای تبدیل پس‌اندازها به سرمایه‌ای قابل استفاده از گسترش بحران جلوگیری می‌کند. لازم به ذکر است، کمک بازار بدهی به تأمین مالی طی بحران دهه ابتدای قرن بیست و یکم به اهمیت این مهم افزود. از این‌رو، توسعه بازار بدهی از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است که می‌توان به افزایش کارایی اقتصادی، کاهش آسیب‌پذیری کشورها نسبت به بحران‌های مالی، تسهیل تأمین مالی فعالیت‌های بخش خصوصی، تأمین بودجه عمومی و جلوگیری از تسلط سیاست‌های مالی بر سیاست‌های پولی، افزایش شفافیت مالی، تعیین غیردستوری نرخ بهره در بازار و بازارمحور شدن اقتصاد اشاره کرد.

۴-۱-۲- اصول کلی مدیریت بدهی

دولت‌ها باید از اجرای کارایی بودجه و مدیریت منابع مالی اطمینان داشته باشند. به بیان دیگر، ضرورت دارد که وجوه مورد نیاز برای برنامه‌ها و دستگاه‌های مختلف به‌موقع تأمین شود و هزینه استقراض دولت به حداقل کاهش یابد. بدین ترتیب مدیریت صحیح دارایی‌ها و بدهی‌های مالی امری ضروری است. مدیریت مالی در دولت فعالیت‌های گوناگونی را دربر می‌گیرد. تهیه و تدوین سیاست مالی، تنظیم بودجه و اجرای آن، مدیریت عملیات مالی، حسابداری و حسابرسی و ارزیابی از جمله این فعالیت‌ها هستند. در این میان خزانه‌داری یکی از مهم‌ترین وظایف خزانه‌داری «مدیریت بدهی دولت و تضمین‌ها، مدیریت کمک‌های بین‌المللی و سرمایه‌گذاری خارجی و مدیریت دارایی‌های مالی» است. هدف اصلی مدیریت بدهی، تأمین مالی کسری بودجه از طریق وام‌ها، انتشار اوراق و طرح‌های مختلف است؛ به گونه‌ای که هزینه بالایی برای تأمین این کسری بودجه، بر دولت تحمیل نگردد. همچنین ضرورت دارد که دولت‌ها با استفاده از مدیریت بدهی اهداف دیگری مانند توسعه بازارهای مالی، حمایت از سیاست پولی و تشویق پس‌انداز را نیز مدنظر داشته باشند. برای ایجاد یک سیستم منسجم مدیریت بدهی لازم است نکات زیر در نظر گرفته شود:

- ترتیبات قانونی و بودجه‌ای همواره باید برای اجتناب از بدهی‌های غیرقابل پیش‌بینی در نظر گرفته شود. به عنوان نمونه، لازم است قانون مجزایی در حوزه مدیریت عمومی دولت به گونه‌ای وضع شود که فقط یک مقام دولتی مجاز به استقراض باشد. این مقام باید مسئولیت مدیریت مالی را بر عهده داشته باشد. همچنین مقررات مربوط به تعیین حدود استقراض را می‌توان در قوانین بودجه سنواتی گنجانده و در برنامه بودجه باید برنامه سالیانه استقراض مشخص شود. قوانین باید شامل ابزارها و روش‌هایی باشد که دولت می‌تواند آن‌ها را به کار گیرد و به اندازه کافی انعطاف‌پذیر باشند تا زمینه پذیرش توسعه در بازارهای مالی و سیستم‌های فناوری اطلاعات را داشته باشند. علاوه بر این، شفافیت و قابلیت پیش‌بینی اهداف دو اصل مهم در سیاست مدیریت بدهی دولت برای عموم مشخص تلقی می‌گردد (آلن و توماسی، ۲۰۰۱).
- توزیع مسئولیت‌ها برای اجرای سیاست بدهی باید بر اساس ظرفیت‌های فنی وزارت دارایی^۱، میزان توسعه بازارهای مالی و اهداف مورد توجه باشد. در برخی کشورها بانک مرکزی مسئول اجرای سیاست بدهی و مدیریت اوراق قرضه است. در کشورهای توسعه یافته نیز حرکت به سوی تعهد کامل وزارت دارایی در خصوص مدیریت بدهی‌ها است.
- جهت تأمین مالی کسری بودجه از طریق اوراق قرضه دولتی، مدیریت اوراق به‌عنوان یک ابزار مهم، باید انگیزه لازم را برای رونق بازارهای مالی ایجاد کند. همچنین ضرورت دارد که قراردادهای حمایتی مانند همکاری متقابل مقامات پولی و مالی در نظارت بر میزان اوراق منتشر شده، حمایت در برابر تأمین مالی

۱. سازمان متولی سیاست‌های مالی

بیش از میزان بودجه دولت برای انجام مدیریت پولی و تقسیم هزینه این تأمین مالی انجام شود (مونسرآت و داتلز،^۱ ۱۹۹۷).

استفاده از ترکیب مناسب ابزارهای راهبردی در ایجاد تعادل فرایند مدیریت بدهی حائز اهمیت است. با توجه به موارد عنوان شده، اصول کلی مدیریت بدهی در ادامه ارائه شده است.

ارزیابی ریسک در مدیریت بدهی

مدیریت ریسک، یکی از موارد کلیدی در مدیریت بدهی است. متمرکز کردن عملیات مدیریت بدهی به واحدهای سازمانی مجزا و ایجاد بانک‌های اطلاعاتی بدهی که شامل تمام بدهی‌های دولت است که موجب شکل‌گیری سیستم یکپارچه می‌شود و در کنار دسترسی سریع به اطلاعات و داده‌ها، امکان کاهش ریسک را فراهم می‌آورد. برای تخمین ریسک‌های بازار نیز ضرورت دارد که روند نرخ بهره، نرخ ارز، اوراق بهادار و ساختار سبد بدهی مورد ارزیابی دقیق قرار گیرد.

توسعه بازارهای بدهی

توسعه یک بازار مناسب، جهت کنترل و تأمین بدهی دولت، مدیریت پولی و توسعه بازارهای مالی را تسهیل می‌کند و موجب کاهش ناطمینانی وام‌دهندگان می‌شود. در این راستا، شکل‌گیری سیستم‌های تسویه یکپارچه سرمایه‌گذاران خارجی را جهت ورود به بازارهای داخلی تشویق کرده و منجر به ایجاد بسترهای گسترده‌تری برای تأمین بدهی می‌شود.

مدیریت بدهی‌های خارجی میان‌مدت و بلندمدت

در کشورهای مختلف که درآمدها و ساختارهای مختلف اقتصادی دارند، مدیریت بدهی‌های خارجی متفاوت است. در کشورهای با درآمد پایین، وام‌های مختلف با طرح‌های گوناگون، بخش بزرگی از بدهی‌های خارجی را تشکیل می‌دهند. برای تأمین بدهی‌های خارجی موارد زیر حائز اهمیت است:

- در سیستم مدیریت بدهی خارجی میان‌مدت، انعقاد قرارداد وام‌ها باید توسط یک مقام دولتی مجاز انجام شود و آن مقام ضمانت پرداخت را به عهده دارد.
- وام‌های مرتبط جهت ایجاد تعادل در تراز پرداخت‌ها و بودجه نیز باید در برنامه مالی پیوست بودجه قرار گیرند و میزان وام‌های مربوط به طرح‌ها و شرایط مربوط به هر وام نیز باید مشخص شوند. بهتر است این وام‌ها فقط برای تأمین مالی طرح‌های مشخصی که برنامه‌های سرمایه‌گذاری آن‌ها تعیین گردیده، به کار گرفته شوند.

- در مورد هر وام باید نوع قرارداد و ضمانت، مبلغ پرداختی، سررسید اقساط، زمان بندی برگشت، بخشودگی بدهی، بخشی از وام که پرداخت شده و تغییر شرایط مربوط به هر وام ثبت شود. برای تسهیل در امر مقایسه و حسابداری، بهتر است به جای ثبت کلی معاملات، هر معامله به طور جداگانه ثبت شود. برای مثال، با توجه به تغییرات نرخ ارز باید مقایسه میزان وام و هزینه پرداخت آن با نرخ ارز روز مورد ارزیابی قرار گیرد.
 - جمع آوری اطلاعات در بسیاری از موارد گریبان گیر مدیریت درست بدهی های خارجی است. در این راستا لازم است دفتر مدیریت بدهی، اطلاعات را با زمان بندی مشخص و به طور دقیق برای همه وام دهندگان ثبت کند. در نتیجه انتشار اطلاعات بین دفتر بدهی، مدیران طرح و مؤسسه های محاسباتی یکپارچه گردیده و روند حسابداری به دقت انجام خواهد شد.
- دارایی های مالی دولت شامل سهام شرکت ها، وام های اعطایی دولت، پرداخت ضمانت نامه های رعایت نشده از سوی دریافت کنندگان جزء این هاست. خزانه داری باید این دارایی ها را ثبت و در حسابها منظور کند و وام های اعطایی دولت را با تصویب مجوز پرداخت و پیگیری بازپرداختها مدیریت کند. به همین ترتیب، در مورد شرکت هایی که دولت در آنها سهام دارد خزانه داری باید اطلاعات مالی لازم را کسب کند. پرداخت سود سهام و جنبه های مالی خصوصی سازی را مورد بازبینی قرار دهد.^۱

۴-۲- بازار بدهی در جهان

بازارهای سرمایه بهترین ایده ها و بنگاه های اقتصادی را شناسایی و سرمایه به سمت آنها را گسیل می دارند. علاوه بر جریان آزاد سرمایه، نوآوری نیز جزء لاینفک ایجاد و حمایت از اشتغال، توسعه اقتصادی و رفاه در یک جامعه است. بازارها انتقال منابع (وجوه) را از کسانی که دنبال بازگشت دارایی خود هستند (سرمایه گذاری) به کسانی که به اعتبار و سرمایه نیاز دارند تسهیل می کند. افرادی که از بازارهای سرمایه سالم بهره مند می شوند محدود به سرمایه گذاران خرد (منفرد) نیست؛ زیرا دولت ها، سرمایه گذاران نهادی و شرکت ها را نیز در بر می گیرد. سرمایه ای که از طریق [حقوق صاحبان] سهام و بدهی تأمین می شود می تواند برای رشد و توسعه کسب و کارها، تأمین مالی سرمایه گذاری های جدید، تجهیزات و تکنولوژی و تأمین مالی پروژه های زیرساختی مورد استفاده قرار گیرد. این مهم موجب ایجاد اشتغال و جریان منابع مالی در اقتصاد می شود. علاوه بر این، افراد و کسب و کارها می توانند برای ایجاد ثروت (کسب درآمد) در اوراق بهادار سرمایه گذاری کنند.

در ایالات متحده آمریکا، بازارهای سرمایه از طریق سهام و بدهی شرکت های غیرمالی هفتاد و سه (۷۳) درصد از منابع (وجه) مورد نیاز فعالیت های اقتصادی را تأمین مالی می کنند. بازارهای سرمایه امکان انتشار/ ایجاد بدهی را برای شرکت ها و کسب و کارهایی که نیاز به اعتبار و سرمایه دارند، با کارآمدی و پایداری بیشتر و

۱. مطالب این بخش از گزارش بررسی نظام مالی دولت (۱) بخش خزانه داری کل، مرکز پژوهش های توسعه و آینده نگری اخذ شده است.

محدودیت کمتر فراهم می‌کنند. تأمین مالی سرمایه‌محور (بازار بدهی) در ایالات متحده آمریکا حدود هشتاد (۸۰) درصد است و تأمین مالی از طریق سیستم بانکی نیز که در بیشتر جوامع غالب تر است، در این کشور حدود بیست (۲۰) درصد است. به بیان دیگر، بازارهای سرمایه اساس (بستر) اصلی اقتصاد ایالات متحده آمریکا هستند.

جدول (۱۷) اوراق قرضه بلندمدت و انتشار سهام در جهان طی دوره ۲۰۰۶ تا ۲۰۲۰ میلادی را نشان می‌دهد، همان‌طور که ملاحظه می‌شود ارزش اوراق قرضه بلندمدت با سررسید سیزده (۱۳) ماه و بیشتر، از سهام انتشار یافته در سال‌های مختلف بسیار بیشتر است. همچنین، رشد (تغییرات سال ۲۰۲۰ نسبت به سال ۲۰۰۶) اوراق قرضه نیز به مراتب بیشتر بوده است. به عبارت دیگر، طی دوره مورد بررسی اوراق قرضه بلندمدت بیش از نود (۹۰) درصد رشد کرده است، در حالی که رشد انتشار سهام حدود چهل و شش (۴۶) درصد بوده است. ذکر این نکته ضروری است سال ۲۰۰۸ میلادی که اقتصاد جهان به‌ویژه کشورهای توسعه یافته با بحران اقتصادی دست و پنجه نرم می‌کردند، میزان انتشار اوراق قرضه و سهام نیز در پایین‌ترین حد خود بوده است.

جدول ۱۸: اوراق قرضه بلندمدت و انتشار سهام جهانی طی دوره ۲۰۰۶-۲۰۲۰/میلیارد دلار

سال / شرح	اوراق قرضه جهانی	انتشار سهام
۲۰۰۶	۱۴,۳۱۲,۹	۵۶۷,۰
۲۰۰۷	۱۵,۶۸۷,۴	۶۱۱,۹
۲۰۰۸	۱۳,۸۵۳,۶	۳۴۶,۶
۲۰۰۹	۱۷,۹۰۶,۶	۵۷۵,۰
۲۰۱۰	۱۸,۴۵۲,۱	۶۵۶,۹
۲۰۱۱	۱۸,۲۳۸,۶	۴۷۴,۳
۲۰۱۲	۱۹,۰۱۱,۲	۵۳۱,۱
۲۰۱۳	۱۷,۲۶۵,۱	۶۴۸,۷
۲۰۱۴	۱۸,۰۳۹,۲	۷۳۰,۸
۲۰۱۵	۲۰,۰۵۰,۴	۷۱۸,۷
۲۰۱۶	۲۰,۴۵۳,۶	۵۸۶,۶
۲۰۱۷	۱۸,۶۶۷,۳	۶۷۰,۹
۲۰۱۸	۱۸,۰۹۱,۲	۵۴۵,۴
۲۰۱۹	۲۲,۸۰۷,۸	۵۴۰,۸
۲۰۲۰	۲۷,۳۳۶,۵	۸۲۶,۸
حداکثر	۲۷,۳۳۶,۵	۸۲۶,۸
حداقل	۱۳,۸۵۳,۶	۳۴۶,۶

انتشار سهام	اوراق قرضه جهانی	سال / شرح
۴۵,۸۲	۹۰,۹۹	میزان تغییرات کل دوره

* بلندمدت به اوراق بهادار با سررسید سیزده (۱۳) ماه و بیشتر در زمان انتشار آن اشاره دارد که شامل انتشارات شرکتی، شهرداری و دولتی (حاکمیتی) است.^۱ همچنین منظور از انتشار سهام رتبه‌بندی واجدین شرایط، عرضه اولیه‌های غیر قابل تبدیل و معاملات متعاقب آن، سهام ممتاز، حقوق انتشار، وجوه مسدود شده، شرکت‌های توسعه کسب و کار و خرید (اکتساب) شرکت‌های ویژه با تغییر ملیت^۲ است.

Source: SIFMA Capital Markets Fact Book July 2021

جدول (۱۸) انتشار اوراق قرضه بلندمدت جهان را به تفکیک کشورها و بازارهای مختلف نشان می‌دهد. همان‌طور که ملاحظه می‌شود، ایالات متحده آمریکا به طور متوسط حدود سی (۳۰) درصد اوراق قرضه بلندمدت جهانی را به خود اختصاص می‌دهد، اتحادیه اروپا نیز در سال ۲۰۰۶ حدود بیست و سه (۲۳) درصد اوراق قرضه را به خود اختصاص داده است؛ در حالی که در سال ۲۰۲۰ این سهم با وجود رشد بیش از پانزده (۱۵) درصدی طی کل دوره، به کمتر از چهارده (۱۴) درصد کاهش یافته است. از دیگر سو کشور چین سهم اوراق قرضه خود را از حدود یک (۱) درصد در سال ۲۰۰۶ به حدود نوزده (۱۹) درصد در سال ۲۰۲۰ رسانده است. در این جدول تغییرات کل دوره و متوسط تغییرات سالانه به تفکیک دوره‌های پنج (۵)، ده (۱۰) و کل دوره (ساله ۱۴) نیز به تفکیک کشورها ارائه شده است. همان‌طور که ملاحظه می‌شود، اوراق قرضه بلندمدت کشورهای چین (۲۷/ درصد)، هنگ کنگ (۱۳/ درصد)، سنگاپور (۸,۲۵/ درصد) و کانادا (۷,۶/ درصد) به ترتیب بالاترین متوسط رشد سالیانه کل دوره را تجربه کرده‌اند.

1. Long-term is defined as a security with maturity of 13 months or longer at issuance; includes corporate, municipal and sovereign issuance.

2. Note: Includes rank eligible, non-convertible IPOs and follow-on equity deals, excludes preferred shares, rights issued, closed-end funds, business development companies, and special purpose acquisition companies; by exchange nationality.

جدول ۱۹: اوراق قرضه بلندمدت جهان به تفکیک کشورها و بازارهای طی دوره ۲۰۰۶-۲۰۲۰ / میلیارد دلار

سال / شرح	استرالیا	کانادا	چین	اتحادیه اروپا	هنگ کنگ	ژاپن	سنگاپور	بریتانیا	ایالات متحده آمریکا	سایر بازارهای توسعه یافته	بازارهای نوظهور
۲۰۰۶	۱۸۵,۵	۲۶۶,۹	۱۷۹,۶	۳,۲۵۹,۵	۱۴,۲	۲,۴۱۷,۳	۱۲,۳	۹۲۷,۰	۵,۲۸۶,۰	۴۵۸,۸	۱,۳۰۵,۷
۲۰۰۷	۱۶۵,۱	۳۱۶,۱	۷۸۸,۰	۳,۴۰۹,۲	۱۳,۲	۲,۵۹۲,۰	۲۸,۵	۱,۰۴۷,۷	۵,۴۴۹,۴	۴۱۵,۸	۱,۴۶۲,۴
۲۰۰۸	۱۷۵,۷	۳۸۲,۰	۵۲۴,۷	۳,۴۳۲,۳	۱۰,۷	۲,۴۳۰,۴	۲۱,۰	۱,۱۱۹,۱	۴,۵۰۱,۱	۳۸۴,۰	۸۷۲,۷
۲۰۰۹	۲۷۴,۷	۴۳۹,۸	۵۲۴,۵	۴,۳۵۲,۱	۲۵,۱	۳,۲۳۲,۲	۲۶,۹	۱,۱۸۱,۴	۶,۱۶۵,۵	۴۵۰,۶	۱,۲۳۳,۷
۲۰۱۰	۳۲۰,۰	۴۷۲,۹	۷۰۴,۵	۳,۶۶۷,۳	۳۰,۲	۳,۵۹۴,۰	۳۷,۶	۶۷۴,۴	۶,۷۲۷,۲	۴۷۰,۴	۱,۷۵۳,۵
۲۰۱۱	۳۳۵,۶	۵۵۴,۵	۹۰۰,۸	۳,۶۹۸,۳	۳۲,۴	۴,۰۴۵,۹	۳۳,۲	۷۳۱,۴	۵,۶۵۷,۹	۵۲۳,۵	۱,۷۲۵,۱
۲۰۱۲	۳۴۶,۷	۵۱۶,۹	۷۹۱,۵	۳,۷۲۷,۳	۴۵,۹	۴,۲۸۵,۹	۴۰,۹	۷۳۴,۷	۶,۰۶۷,۸	۵۴۱,۷	۱,۹۱۱,۹
۲۰۱۳	۳۱۱,۶	۵۷۶,۲	۹۷۵,۹	۳,۶۰۲,۹	۳۸,۳	۳,۷۴۷,۳	۴۳,۶	۶۴۵,۲	۵,۰۵۵,۴	۵۳۶,۰	۱,۷۳۲,۹
۲۰۱۴	۳۱۴,۰	۵۴۷,۰	۱,۶۰۳,۳	۳,۶۶۸,۴	۵۳,۶	۳,۴۶۹,۱	۳۹,۵	۶۴۲,۵	۵,۲۷۲,۵	۵۶۰,۹	۱,۸۶۸,۵
۲۰۱۵	۲۴۰,۸	۵۰۲,۴	۲,۴۳۶,۲	۲,۹۴۷,۰	۴۴,۹	۳,۲۱۹,۰	۳۱,۹	۴۸۶,۷	۷,۸۰۳,۲	۵۵۹,۸	۱,۷۷۸,۵
۲۰۱۶	۲۹۴,۰	۴۹۹,۸	۳,۶۵۰,۶	۲,۹۰۸,۳	۶۳,۰	۳,۴۲۵,۴	۵۱,۸	۴۸۹,۱	۶,۳۳۰,۰	۵۴۴,۷	۲,۱۹۷,۰
۲۰۱۷	۲۹۹,۳	۵۸۹,۷	۲,۷۹۰,۸	۲,۹۶۹,۵	۶۴,۲	۳,۲۳۰,۵	۳۶,۰	۴۷۴,۱	۵,۶۴۱,۴	۵۴۷,۳	۲,۰۲۴,۷
۲۰۱۸	۲۵۸,۸	۵۲۴,۹	۲,۹۰۸,۹	۲,۷۹۷,۷	۴۵,۸	۳,۰۳۳,۴	۵۱,۹	۵۵۰,۴	۵,۵۰۲,۴	۵۴۵,۳	۱,۸۷۱,۷
۲۰۱۹	۲۱۹,۱	۵۳۸,۸	۳,۷۸۲,۱	۲,۹۶۰,۱	۸۸,۸	۳,۱۲۵,۰	۵۰,۲	۴۱۶,۳	۸,۶۱۶,۰	۵۷۴,۱	۲,۴۳۷,۴
۲۰۲۰	۴۱۹,۷	۷۴۲,۵	۵,۰۸۸,۴	۳,۷۵۶,۳	۸۱,۹	۳,۳۶۴,۵	۳۷,۴	۷۵۲,۶	۹,۴۰۱,۹	۶۹۰,۷	۳,۰۰۰,۵
حداکثر	۴۱۹,۶۶	۷۴۲,۵۳	۵,۰۸۸,۳۹	۴,۳۵۲,۱۳	۸۸,۷۷	۴,۲۸۵,۹۵	۵۱,۸۹	۱,۱۸۱,۳۶	۹,۴۰۱,۹۲	۶۹۰,۷۱	۳,۰۰۰,۵۱
حداقل	۱۶۵,۰۷	۲۶۶,۹۴	۱۷۹,۶۳	۲,۷۹۷,۶۷	۱۰,۶۸	۲,۴۱۷,۳۴	۱۲,۳۳	۴۱۶,۲۹	۴,۵۰۱,۰۷	۳۸۳,۹۷	۸۷۲,۷۴

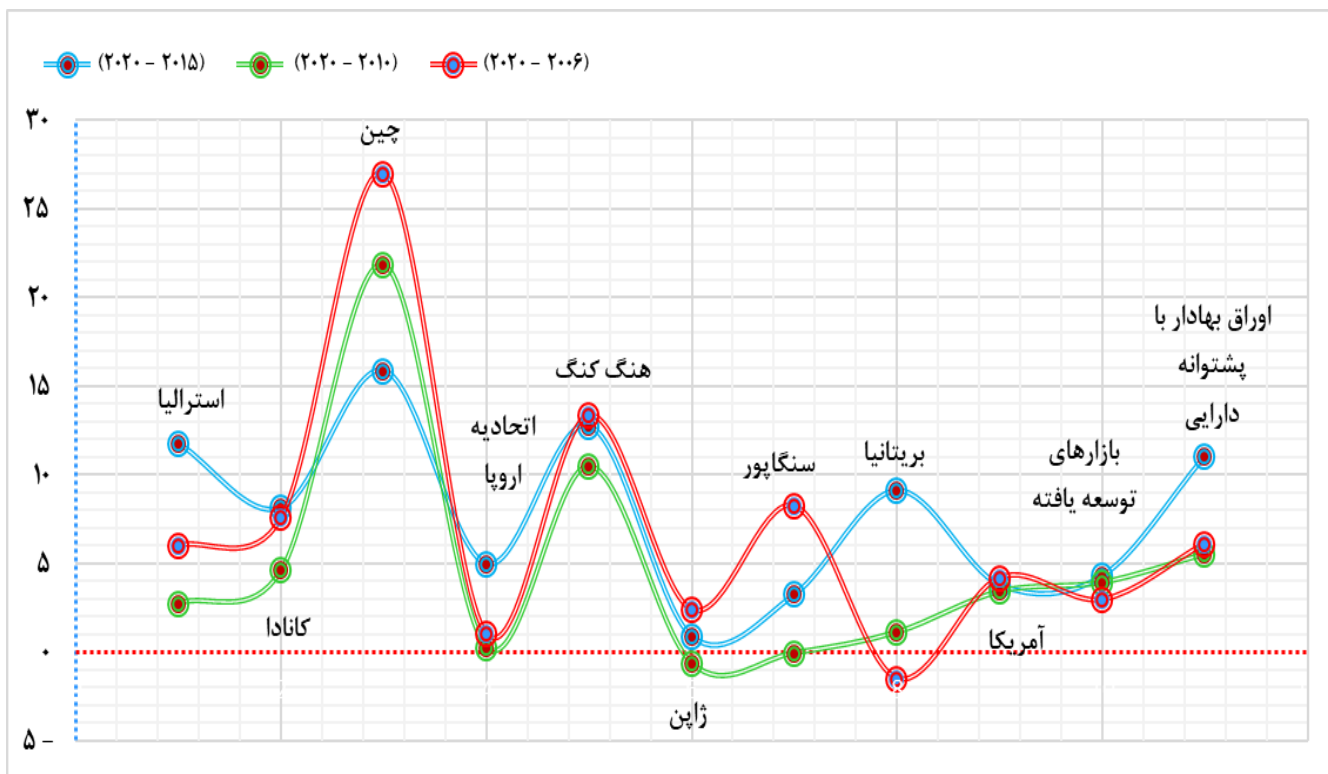
سال / شرح	استرالیا	کانادا	چین	اتحادیه اروپا	هنگ کنگ	ژاپن	سنگاپور	بریتانیا	ایالات متحده آمریکا	سایر بازارهای توسعه یافته	بازارهای نوظهور
متوسط	۲۷۷,۳۶	۴۹۸,۰۴	۱,۸۴۳,۳۳	۳,۴۱۰,۴۰	۴۳,۴۸	۳,۲۸۰,۸۰	۳۶,۱۷	۷۲۴,۸۴	۶,۲۳۱,۸۵	۵۲۰,۲۳	۱,۸۱۱,۷۴
تغییرات (۲۰۱۵-۲۰۲۰)**	۱۱,۷۵	۸,۱۲	۱۵,۸۷	۴,۹۷	۱۲,۷۶	۰,۸۹	۳,۲۵	۹,۱۱	۳,۸۰	۴,۲۹	۱۱,۰۳
تغییرات (۲۰۱۰-۲۰۲۰)	۲,۷۵	۴,۶۱	۲۱,۸۶	۰,۲۴	۱۰,۴۹	(۰,۶۶)	(۰,۰۶)	۱,۱۰	۳,۴۰	۳,۹۲	۵,۵۲
تغییرات (۲۰۰۶-۲۰۲۰)	۶,۰۱	۷,۵۸	۲۶,۹۸	۱,۰۲	۱۳,۳۴	۲,۳۹	۸,۲۴	(۱,۴۸)	۴,۲۰	۲,۹۷	۶,۱۲
تغییرات کل*	۱۲۶,۳	۱۷۸,۲	۲,۷۳۲,۸	۱۵,۲	۴۷۷,۶	۳۹,۲	۲۰۳,۱	(۱۸,۸)	۷۷,۹	۵۰,۵	۱۲۹,۸

*منظور از تغییرات کل میزان تغییر سال ۲۰۲۰ نسبت به سال ۲۰۰۶ است.

** منظور متوسط تغییرات سالیانه طی دوره است.

Source: SIFMA Capital Markets Fact Book July 2021 or Bloomberg

نمودار (۲۵) متوسط تغییرات سالیانه اوراق قرضه بلندمدت به تفکیک کشورها و سه دوره پنج ساله، ده ساله و کل (۲۰۰۶-۲۰۲۰) را نشان می‌دهد. کشور چین در هر سه دوره مورد بررسی بالاترین متوسط نرخ رشد سالیانه را تجربه کرده است. بعد از چین، این مهم به کشور هنگ کنگ اختصاص دارد. رشد متوسط سالیانه طی دوره ۲۰۱۵-۲۰۲۰ برای تمامی کشورها و بازارهای بررسی شده مثبت است. بریتانیا با وجود آنکه متوسط رشد سالیانه کل دوره آن منفی است، از سال ۲۰۱۵ به این سو، متوسط رشد سالیانه بیش از نه (۹) درصد را تجربه کرده است.



نمودار ۲۵: تغییرات سالانه اوراق قرضه بلندمدت جهان به تفکیک کشورها و بازارهای طی دوره ۲۰۰۶-۲۰۲۰ / درصد

Source: SIFMA Capital Markets Fact Book July 2021 or Bloomberg

جدول (۱۹) انتشار سهام جهان به تفکیک کشور و بازارهای مختلف طی دوره ۲۰۰۶-۲۰۲۰ را نشان می‌دهد، همان‌طور که ملاحظه می‌شود به طور متوسط ایالات متحده آمریکا حدود سی و پنج (۳۵)، اتحادیه اروپا دوازده و دو دهم (۱۲،۲)، بازارهای نوظهور دوازده (۱۲)، چین نه و هشت‌دهم (۹،۸) و هنگ‌کنگ هشت و سه دهم (۸،۳)

درصد از انتشار سهام جهانی را طی دوره مورد بررسی به خود اختصاص داده‌اند. ذکر این نکته ضروری است به جز استرالیا، کانادا، ایالات متحده آمریکا، بریتانیا و سنگاپور در سال ۲۰۰۸ دیگر کشورها و بازارها کمترین میزان انتشار سهام را داشته‌اند.

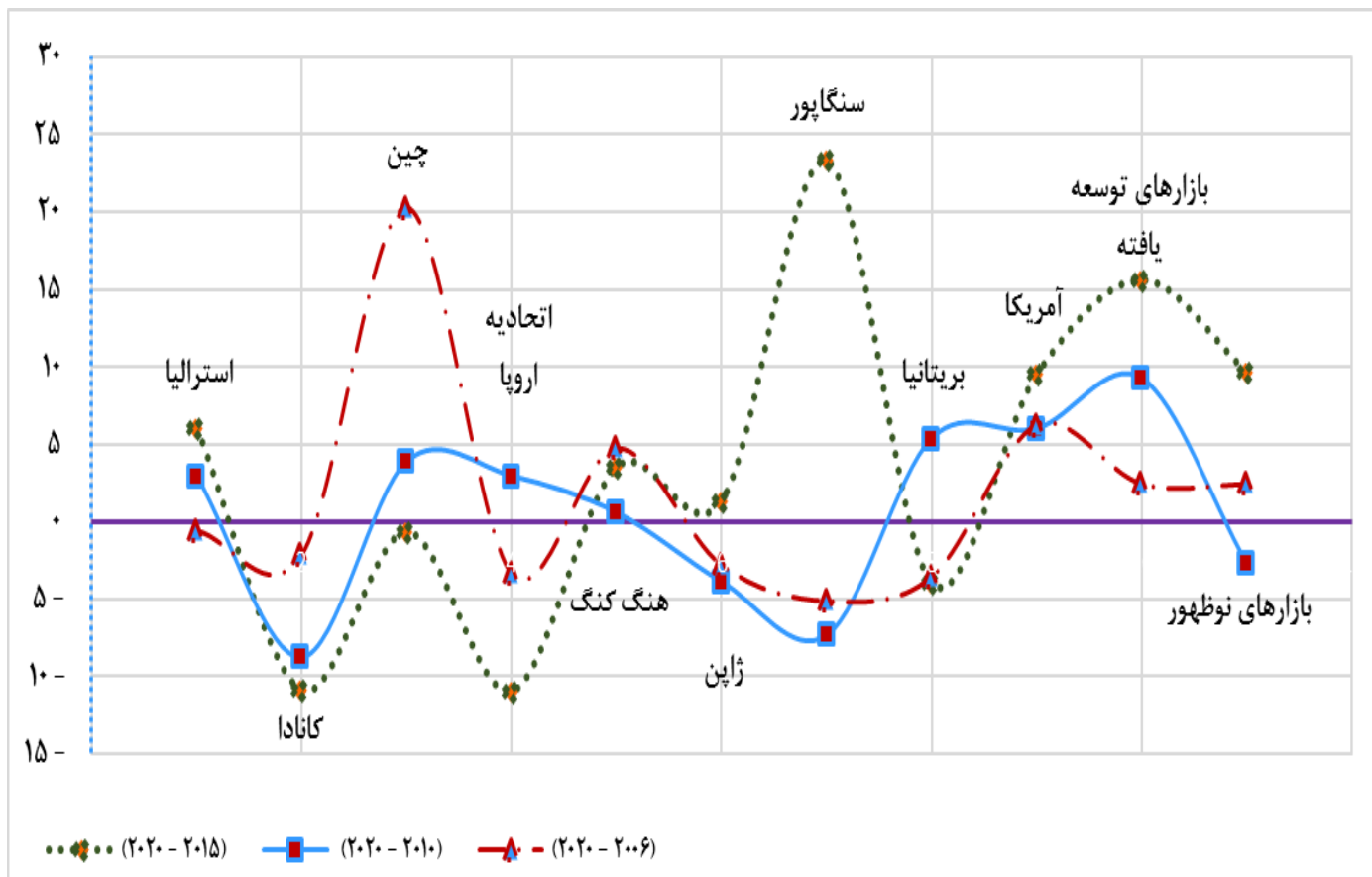
جدول ۲۰: انتشار سهام جهانی طی دوره ۲۰۰۶-۲۰۲۰/میلیارد دلار

سال / شرح	استرالیا	کانادا	چین	اتحادیه اروپا	هنگ گنگ	ژاپن	سنگاپور	بریتانیا	ایالات متحده آمریکا	سایر بازارهای توسعه یافته	بازارهای نوظهور
۲۰۰۶	۲۹,۳	۲۰,۹	۸,۰	۱۰۹,۹	۴۳,۳	۵۶,۲	۸,۰	۷۴,۲	۱۴۴,۲	۱۴,۲	۵۸,۷
۲۰۰۷	۲۰,۹	۲۸,۴	۳,۹	۱۰۹,۸	۴۶,۷	۱۹,۴	۱۰,۲	۸۱,۰	۱۵۳,۱	۱۹,۳	۱۱۹,۳
۲۰۰۸	۱۶,۸	۱۸,۲	۲,۱	۲۸,۳	۱۲,۸	۸,۴	۱,۷	۲۱,۸	۱۸۹,۳	۳,۷	۴۳,۷
۲۰۰۹	۲۲,۳	۳۲,۰	۳۰,۲	۳۴,۰	۵۰,۴	۵۸,۷	۴,۲	۲۸,۸	۲۴۱,۴	۱۶,۲	۵۶,۸
۲۰۱۰	۲۰,۳	۳۸,۷	۷۳,۱	۵۰,۹	۷۸,۳	۵۶,۰	۸,۲	۲۶,۴	۱۸۸,۶	۸,۲	۱۰۸,۱
۲۰۱۱	۱۰,۹	۲۸,۶	۴۲,۱	۵۶,۱	۴۴,۷	۱۷,۹	۱۰,۲	۲۵,۹	۱۷۴,۱	۴,۶	۵۹,۲
۲۰۱۲	۱۰,۵	۲۹,۰	۴۰,۲	۴۷,۱	۵۱,۰	۲۲,۴	۶,۱	۱۹,۹	۲۲۶,۸	۷,۵	۷۰,۶
۲۰۱۳	۲۱,۳	۲۵,۷	۲۹,۷	۹۵,۲	۴۱,۲	۴۲,۸	۹,۲	۴۱,۸	۲۵۱,۲	۱۵,۷	۷۴,۹
۲۰۱۴	۲۷,۵	۳۳,۲	۶۶,۱	۱۱۴,۷	۵۶,۸	۳۱,۰	۴,۵	۵۶,۱	۲۶۱,۸	۱۰,۳	۶۸,۷
۲۰۱۵	۲۰,۲	۲۷,۶	۱۱۱,۰	۱۲۲,۲	۷۰,۰	۳۵,۳	۱,۳	۵۴,۹	۲۱۴,۷	۹,۷	۵۱,۹
۲۰۱۶	۱۴,۱	۳۳,۷	۱۵۹,۰	۶۲,۹	۳۵,۳	۲۰,۹	۲,۶	۲۸,۵	۱۷۶,۵	۷,۴	۴۵,۷
۲۰۱۷	۱۳,۱	۲۶,۸	۱۱۴,۷	۹۵,۶	۳۱,۵	۴۴,۹	۴,۴	۳۸,۰	۱۹۱,۵	۱۶,۵	۹۳,۹
۲۰۱۸	۱۰,۹	۱۶,۲	۴۹,۷	۵۹,۷	۵۷,۰	۴۶,۷	۳,۷	۳۱,۷	۲۰۳,۸	۱۰,۱	۵۶,۰
۲۰۱۹	۱۷,۸	۱۳,۲	۴۸,۰	۴۹,۸	۵۱,۵	۲۰,۰	۵,۳	۳۲,۳	۱۹۱,۷	۱۲,۰	۹۹,۰

سال / شرح	استرالیا	کانادا	چین	اتحادیه اروپا	هنگ کنگ	ژاپن	سنگاپور	بریتانیا	ایالات متحده آمریکا	سایر بازارهای توسعه یافته	بازارهای نوظهور
۲۰۲۰	۲۷,۱	۱۵,۵	۱۰۷,۱	۶۸,۱	۸۳,۱	۳۷,۷	۳,۸	۴۴,۷	۳۳۷,۶	۲۰,۰	۸۲,۲
حداکثر	۲۹,۳۱	۳۸,۶۸	۱۵۹,۰۵	۱۲۲,۱۵	۸۳,۰۷	۵۸,۷۴	۱۰,۲۲	۸۰,۹۹	۳۳۷,۶۴	۱۹,۹۷	۱۱۹,۲۸
حداقل	۱۰,۵۳	۱۳,۲۵	۲,۰۷	۲۸,۲۶	۱۲,۸۴	۸,۴۱	۱,۳۴	۱۹,۹۳	۱۴۴,۲۵	۳,۶۷	۴۳,۶۹
متوسط	۱۸,۸۷	۲۵,۸۴	۵۸,۹۹	۷۳,۶۱	۵۰,۲۴	۳۴,۵۵	۵,۵۷	۴۰,۳۹	۲۰۹,۷۵	۱۱,۷۰	۷۲,۵۹
تغییرات (۲۰۱۵-۲۰۲۰)	۶,۰۴	(۱۰,۹۳)	(۰,۷۰)	(۱۱,۰۲)	۳,۴۸	۱,۲۹	۲۳,۳۰	(۴,۰۴)	۹,۴۸	۱۵,۵۸	۹,۶۴
تغییرات (۲۰۱۰-۲۰۲۰)	۲,۹۴	(۸,۷۶)	۳,۸۹	۲,۹۵	۰,۵۹	(۳,۸۸)	(۷,۳۴)	۵,۳۹	۵,۹۹	۹,۲۶	(۲,۷۱)
تغییرات (۲۰۰۶-۲۰۲۰)	(۰,۵۷)	(۲,۱۳)	۲۰,۳۳	(۳,۳۶)	۴,۷۷	(۲,۸۱)	(۵,۱۳)	(۳,۵۵)	۶,۲۶	۲,۴۴	۲,۴۳
تغییرات کل	(۷,۷)	(۲۶,۰)	۱۰۲۳۳,۸	(۳۸,۰)	۹۱,۹	(۳۲,۹)	(۵۲,۲)	(۳۹,۷)	۱۳۴,۱	۴۰,۲	۳۹,۹

Source: SIFMA Capital Markets Fact Book July 2021

نمودار (۲۶) متوسط تغییرات سالیانه انتشار سهام کشورهای و بازارهای مختلف برای سه دوره پنج (۵)، ده (۱۰) و چهارده (۱۴) ساله را نشان می‌دهد. همان‌طور که ملاحظه می‌شود، بالاترین و پایین‌ترین متوسط تغییرات سالیانه انتشار سهام به ترتیب به کشورهای چین (۲۰,۳۳) و سنگاپور (۵,۱۳-) اختصاص دارد. با این حال، سنگاپور در پنج سال پایانی دوره مورد بررسی - دوره پنج ساله ۲۰۱۵-۲۰۲۰ - بیشترین متوسط تغییرات سالیانه (۲۳,۳) درصد را تجربه کرده است. این در حالی است که متوسط تغییرات چین نیز منفی بوده است. قابل توجه است، متوسط تغییرات سالیانه انتشار سهام در بازارهای توسعه یافته در ادوار مورد بررسی همواره مثبت بوده است.



نمودار ۲۶: تغییرات سالیانه انتشار سهام جهانی طی دوره ۲۰۰۶-۲۰۲۰ / درصد

Source: SIFMA Capital Markets Fact Book July 2021

جدول (۲۰) تأمین مالی شرکت‌های غیرمالی در سال ۲۰۲۰ برخی کشورها را نشان می‌دهد، همان‌طور که ملاحظه می‌شود ایالات متحده، منطقه یورو، بریتانیا و ژاپن بیش از پنجاه (۵۰) درصد تأمین مالی شرکت‌های غیرمالی آن‌ها از طریق سهام صورت پذیرفته است. در حالی که این مهم برای چین کمتر از هشت (۸) درصد است. از دیگر سو، حدود هشتاد و هشت (۸۸) درصد تأمین مالی مزبور در چین از طریق وام (نظام بانکی) صورت می‌پذیرد. به بیان دیگر، تأمین مالی شرکت‌های غیرمالی کشور چین بانک‌محور است.

جدول ۲۱: تأمین مالی شرکت‌های غیرمالی در سال ۲۰۲۰ / درصد

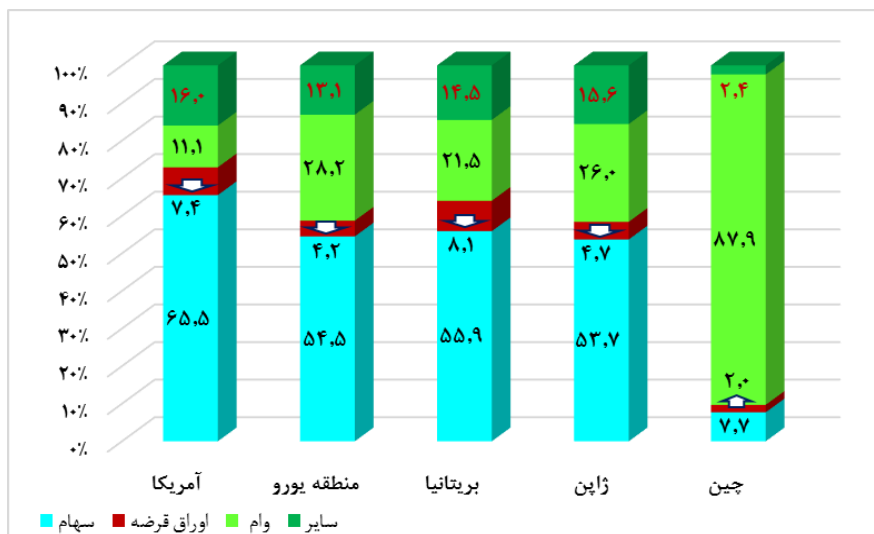
سایر	وام	اوراق قرضه	سهام	شرح / کشور
۱۶	۱۱,۱	۷,۴	۶۵,۵	ایالات متحده آمریکا
۱۳,۱	۲۸,۲	۴,۲	۵۴,۵	منطقه یورو
۱۴,۵	۲۱,۵	۸,۱	۵۵,۹	بریتانیا
۱۵,۶	۲۶	۴,۷	۵۳,۷	ژاپن
۲,۴	۸۷,۹	۲	۷,۷	چین

* آمارها مربوط به چین ۲۰۱۷ است. همچنین، منطقه یورو منظور نوزده (۱۹) کشور عضو اتحادیه اروپا که از یورو استفاده می‌کنند. سایر منابع مالی (چین سابق) برابر است با اندوخته‌های بیمه، اعتبارات تجاری و پیشرفت‌های تجاری. سایر تأمین مالی (چین) شامل سایر سرمایه‌گذاری‌های مستقیم است. گفتنی است فعالیت‌های اقتصادی به عنوان تأمین مالی شرکت‌های غیرمالی تعریف شده است.^۱

Source: SIFMA Capital Markets Fact Book July 2021 or OECD, Federal Reserve, ECB, Bank of Japan, National Bureau of Statistics of China

نمودار (۲۷) شیوه تأمین مالی شرکت‌های غیرمالی در کشورهای توسعه یافته و چین را نشان می‌دهد، همان‌طور که ملاحظه می‌شود تأمین مالی مبتنی بر وام در آمریکا حدود یازده (۱۱) درصد است. انتشار اوراق قرضه نیز کمتر از ده (۱۰) درصد را شامل می‌شود. در حالی که در دیگر کشورها به جز چین، وام (تأمین مالی مبتنی بر بانک) حدود یک چهارم تأمین مالی شرکت‌های غیرمالی را پوشش می‌دهد. قابل توجه است، تأمین مالی مبتنی بر انتشار اوراق قرضه در بریتانیا و آمریکا تقریباً چهار (۴) برابر چین است.

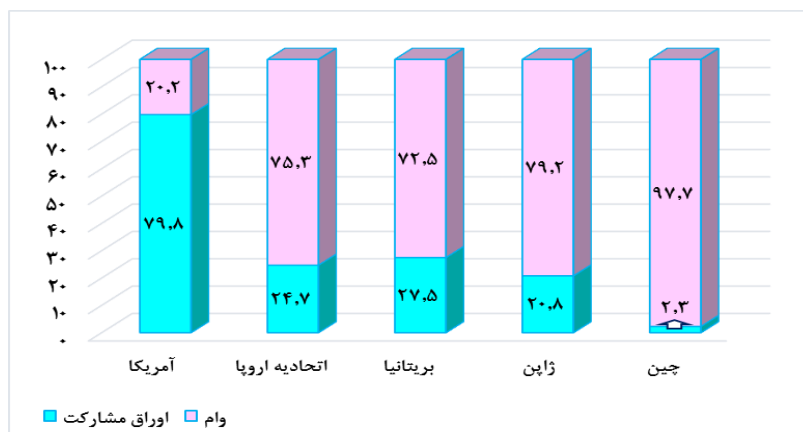
1. Note: As of 2020, China 2017; Euro Area = 19 EU-member states using the Euro; other financing (ex-China)= insurance reserves, trade credits and trade advances; other financing (China) = other, direct investments; economic activity defined as financing of non-financial corporations



نمودار ۲۷: تأمین مالی شرکت‌های غیرمالی / درصد

Source: SIFMA Capital Markets Fact Book July 2021 or OECD, Federal Reserve, ECB, Bank of Japan, National Bureau of Statistics of China

نمودار (۲۸) تأمین مالی بدهی شرکت‌های غیرمالی را نشان می‌دهد. همان‌طور که ملاحظه می‌شود حدود هشتاد (۸۰) درصد تأمین مالی بدهی آمریکا از طریق اوراق مشارکت صورت می‌گیرد. در حالی که در چین حدود نود و هشت (۹۸) درصد تأمین مالی بدهی از طریق وام انجام می‌شود. در بریتانیا، ژاپن و اتحادیه اروپا نیز به طور متوسط حدود سه چهارم تأمین مالی بدهی شرکت‌های غیرمالی بانک‌محور است. به بیان دیگر، تأمین مالی بر مبنای تسهیلات / وام صورت می‌پذیرد.



نمودار ۲۸: تأمین مالی بدهی شرکت‌های غیرمالی / درصد

* بیست و هفت (۲۷) عضو اتحادیه اروپا مدنظر است. همچنین، اوراق مشارکت نیز منظور بازارهای سرمایه بدهی است.^۱

Source: SIFMA Capital Markets Fact Book July 2021 or OECD, Federal Reserve, ECB, Bank of Japan, National Bureau of Statistics of China

1. EU = 27 EU-member states and debt capital markets = corporate bonds only

ایالات متحده آمریکا بزرگ‌ترین، عمیق‌ترین،^۱ نقدترین^۲ و کارآمدترین بازارهای سرمایه جهان را دارد، به گونه‌ای که سی و هشت و نیم (۳۸,۵) درصد ارزش بازار سهام دنیا متعلق به کشور آمریکا است. به بیان دیگر، ارزش بازار سهام جهان در سال ۲۰۲۰ که حدود صد و شش (۱۰۶) تریلیون دلار بوده است، بیش از چهل (۴۰) تریلیون دلار به آمریکا اختصاص دارد. سهم بریتانیا و اتحادیه اروپا روی هم رفته حدود چهارده (۱۴) درصد از ارزش سهام جهانی را دارند. در جدول (۲۱) سهم کشورها و بازارهای مختلف از ارزش سهام جهانی و اوراق قرضه سررسیده شده (موجود)^۳ نشان داده شده است. ارزش بازار درآمد ثابت ایالات متحده آمریکا در سال ۲۰۲۰ میلادی چهل و هفت و دو دهم (۴۷,۲) تریلیون از بازار صد و بیست و سه نیم (۱۲۳,۵) تریلیون دلاری موجود در سراسر جهان را به خود اختصاص داده است. به بیان دیگر، سهم آن‌ها حدود سی و هشت (۳۸) درصد است. این مهم یک و نه دهم (۱,۹) برابر بزرگ‌تر از بازار بعدی آن، یعنی اتحادیه اروپا است.

جدول ۲۲: سهم کشورها و بازارهای مختلف از بازار سهام جهانی و اوراق قرضه موجود (سررسید شده) سال ۲۰۲۰ / درصد

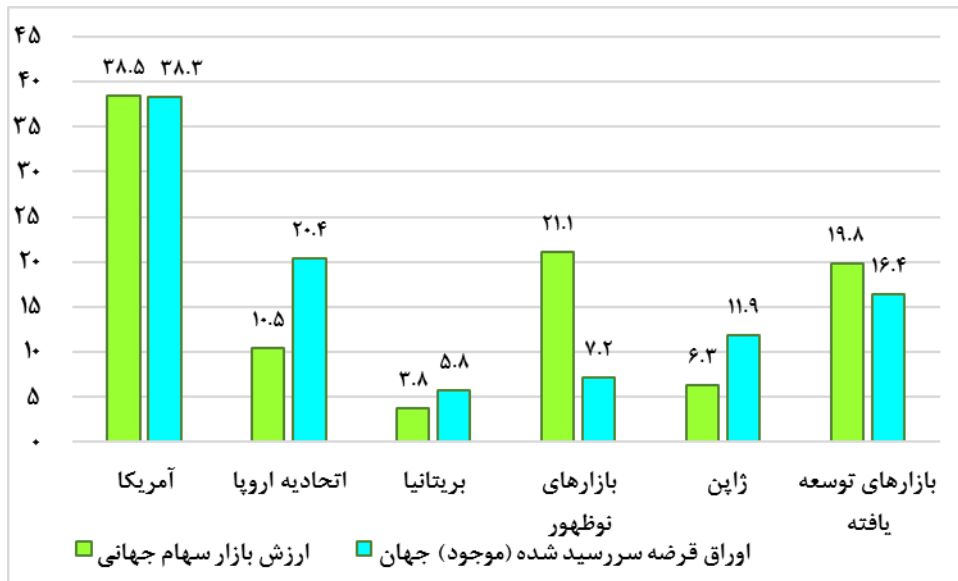
شرح / کشور	ارزش بازار سهام جهانی*	اوراق قرضه سررسید شده**
ایالات متحده آمریکا	۳۸,۵	۳۸,۳
اتحادیه اروپا	۱۰,۵	۲۰,۴
بریتانیا	۳,۸	۵,۸
ژاپن	۶,۳	۱۱,۹
بازارهای نوظهور	۲۱,۱	۷,۲
دیگر بازارهای توسعه یافته	۱۹,۸	۱۶,۴

* برای شرکت‌های بورسی داخلی ارائه شده^۴ و کل آن ۱۰۵,۵ تریلیون دلار است. ** ۱۲۳,۵ تریلیون دلار است.^۵

Source: SIFMA Capital Markets Fact Book July 2021 or Bank for International Settlements and World Federation of Exchanges

نمودار (۲۹) ارزش بازار سهام جهانی و اوراق قرضه موجود در سال ۲۰۲۰ میلادی را نشان می‌دهد. ارزش اوراق قرضه موجود در بازارهای اتحادیه اروپا، بریتانیا و ژاپن به مراتب بیشتر از ارزش بازارهای سهام آن کشورها است، در حالی که در آمریکا، بازارهای نوظهور و توسعه ارزش بازار سهام بالاتر است.

1. The deepest
2. Most liquid
3. Global Bond Market Outstanding
4. For listed domestic companies\Global Equity Market Cap 2020 -\$105.8 Trillion
5. Global Bond Market Outstanding 2020 -\$123.5 Trillion



نمودار ۲۹: سهم کشورها و بازارهای مختلف از بازار سهام جهانی و اوراق قرضه سررسید شده/ درصد
 Source: SIFMA Capital Markets Fact Book July 2021 or Bank for International Settlements and World Federation of Exchanges

همان‌طور که پیش‌تر اشاره شد بازارهای سرمایه و به تبع آن بازار بدهی ایالات متحده آمریکا نسبت به سایر کشورهای جهان عمیق‌تر و کارآمدی بیشتری دارد. از این‌رو، در ادامه به طور مختصر بازارهای این کشور مورد بررسی قرار می‌گیرد. جدول (۲۲) انتشار اوراق بهادار با درآمد ثابت ایالات متحده آمریکا طی دوره ۲۰۰۶-۲۰۲۰ میلادی را به تفکیک نشان می‌دهد. همان‌طور که ملاحظه می‌شود، کل اوراق بهادار با درآمد ثابت به طور متوسط سالانه حدود پنج (۵) درصد رشد داشته است. به بیان دیگر، سال پایانی دوره مورد بررسی نسبت به سال ابتدایی، بیش از نود (۹۰) درصد افزایش یافته است. گفتنی است، پایین‌ترین میزان انتشار اوراق بهادار با درآمد ثابت مربوط به سال ۲۰۰۸ میلادی است.

جدول ۲۳: انتشار انواع اوراق بهادار با درآمد ثابت ایالات متحده آمریکا/میلیارد دلار

سال / شرح	شهرداری	خزانه‌داری	اوراق بهادار با پشتوانه وام مسکن*	اوراق قرضه شرکتی	اوراق بهادار فدرالی	اوراق بهادار با پشتوانه دارایی*	کل
۲۰۰۶	۳۸۷,۹	۷۸۸,۵	۲,۶۹۱,۱	۱,۱۲۶,۰	۶۹۱,۸	۶۵۸,۲	۶,۳۴۳,۵
۲۰۰۷	۴۲۹,۲	۷۵۲,۲	۲,۴۳۴,۲	۱,۲۲۲,۷	۸۳۱,۲	۷۹۵,۹	۶,۴۶۵,۴
۲۰۰۸	۳۸۹,۳	۱,۰۲۹,۴	۱,۳۹۴,۰	۷۵۷,۵	۹۲۴,۸	۲۱۵,۲	۴,۷۱۰,۲
۲۰۰۹	۴۰۹,۶	۲,۱۹۷,۲	۲,۱۷۲,۱	۹۷۹,۵	۱,۲۴۴,۴	۱۷۷,۹	۷,۱۸۰,۸
۲۰۱۰	۴۳۳,۳	۲,۳۱۹,۸	۲,۰۱۲,۶	۱,۰۸۷,۷	۱,۳۶۲,۱	۱۲۵,۹	۷,۳۴۱,۵
۲۰۱۱	۲۹۵,۱	۲,۱۰۳,۳	۱,۷۲۴,۸	۱,۰۴۵,۹	۱,۰۲۵,۳	۱۵۱,۰	۶,۳۴۵,۴
۲۰۱۲	۳۸۲,۷	۲,۳۰۴,۶	۲,۱۹۵,۱	۱,۳۹۷,۶	۹۲۵,۵	۲۵۹,۰	۷,۴۶۴,۵
۲۰۱۳	۳۳۵,۴	۲,۱۴۰,۰	۲,۱۲۰,۲	۱,۴۲۸,۳	۶۵۲,۹	۳۰۴,۱	۶,۹۸۰,۹
۲۰۱۴	۳۳۹,۱	۲,۲۱۵,۲	۱,۴۳۹,۶	۱,۴۸۶,۲	۵۵۸,۷	۳۹۳,۴	۶,۴۳۲,۳
۲۰۱۵	۴۰۵,۱	۲,۱۲۲,۴	۱,۸۰۰,۷	۱,۵۱۵,۳	۶۴۵,۵	۳۳۳,۴	۶,۸۲۲,۴
۲۰۱۶	۴۵۱,۹	۲,۱۶۹,۴	۲,۰۴۴,۲	۱,۵۵۴,۹	۹۲۷,۹	۳۲۵,۴	۷,۴۷۳,۸
۲۰۱۷	۴۴۹,۰	۲,۲۲۴,۳	۱,۹۳۴,۸	۱,۶۸۰,۳	۷۳۱,۳	۵۵۰,۳	۷,۵۷۰,۱
۲۰۱۸	۳۴۶,۸	۲,۶۸۴,۷	۱,۸۷۴,۶	۱,۳۸۰,۷	۶۵۳,۶	۵۱۶,۹	۷,۴۵۷,۳

بررسی نظام مالی دولت (۲): اوراق بدهی

سال / شرح	شهرداری	خزانه‌داری	اوراق بهادار با پشتوانه وام مسکن*	اوراق قرضه شرکتی	اوراق بهادار فدرالی	اوراق بهادار با پشتوانه دارایی*	کل
۲۰۱۹	۴۲۶,۴	۲,۹۳۵,۵	۲,۰۳۶,۸	۱,۴۲۳,۰	۹۸۹,۳	۴۳۴,۷	۸,۲۴۵,۷
۲۰۲۰	۴۸۴,۵	۳,۸۹۵,۸	۳,۹۹۶,۵	۲,۲۸۲,۰	۱,۲۵۱,۳	۳۰۴,۳	۱۲,۲۱۴,۵
حداکثر	۴۸۴,۵۵	۳,۸۹۵,۸۰	۳,۹۹۶,۴۸	۲,۲۸۲,۰۲	۱,۳۶۲,۱۴	۷۹۵,۸۷	۱۲,۲۱۴,۴۶
حداقل	۲۹۵,۱۲	۷۵۲,۲۰	۱,۳۹۳,۹۷	۷۵۷,۵۰	۵۵۸,۶۹	۱۲۵,۹۲	۴,۷۱۰,۲۲
متوسط	۳۹۷,۷	۲,۱۲۵,۵	۲,۱۲۴,۷	۱,۳۵۷,۹	۸۹۴,۴	۳۶۹,۷	۷,۲۶۹,۹
تغییرات سالانه (۲۰۱۵-۲۰۲۰)	۳,۶۵	۱۲,۹۲	۱۷,۲۹	۸,۵۳	۱۴,۱۶	(۱,۸۱)	۱۲,۳۵
تغییرات سالانه (۲۰۱۰-۲۰۲۰)	۱,۱۳	۵,۳۲	۷,۱۰	۷,۶۹	(۰,۸۴)	۹,۲۲	۵,۲۲
تغییرات سالانه (۲۰۰۶-۲۰۲۰)	۱,۶۰	۱۲,۰۹	۲,۸۶	۵,۱۸	۴,۳۲	(۵,۳۶)	۴,۷۹
میزان تغییرات کل دوره	۲۴,۹۳	۳۹۴,۰۵	۴۸,۵۱	۱۰۲,۶۷	۸۰,۸۷	(۵۳,۷۷)	۹۲,۵۵

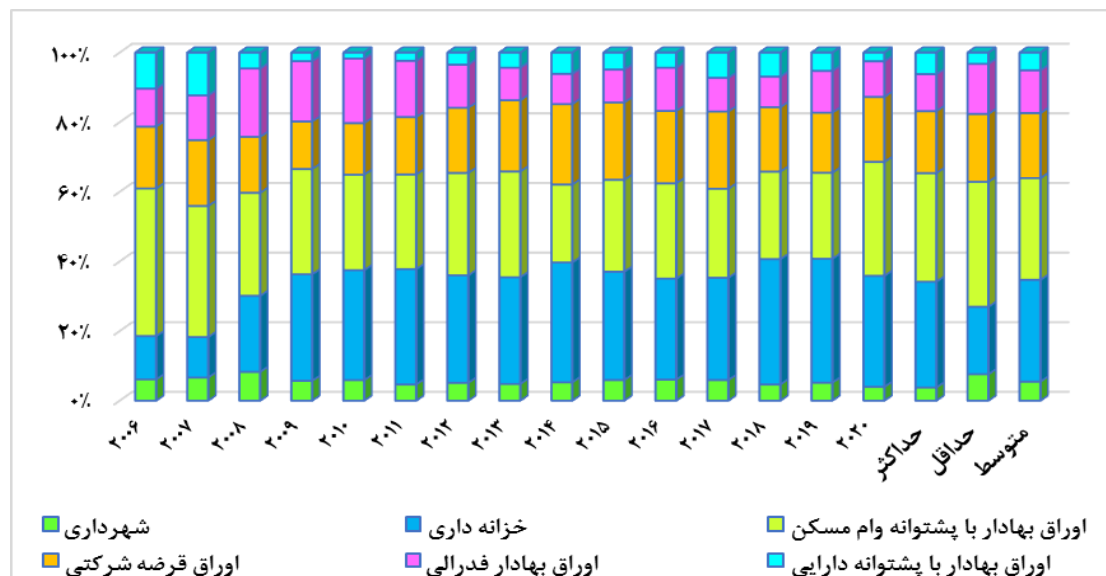
*MBS = mortgage-backed securities, ABS = asset-backed securities. اوراق بهادار بلندمدت را شامل می‌شود. بدهی‌های شرکت‌ها شامل اوراق قرضه دولتی، خصوصی، قابل تبدیل و غیر قابل تبدیل، درجات مختلف سرمایه‌گذاری و بازدهی بالا را نیز شامل می‌شود.^۱

Source: SIFMA Capital Markets Fact Book July 2021 or Bloomberg, Treasury, US Agencies

نمودار (۳۰) سهم انتشار اوراق بهادار با درآمد ثابت را نشان می‌دهد. همان‌طور که ملاحظه می‌شود به طور متوسط سهم اوراق انتشار یافته خزانه‌داری، اوراق قرضه با پشتوانه وام مسکن و اوراق قرضه شرکتی^۲ بیش از هفتاد و پنج (۷۵) درصد اوراق بهادار کل ایالات متحده آمریکا را شامل می‌شوند. اوراق بهادار با پشتوانه دارایی کمترین سهم اوراق قرضه انتشار یافته را به خود اختصاص می‌دهد. به بیان دیگر، حدود پنج (۵) درصد اوراق قرضه با درآمد ثابت ایالات متحده آمریکا را اوراق بهادار با پشتوانه دارایی شامل می‌شود. لازم به ذکر است متوسط سهم اوراق شهرداری نیز پنج و نیم (۵,۵) درصد می‌باشد.

1. Note: MBS = mortgage-backed securities, ABS = asset-backed securities. Includes long-term securities only. Corporate debt includes public and private, convertible and non-convertible, investment grade and high yield bonds.

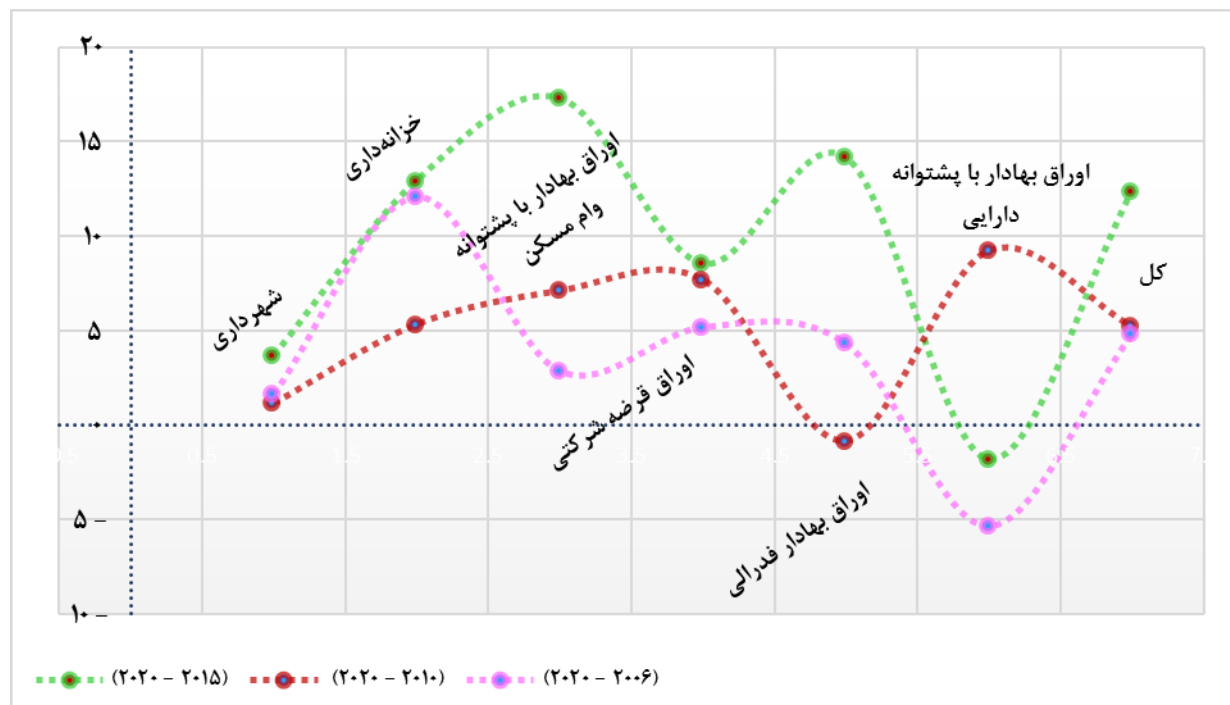
2. Corporate Bonds



نمودار ۳۰: ترکیب اوراق بهادار مختلف با درآمد ثابت ایالات متحده آمریکا طی دوره ۲۰۰۶-۲۰۲۰ درصد

Source: SIFMA Capital Markets Fact Book July 2021 or Bloomberg, Treasury, US Agencies

نمودار (۳۱) متوسط تغییرات سالیانه انتشار اوراق بهادار با درآمد ثابت ایالات متحده آمریکا را نشان می‌دهد. همان‌طور که ملاحظه می‌شود متوسط تغییرات سالیانه دوره ۲۰۱۵-۲۰۲۰ به طور متوسط از دیگر دوره‌ها در تمامی بالاتر است. متوسط تغییرات اوراق بهادار با پشتوانه دارایی و فدرالی در برخی دوره‌ها منفی بوده است.



نمودار ۳۱: تغییرات اوراق بدهار مختلف با درآمد ثابت ایالات متحده آمریکا طی دوره ۲۰۰۶-۲۰۲۰ درصد
Source: SIFMA Capital Markets Fact Book July 2021 or Bloomberg, Treasury, US Agencies

جدول (۲۳) انتشار حقوق صاحبان سهام به تفکیک عرضه اولیه، سهام ثانویه^۱ - سهام عادی - و سهام ممتاز ایالات متحده آمریکا طی دوره ۲۰۰۶-۲۰۲۰ را نشان می دهد. همان طور که ملاحظه می شود سهام ممتاز به طور متوسط حدود دوازده (۱۲) درصد حقوق صاحبان سهام را به خود اختصاص می دهد. طی دوره مورد بررسی با وجود

آنکه انتشار حقوق صاحبان حدود دو برابر شده است، انتشار سهام ممتاز کمتر از چهارده (۱۴) درصد رشد یافته است. گفتنی است، متوسط ارزش سهام ثانویه حدود هفتاد و هشت (۷۸) درصد است.

جدول ۲۴: انتشار حقوق صاحبان سهام در آمریکا طی دوره ۲۰۰۶-۲۰۲۰ / میلیارد دلار

سال / شرح	حجم عرضه اولیه	ثانویه	مجموع سهام عادی	سهام ممتاز	مجموع حقوق صاحبان سهام
۲۰۰۶	۴۶,۴	۱۰۶,۹	۱۵۳,۳	۴۰,۹	۱۹۴,۲
۲۰۰۷	۵۲,۳	۱۱۱,۷	۱۶۴,۰	۶۲,۹	۲۲۶,۹
۲۰۰۸	۲۶,۷	۱۷۴,۹	۲۰۱,۶	۵۴,۷	۲۵۶,۴
۲۰۰۹	۲۷,۰	۲۳۰,۸	۲۵۷,۹	۷,۰	۲۶۴,۹
۲۰۱۰	۴۳,۵	۱۶۹,۵	۲۱۳,۰	۶,۲	۲۱۹,۲
۲۰۱۱	۴۰,۱	۱۳۹,۳	۱۷۹,۴	۵,۵	۱۸۴,۹
۲۰۱۲	۴۶,۲	۱۸۳,۷	۲۳۰,۰	۳۴,۶	۲۶۴,۶
۲۰۱۳	۶۰,۰	۱۹۴,۸	۲۵۴,۸	۳۰,۲	۲۸۵,۰
۲۰۱۴	۹۳,۵	۱۷۱,۹	۲۶۵,۴	۳۸,۵	۳۰۴,۰
۲۰۱۵	۳۲,۲	۱۸۴,۵	۲۱۶,۷	۳۲,۱	۲۴۸,۸
۲۰۱۶	۲۰,۷	۱۵۷,۳	۱۷۸,۰	۲۵,۰	۲۰۳,۰
۲۰۱۷	۳۹,۲	۱۵۵,۰	۱۹۴,۲	۲۶,۱	۲۲۰,۳
۲۰۱۸	۴۹,۹	۱۵۴,۶	۲۰۴,۵	۱۷,۲	۲۲۱,۶
۲۰۱۹	۴۸,۸	۱۴۵,۳	۱۹۴,۱	۳۴,۰	۲۲۸,۱

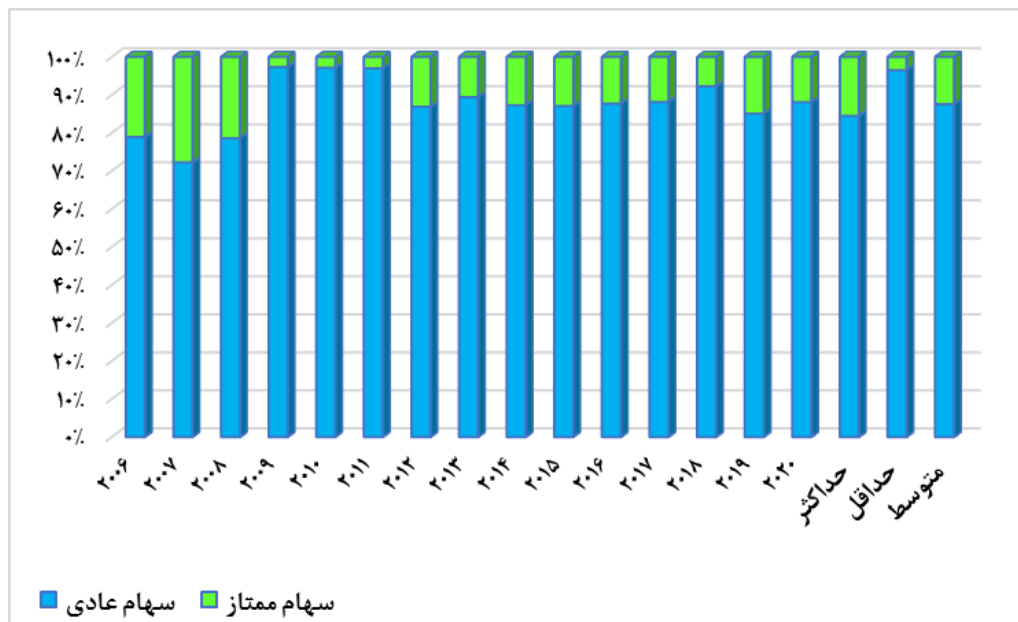
بررسی نظام مالی دولت (۲)؛ اوراق بدهی

سال / شرح	حجم عرضه اولیه	ثانویه	مجموع سهام عادی	سهام ممتاز	مجموع حقوق صاحبان سهام
۲۰۲۰	۸۵,۳	۲۵۸,۵	۳۴۳,۷	۴۶,۳	۳۹۰,۰
حداکثر	۹۳,۵	۲۵۸,۵	۳۴۳,۷	۶۲,۹	۳۹۰,۰
حداقل	۲۰,۷	۱۰۶,۹	۱۵۳,۳	۵,۵	۱۸۴,۹
متوسط	۴۷,۵	۱۶۹,۳	۲۱۶,۷	۳۰,۷	۲۴۷,۵
تغییرات سالانه (۲۰۱۵-۲۰۲۰)	۲۱,۵۳	۶,۹۷	۹,۶۷	۷,۵۷	۹,۴۰
تغییرات سالانه (۲۰۱۰-۲۰۲۰)	۶,۹۷	۴,۳۱	۴,۹۰	۲۲,۲۳	۵,۹۳
تغییرات سالانه (۲۰۰۶-۲۰۲۰)	۴,۴۳	۶,۵۱	۵,۹۴	-۰,۸۹	۵,۱۱
میزان تغییرات کل دوره	۸۳,۶	۱۴۱,۹	۱۲۴,۲	۱۳,۲	۱۰۰,۸

Note: Includes rank eligible deals, excludes BDCs, SPACs, ETFs, CLEFs and rights offers.

Source: SIFMA Capital Markets Fact Book July 2021

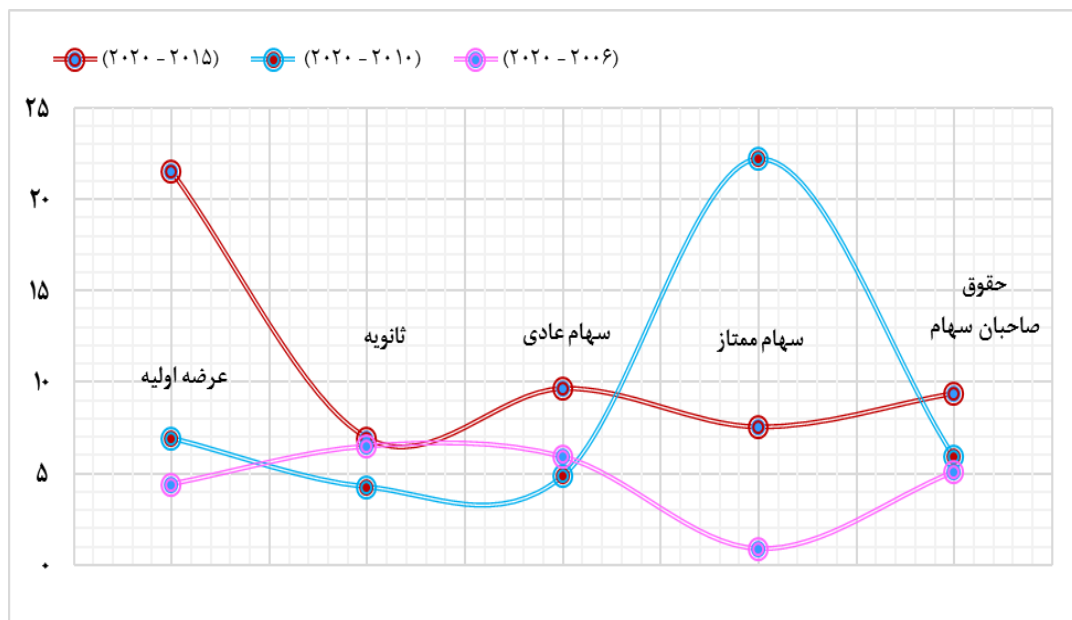
نمودار (۳۲) انتشار سهام در آمریکا به تفکیک سهام عادی و ممتاز طی دوره ۲۰۰۶-۲۰۲۰ میلادی را نشان می‌دهد، همان‌طور که ملاحظه می‌شود بالاترین میزان سهام ممتاز مربوط به سال ۲۰۰۷ و کمترین آن هم برای سال ۲۰۰۹ است. به گونه‌ای که ارزش سهام ممتاز انتشار یافته سال ۲۰۰۷ قریب به نه (۹) برابر سال ۲۰۰۹ می‌باشد.



نمودار ۳۲: حقوق صاحبان سهام در آمریکا به تفکیک سهام عادی و ممتاز/ درصد

Source: SIFMA Capital Markets Fact Book July 2021

در نمودار (۳۳) متوسط تغییرات سالیانه انتشار حقوق صاحبان سهام به تفکیک اجزا نشان داده شده است. همان‌طور که ملاحظه می‌شود، متوسط تغییرات سهام عادی در دوره ۲۰۱۵-۲۰۲۰ بالاتر است، در حالی که متوسط تغییرات سهام ممتاز طی دوره ۲۰۱۰-۲۰۲۰ بالاتر بوده است.



نمودار ۳۳: متوسط تغییرات سالانه حقوق صاحبان سهام به تفکیک جزاء طی دوره ۲۰۲۰-۲۰۰۶ / درصد

Source: SIFMA Capital Markets Fact Book July 2021

جدول (۲۴) انتشار اوراق قرضه بلندمدت شهرداری ایالات متحده آمریکا را به تفکیک نوع تعهد و بازدهی طی دوره ۲۰۲۰-۲۰۰۶ نشان می‌دهد. به طور متوسط قریب به شصت (۶۰) درصد اوراق بهادار انتشار یافته شهرداری، درآمدی (عملکردی)^۱ می‌باشد و سهم اوراق انتشار یافته کاربایی‌های خصوصی^۲ کمتر از پنج (۵) درصد است. طی دوره مورد بررسی ارزش اوراق انتشار یافته شهرداری حدود بیست و پنج (۲۵) درصد افزایش یافته است. در حالی که اوراق عملکردی (درآمدی) رشد منفی و اوراق کاربایی‌های خصوصی رشد بیش از چهارصد و هفتاد (۴۷۰) درصدی را تجربه کرده است.

1. Revenue
2. Private Placements

جدول ۲۵: انتشار اوراق قرضه بلند مدت شهرداری ایالات متحده آمریکا طی دوره ۲۰۰۶-۲۰۲۰ / میلیارد دلار

سال / شرح	بازده رقابتی	بازده توافقی	مجموع درآمد	تعهد عمومی رقابتی	تعهد عمومی توافقی	کل تعهد عمومی	کار یابیهای خصوصی	کل شهرداری
۲۰۰۶	۲۱	۲۴۶	۲۶۶	۴۹	۶۷	۱۱۶	۶	۳۸۸
۲۰۰۷	۲۲	۲۷۱	۲۹۲	۵۱	۸۱	۱۳۲	۵	۴۲۹
۲۰۰۸	۱۶	۲۶۰	۲۷۶	۳۸	۷۲	۱۱۰	۳	۳۸۹
۲۰۰۹	۱۲	۲۳۹	۲۵۱	۴۶	۱۰۹	۱۵۵	۴	۴۱۰
۲۰۱۰	۲۴	۲۵۴	۲۷۸	۴۹	۹۸	۱۴۷	۸	۴۳۳
۲۰۱۱	۱۹	۱۶۱	۱۸۰	۴۱	۶۴	۱۰۵	۱۰	۲۹۵
۲۰۱۲	۲۶	۲۰۸	۲۳۵	۴۸	۸۸	۱۳۵	۱۳	۳۸۳
۲۰۱۳	۱۸	۱۷۰	۱۸۸	۵۱	۷۳	۱۲۵	۲۲	۳۳۵
۲۰۱۴	۲۰	۱۶۱	۱۸۲	۵۱	۸۱	۱۳۳	۲۵	۳۳۹
۲۰۱۵	۲۳	۲۰۰	۲۲۴	۶۴	۹۰	۱۵۴	۲۸	۴۰۵
۲۰۱۶	۲۹	۲۱۹	۲۴۸	۶۹	۱۰۶	۱۷۵	۲۸	۴۵۲
۲۰۱۷	۲۹	۲۱۸	۲۴۸	۶۹	۹۲	۱۶۱	۴۱	۴۴۹
۲۰۱۸	۲۴	۱۷۶	۱۹۹	۵۸	۶۳	۱۲۱	۲۶	۳۴۷
۲۰۱۹	۲۷	۲۱۹	۲۴۶	۷۲	۸۹	۱۶۱	۲۰	۴۲۶
۲۰۲۰	۲۵	۲۳۶	۲۶۱	۶۸	۱۲۲	۱۹۰	۳۳	۴۸۵
حداکثر	۲۹,۴	۲۷۰,۷	۲۹۲,۴	۷۲,۰	۱۲۱,۹	۱۹۰,۰	۴۰,۶	۴۸۴,۵
حداقل	۱۱,۸	۱۶۱,۳	۱۸۰,۱	۳۷,۸	۶۲,۹	۱۰۵,۱	۳,۲	۲۹۵,۱

بررسی نظام مالی دولت (۲): اوراق بدهی

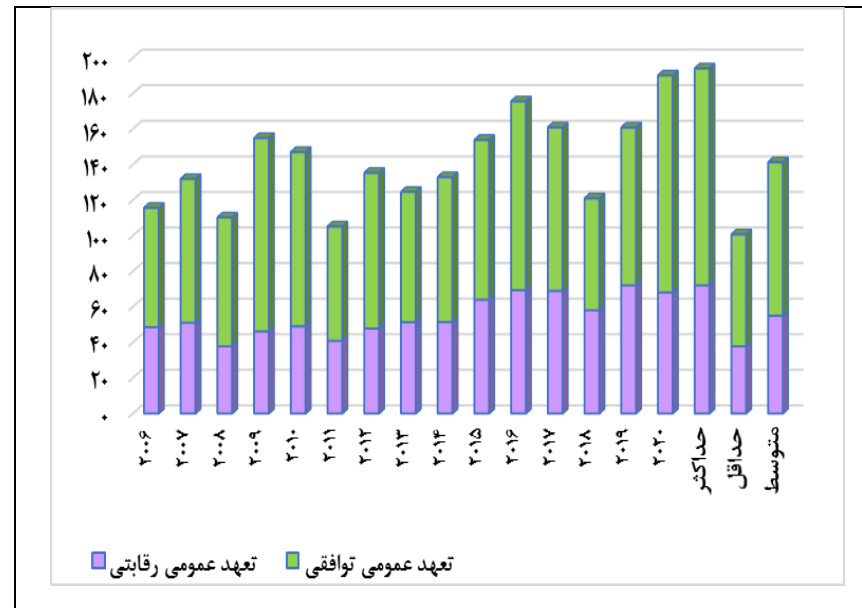
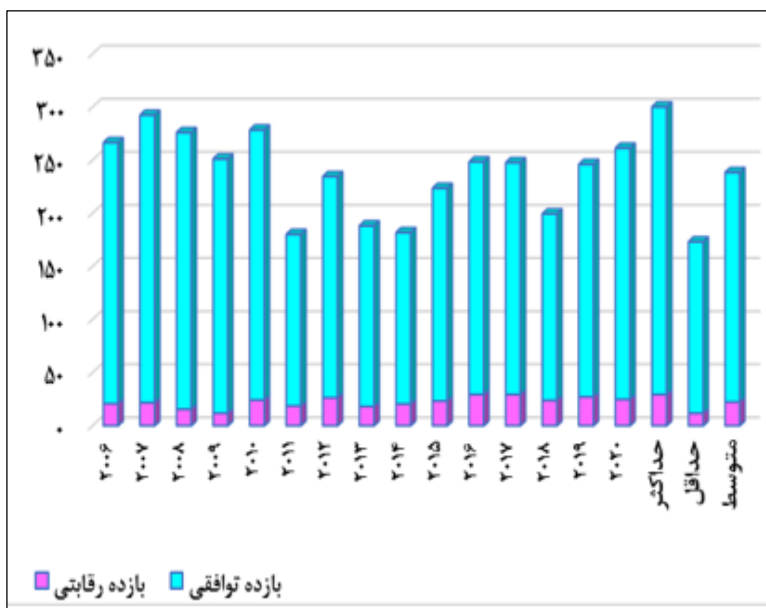
کل شهرداری	کار یا بیهای خصوصی	کل تعهد عمومی	تعهد عمومی توافقی	تعهد عمومی رقابتی	مجموع درآمد	بازده توافقی	بازده رقابتی	سال / شرح
۳۹۷,۷	۱۸,۱	۱۴۱,۳	۸۶,۳	۵۴,۹	۲۳۸,۴	۲۱۶,۰	۲۲,۴	متوسط
۳,۶۵	۳,۶۳	۴,۳۲	۶,۳۰	۱,۲۶	۳,۱۷	۳,۳۸	۱,۳۱	تغییرات سالانه (۲۰۱۵-۲۰۲۰)
۱,۱۳	۱۵,۴۲	۲,۶۰	۲,۲۱	۳,۳۵	(۰,۶۳)	(۰,۷۲)	۰,۲۸	تغییرات سالانه (۲۰۱۰-۲۰۲۰)
۱,۶۰	۱۳,۲۶	۳,۶۲	۴,۳۷	۲,۴۵	(۰,۱۴)	(۰,۲۷)	۱,۲۷	تغییرات سالانه (۲۰۰۶-۲۰۲۰)
۲۴,۹	۴۷۱,۵	۶۴,۴	۸۱,۹	۴۰,۳	(۱,۹)	(۳,۷)	۱۹,۳	میزان تغییرات کل دوره

* شامل اوراق بهادار منتشر شده توسط یک ایالت، قلمرو، شهرداری، شهرستان یا برخی از سازمان های غیرانتفاعی است. اوراق بهادار با سررسید کمتر از سیزده (۱۳) ماه را شامل نمی شود.^۱

Source: SIFMA Capital Markets Fact Book July 2021

نمودار (۳۴) سهم انتشار اوراق قرضه شهرداری ایالات متحده آمریکا به تفکیک تعهدی و عملکردی - توافقی و رقابتی - را نشان می دهد. همان طور که ملاحظه می شود، متوسط سهم اوراق بهادار عملکردی با بازده توافقی نود (۹۰) درصد است، در حالی که متوسط سهم اوراق تعهدی توافقی شصت (۶۰) درصد است.

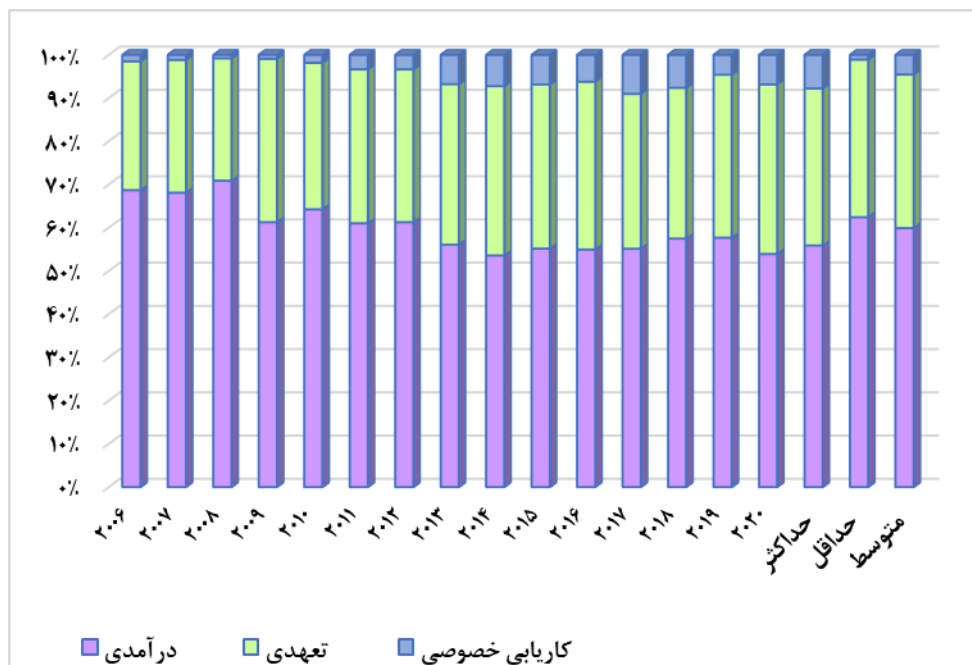
1. Includes securities issued by a state, territory, municipality, county, or certain non-profit organizations; excludes securities with maturities under 13 months.



نمودار ۳۴: اوراق قرضه شهرداری آمریکا به تفکیک تعهد و بازدهی / میلیارد دلار

Source: SIFMA Capital Markets Fact Book July 2021

نمودار (۳۵) سهم انتشار اوراق قرضه شهرداری ایالات متحده آمریکا به تفکیک تعهدی و عملکردی و کارایی خصوصی را نشان می‌دهد. همان‌طور که ملاحظه می‌شود، متوسط سهم اوراق عملکردی، تعهدی و کارایی‌های خصوصی به ترتیب شصت (۶۰)، سی و پنج و نیم (۳۵٫۵) و چهار و نیم (۴٫۵) درصد است.



نمودار ۳۵: اوراق قرضه شهرداری آمریکا به تفکیک نوع، تعهد و بازدهی / درصد

Source: SIFMA Capital Markets Fact Book July 2021

در جدول (۲۵) حقوق صاحبان سهام و بدهی سررسید شده در آمریکا طی دوره ۲۰۰۶-۲۰۲۰ نشان داده شده است. همان طور که ملاحظه می‌شود، حدود پنجاه (۵۰) درصد از ارزش سهام و اوراق انتشار یافته، به بازارهای پول و سهام اختصاص دارد. در میان دیگر اجزاء نیز، سهم هر کدام از اوراق بهادار انتشار یافته به ترتیب عبارت است؛ خزانه‌داری (۱۶)، اوراق بهادار با پشتوانه وام مسکن (۱۳)، اوراق قرضه شرکتی (۱۱)، شهرداری (۵)، اوراق بهادار فدرالی (۳) و اوراق بهادار با پشتوانه دارایی (۲) درصد.

جدول ۲۶: حقوق صاحبان سهام و بدهی سررسید شده (معوق) در آمریکا طی دوره ۲۰۰۶-۲۰۲۰ / میلیارد دلار

سال / شرح	اوراق بهادار با پشتوانه دارایی	اوراق قرضه شرکتی	سهام شرکت‌ها	اوراق بهادار فدرالی	بازارهای پول	اوراق بهادار با پشتوانه وام مسکن	شهرداری	خزانه داری
۲۰۰۶	۱,۶۵۷	۴,۸۹۰	۲۴,۸۳۳	۲,۶۳۲	۱,۹۵۸	۸,۳۹۰	۳,۲۸۵	۴,۳۲۳
۲۰۰۷	۱,۹۶۴	۵,۳۲۹	۲۶,۱۹۹	۲,۹۰۶	۱,۷۸۹	۹,۳۸۶	۳,۵۵۰	۴,۵۱۷
۲۰۰۸	۱,۸۳۰	۵,۵۱۵	۱۶,۲۶۴	۳,۲۰۸	۱,۶۰۰	۹,۴۶۷	۳,۶۶۷	۵,۷۷۴
۲۰۰۹	۱,۷۱۲	۶,۰۹۹	۲۰,۶۴۹	۲,۷۲۶	۱,۱۳۸	۹,۳۵۲	۳,۸۵۱	۷,۲۶۱
۲۰۱۰	۱,۵۰۸	۶,۷۳۸	۲۴,۰۷۷	۲,۵۳۸	۱,۰۵۸	۹,۲۵۸	۳,۹۶۸	۸,۸۵۳
۲۰۱۱	۱,۳۵۹	۶,۸۵۰	۲۳,۳۳۴	۲,۳۲۷	۹۶۹	۹,۰۷۵	۳,۹۳۱	۹,۹۲۸
۲۰۱۲	۱,۲۸۰	۷,۲۸۶	۲۶,۸۳۴	۲,۰۹۶	۹۵۲	۸,۸۳۸	۳,۹۳۳	۱۱,۰۴۶
۲۰۱۳	۱,۲۸۶	۷,۶۸۸	۳۴,۴۴۶	۲,۰۵۸	۹۵۲	۸,۷۴۳	۳,۸۶۸	۱۱,۸۵۴
۲۰۱۴	۱,۳۴۹	۸,۰۴۹	۳۸,۰۹۶	۲,۰۲۹	۹۳۰	۸,۸۴۲	۳,۸۲۴	۱۲,۵۰۵
۲۰۱۵	۱,۳۷۷	۸,۲۷۸	۳۷,۲۱۱	۱,۹۹۵	۹۴۱	۸,۸۹۵	۳,۸۴۰	۱۳,۱۹۲
۲۰۱۶	۱,۳۹۲	۸,۶۸۴	۴۰,۱۶۸	۱,۹۷۲	۸۸۵	۹,۰۲۳	۳,۸۸۷	۱۳,۹۰۸
۲۰۱۷	۱,۴۵۸	۹,۰۰۹	۴۷,۹۲۰	۱,۹۳۵	۹۶۶	۹,۳۰۵	۳,۹۰۲	۱۴,۴۶۹
۲۰۱۸	۱,۶۱۶	۹,۲۳۷	۴۳,۷۱۵	۱,۸۴۲	۹۹۶	۹,۷۳۲	۳,۸۴۴	۱۵,۶۰۸
۲۰۱۹	۱,۶۶۳	۹,۵۸۰	۵۴,۶۲۵	۱,۷۲۶	۱,۰۴۵	۱۰,۲۲۸	۳,۸۶۵	۱۶,۶۷۳
۲۰۲۰	۱,۵۳۶	۱۰,۵۶۳	۶۵,۲۰۸	۱,۶۹۴	۹۸۷	۱۱,۲۱۴	۳,۹۵۰	۲۰,۹۷۳
حداکثر	۱,۹۶۳,۵	۱۰,۵۶۲,۷	۶۵,۲۰۷,۷	۳,۲۰۸,۵	۱,۹۵۸,۴	۱۱,۲۱۴,۰	۳,۹۶۸,۳	۲۰,۹۷۳,۱
حداقل	۱,۲۸۰,۳	۴,۸۸۹,۵	۱۶,۲۶۳,۵	۱,۶۹۳,۶	۸۸۴,۹	۸,۳۸۹,۹	۳,۲۸۵,۲	۴,۳۲۲,۹

بررسی نظام مالی دولت (۲): اوراق بدهی

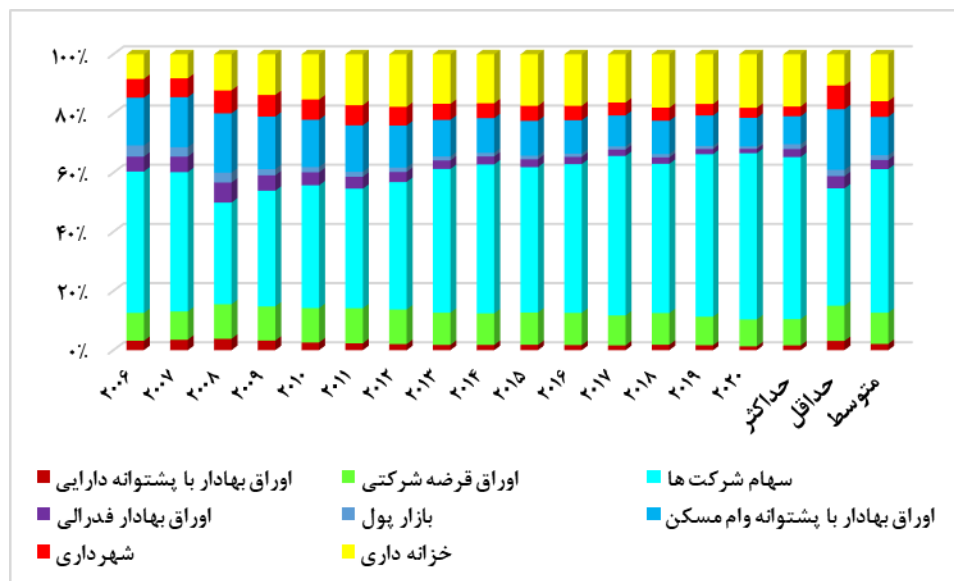
سال / شرح	اوراق بهادار با پشتوانه دارایی	اوراق قرضه شرکتی	سهام شرکت ها	اوراق بهادار فدرالی	بازارهای پول	اوراق بهادار با پشتوانه وام مسکن	شهرداری	خزانه داری
متوسط	۱,۵۳۲,۳	۷,۵۸۶,۲	۳۴,۹۰۵,۲	۲,۲۴۵,۵	۱,۱۴۴,۵	۹,۳۱۶,۶	۳,۸۱۱,۱	۱۱,۳۹۲,۳
تغییرات سالانه (۲۰۱۵-۲۰۲۰)	۲,۲۱	۵,۰۰	۱۱,۸۷	(۳,۲۳)	۰,۹۵	۴,۷۴	۰,۵۶	۹,۷۲
تغییرات سالانه (۲۰۱۰-۲۰۲۰)	۰,۱۸	۴,۶۰	۱۰,۴۸	(۳,۹۶)	(۰,۶۹)	۱,۹۳	(۰,۰۵)	۹,۰۱
تغییرات سالانه (۲۰۰۶-۲۰۲۰)	(۰,۵۴)	۵,۶۶	۷,۱۴	(۳,۱۰)	(۴,۷۸)	۲,۰۹	۱,۳۲	۱۱,۹۴
میزان تغییرات کل دوره	(۷,۳۱)	۱۱۶,۰۳	۱۶۲,۵۸	(۳۵,۶۵)	(۴۹,۶۱)	۳۳,۶۶	۲۰,۲۳	۳۸۵,۱۶

* حقوق صاحبان سهام شامل هر دو فهرست (ارائه) شده در مبادلات و سهام متداول و ممتاز منتشر شده توسط شرکت‌های داخلی و خرید سهام ایالات متحده از شرکت‌های خارجی است. MBS: اوراق بهادار با پشتوانه وام مسکن شام

GNMA, FNMA و MBS FHLMC و CMO و MBS/CMO با برچسب خصوصی است. اوراق بهادار خزانه تنها شامل بدهی عمومی قابل فروش با سود می‌شود.

Source: SIFMA Capital Markets Fact Book July 2021 or Bloomberg, Federal Agencies, The Federal Reserve, U.S. Department of Treasury

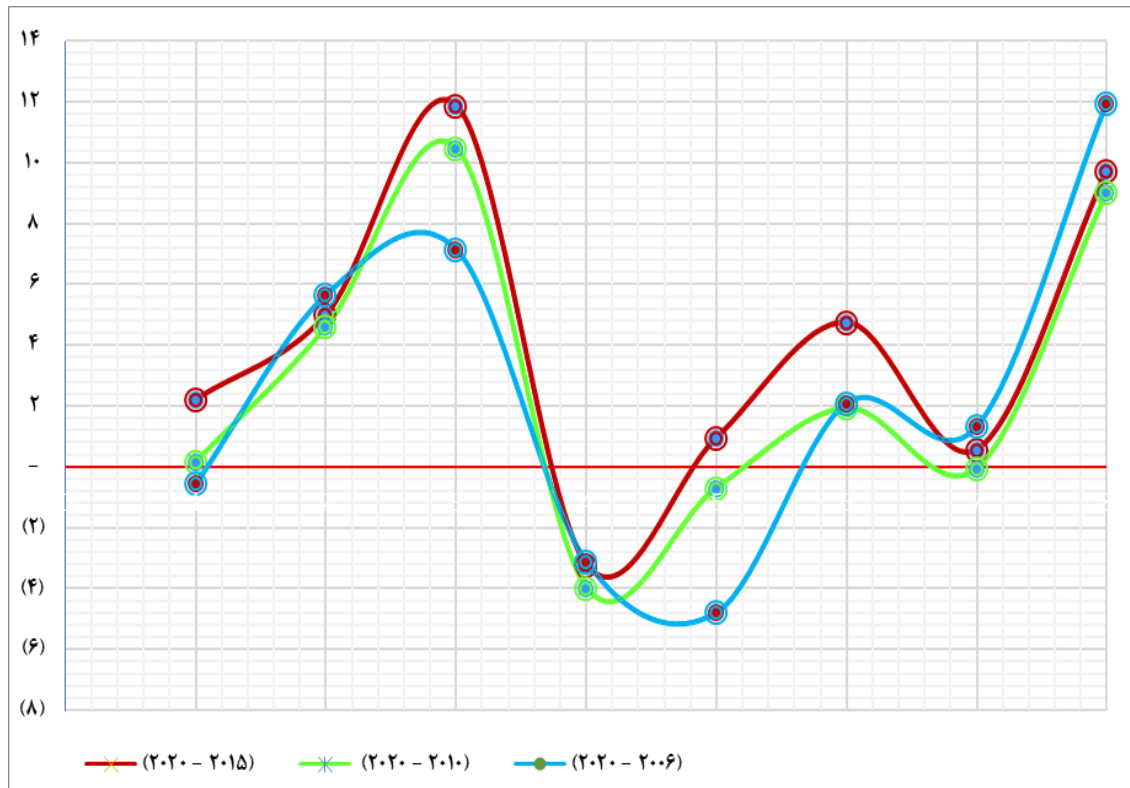
نمودار (۳۶) سهم حقوق صاحبان سهام و بدهی سررسید شده را به تفکیک اجزای آن طی دوره ۲۰۰۶-۲۰۲۰ نشان می‌دهد.



نمودار ۳۶: حقوق صاحبان سهام و بدهی سررسید شده (معوق) در آمریکا طی دوره ۲۰۰۶-۲۰۲۰ درصد

Source: SIFMA Capital Markets Fact Book July 2021 or Bloomberg, Federal Agencies, The Federal Reserve, U.S. Department of Treasury

نمودار (۳۷) متوسط رشد سالیانه حقوق صاحبان سهام بدهی‌های سررسیده شده به تفکیک اجزاء بر اساس سه دوره را نشان می‌دهد. همان‌طور که ملاحظه می‌شود، متوسط تغییرات سالیانه اوراق بهادار فدرالی بر اساس هر سه دوره مورد بررسی منفی بوده است. در حالی که خزانه‌داری، اوراق بهادار با پشتوانه مسکن، سهام شرکت‌ها و اوراق قرضه شرکتی همواره متوسط رشد مثبت را تجربه کرده‌اند. بالاترین و پایین‌ترین تغییر در انتهای دوره (۲۰۲۰) نسبت به ابتدای دوره (۲۰۰۶) به ترتیب به خزانه‌داری و بازارهای پول اختصاص دارد.



نمودار ۳۷: حقوق صاحبان سهام و بدهی سر رسید شده (معوق) در آمریکا طی دوره ۲۰۰۶-۲۰۲۰ درصد

Source: SIFMA Capital Markets Fact Book July 2021 or Bloomberg, Federal Agencies, The Federal Reserve, U.S. Department of Treasury

جدول (۲۷) میزان انتشار سهام و اوراق مشارکت ایالات متحده آمریکا برای دوره ۲۰۰۶-۲۰۲۰ را نشان می‌دهد. همان‌طور که ملاحظه می‌شود، میزان انتشار اوراق قرضه شرکتی، حجم به مراتب بالاتری از میزان سهام انتشار یافته است. به بیان دیگر، ارزش اوراق قرضه شرکتی انتشار یافته به طور متوسط بیش از پنج (۵) برابر سهام انتشار یافته است.

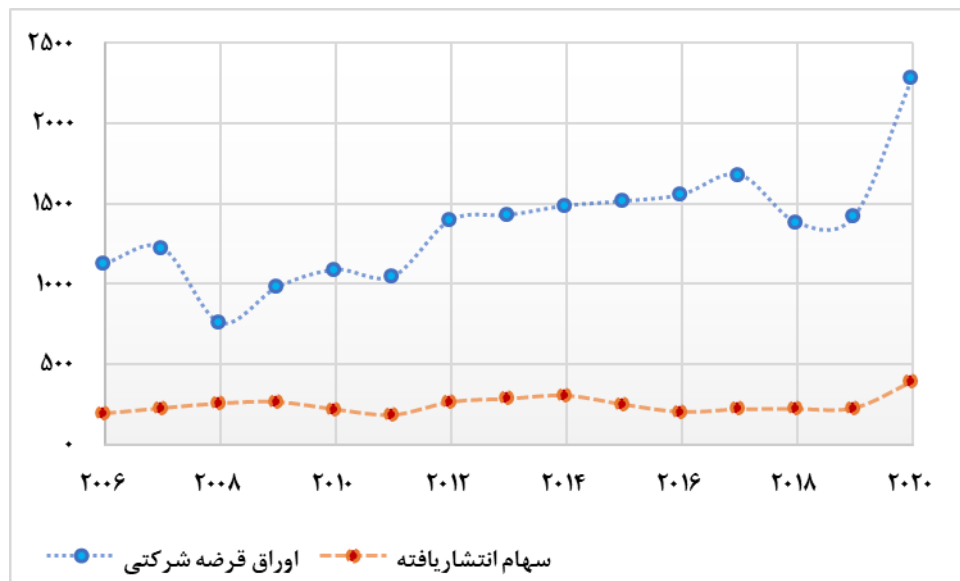
جدول ۲۷: انتشار سهام و اوراق مشارکت در ایالات متحده آمریکا طی دوره ۲۰۰۶-۲۰۲۰ / میلیارد دلار

سال / شرح	اوراق قرضه شرکتی*	سهام انتشار یافته**	کل
۲۰۰۶	۱,۱۲۶	۱۹۴,۲	۱,۳۲۰
۲۰۰۷	۱,۲۲۲,۷	۲۲۶,۹	۱,۴۵۰
۲۰۰۸	۷۵۷,۵	۲۵۶,۴	۱,۰۱۴
۲۰۰۹	۹۷۹,۵	۲۶۴,۹	۱,۲۴۴
۲۰۱۰	۱,۰۸۷,۷	۲۱۹,۲	۱,۳۰۷
۲۰۱۱	۱,۰۴۵,۹	۱۸۴,۹	۱,۲۳۱
۲۰۱۲	۱,۳۹۷,۶	۲۶۴,۶	۱,۶۶۲
۲۰۱۳	۱,۴۲۸,۳	۲۸۵	۱,۷۱۳
۲۰۱۴	۱,۴۸۶,۲	۳۰۴	۱,۷۹۰
۲۰۱۵	۱,۵۱۵,۳	۲۴۸,۸	۱,۷۶۴
۲۰۱۶	۱,۵۵۴,۹	۲۰۳	۱,۷۵۸
۲۰۱۷	۱,۶۸۰,۳	۲۲۰,۳	۱,۹۰۱
۲۰۱۸	۱,۳۸۰,۷	۲۲۱,۶	۱,۶۰۲
۲۰۱۹	۱,۴۲۳	۲۲۸,۱	۱,۶۵۱
۲۰۲۰	۲,۲۸۲	۳۹۰	۲,۶۷۲

*Corporate Bonds ** Equity Issuance

Source: SIFMA Capital Markets Fact Book July 2021 or Bloomberg

در نمودار (۳۸) روند انتشار سهام و اوراق قرضه شرکتی طی دوره ۲۰۰۶-۲۰۲۰ ارائه شده است. همان‌طور که ملاحظه می‌شود انتشار سهام روندی به مراتب باثبات‌تری را نشان می‌دهد، در حالی که در سال ۲۰۰۸ انتشار اوراق قرضه شرکتی کاهش قابل توجهی داشته است. از دیگر سو، در سال ۲۰۲۰ روند انتشار با سرعت بیشتری افزایش یافته است.



نمودار ۳۸: روند انتشار سهام و اوراق مشارکت در ایالات متحده آمریکا طی دوره ۲۰۰۶-۲۰۲۰/ میلیارد دلار
Source: SIFMA Capital Markets Fact Book July 2021 or Bloomberg

۴-۳- بازار بدهی در ایران

بازار مالی^۱ اصطلاحی گسترده است که برای طیف وسیعی از بازارها به کار می‌رود. به عبارتی هر بازاری که در آن تجارتي صورت می‌گیرد، یک بازار مالی محسوب می‌شود. از این رو بازارهایی که در آن‌ها تجارت اوراق بهادار شامل سهام، اوراق قرضه، ارز، فلزات و مشتقات آن‌ها انجام می‌شود، در واقع بازار مالی هستند. بازار مالی معمولاً با استانداردهایی مانند قیمت‌گذاری شفاف، قانون‌گذاری ساده، هزینه‌ها و کارمزدهای مشخص شناخته می‌شود. اندازه بازارهای مالی به کوچکی و بزرگی اقتصاد کشورها برمی‌گردد. یکی از نکات مهم و جذاب در بازارهای مالی دوره‌های رونق و رکود در آن‌هاست. بازارهای مالی دارای دوره‌های سنگین تقاضا در معامله اوراق بهادار هستند. در این دوره‌ها، قیمت‌ها ممکن است گاه از استاندارد خود فراتر روند. عکس قضیه نیز صادق است. سقوط بازارها ممکن است باعث کاهش قیمت‌ها از ارزش ذاتی خود شود. بازار سرمایه نسبت به بازار پول بسیار گسترده‌تر و از تنوع ابزاری بیشتری برخوردار است. کشورهای پیشرفته و توسعه‌یافته بیشتر شراکت‌محور (بورس‌محور) هستند و کشورهای توسعه نیافته بیشتر بانک‌محور (وام‌محور) هستند (دنیای اقتصاد، ۱۳۹۹).^۲ در این گزارش منظور از بازار مالی ایران، بازار سرمایه و بازار بدهی است. بازار بدهی شامل تسهیلات بانکی و اوراق بدهی و بازار سرمایه نیز ارزش سهام بورس تهران و ارزش سهام فرابورس ایران را دربر می‌گیرد. جدول (۲۷) ارزش بازار مالی ایران طی دوره ۱۳۹۴-۱۳۹۹ به تفکیک بازار بدهی و سرمایه و اجزای آن‌ها را نشان

1. Financial Market

۲. بازار مالی چیست و چه کاربردی دارد (آشنایی با مفاهیم اقتصاد مالی و بازار سرمایه (۲)).

می‌دهد.^۱ همان‌طور که ملاحظه می‌شود ارزش بازار مالی ایران طی دوره ۱۳۹۴-۱۳۹۹ حدود هفتصد (۷۰۰) رشد را تجربه کرده است. بالاترین میزان رشد مزبور در سال‌های ۱۳۹۸ و ۱۳۹۹ بوده است، به بیانی در سال ۱۳۹۹ این مهم قریب به صد و بیست (۱۲۰) درصد افزایش یافته است.

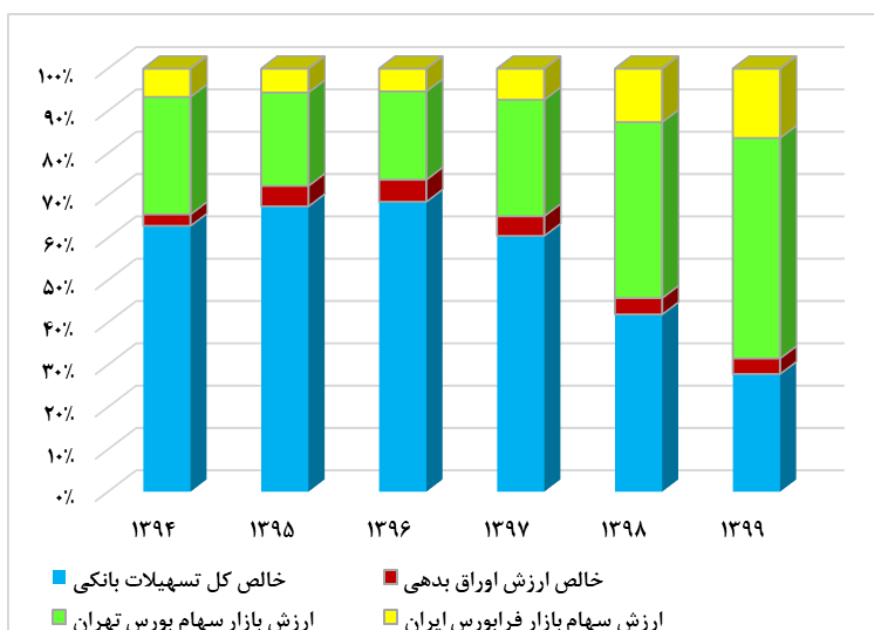
جدول ۲۸: بازار مالی در ایران طی دوره ۱۳۹۴-۱۳۹۹ / هزار میلیارد ریال / درصد

شرح / سال						ارزش کل بازار مالی
۱۳۹۹	۱۳۹۸	۱۳۹۷	۱۳۹۶	۱۳۹۵	۱۳۹۴	
۱۰۰.۲۷۰	۴۶.۱۷۸	۲۴.۹۵۵	۱۸.۳۶۳	۱۴.۶۲۵	۱۲.۵۹۵	بازار بدهی
۳۱.۵۹۳	۲۱.۱۳۶	۱۶.۲۴۸	۱۳.۵۴۲	۱۰.۵۷۱	۸.۲۵۸	
۳۱.۵٪	۴۶٪	۶۵٪	۷۴٪	۷۲٪	۶۶٪	بازار سرمایه
۶۸.۶۷۷	۲۵.۰۴۲	۸.۷۰۷	۴.۸۲۱	۴.۰۵۴	۴.۳۳۷	
۶۷.۵٪	۵۴٪	۳۵٪	۲۶٪	۲۸٪	۳۴٪	تسهیلات بانکی
۲۷.۹۲۳	۱۹.۳۵۶	۱۵.۰۹۰	۱۲.۵۸۷	۹.۸۶۶	۷.۹۱۶	
۸۸.۴٪	۹۲٪	۹۳٪	۹۳٪	۹۳٪	۹۶٪	اوراق بدهی
۳.۶۷۰	۱.۷۸۰	۱.۱۵۸	۹۵۵	۷۰۵	۳۴۲	
۱۱.۶٪	۸٪	۷٪	۷٪	۷٪	۴٪	بورس تهران
۵۲.۲۳۰	۱۹.۲۰۱	۶.۸۷۴	۳.۸۳۳	۳.۲۲۸	۳.۴۹۵	
۷۶٪	۷۷٪	۷۹٪	۷۹.۵٪	۸۰٪	۸۱٪	فرا بورس ایران
۱۶.۴۴۷	۵.۸۴۱	۱.۸۳۳	۹۸۸	۸۲۶	۸۴۲	
۲۴٪	۳۳٪	۲۱٪	۲۰.۵٪	۲۰٪	۱۹٪	

مأخذ: توکلی کاشی (۱۳۹۹). تارنمای فرا بورس ایران، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، بورس اوراق بهادار تهران (گزارش فعالیت هیئت مدیره به مجمع عمومی عادی سالیانه برای سال مالی منتهی به ۱۳۹۹/۱۲/۳۰)، روزنامه دنیای اقتصاد شماره ۵۱۷۲، (بازار بدهی؛ مهجور در اقتصاد)

نمودار زیر سهم اجزای بازار مالی ایران طی دوره ۱۳۹۴-۱۳۹۹ را نشان می‌دهد، همان‌طور که ملاحظه می‌شود سهم ارزش بازار بورس تهران و فرا بورس در بازار مالی ایران افزایش یافته است. در میان اجزای بازار مالی، خالص ارزش اوراق بدهی پایین‌ترین سهم را دارد.

۱. ارزش بازار مالی به تفکیک اجزای آن، در آخرین روز کاری سال مورد بررسی لحاظ شده است. به عنوان مثال، ارزش سهام بازار بورس تهران در سال ۱۳۹۹، آخرین روز کار بورس سال یاد شده در اسفندماه بوده است.



نمودار ۳۹: اجزای بازار مالی در ایران طی دوره ۱۳۹۴-۱۳۹۹ درصد

مأخذ: محاسبات پژوهش

سیر انتشار اوراق مالی در ایران حاکی از آن است برای اولین بار در سال ۱۳۲۰ دولت وقت به منظور تأمین بخشی از بودجه خود به وزارت دارایی مجوز انتشار چهارصد (۴۰۰) میلیون ریال اسناد خزانه با سررسیدهای چهارماهه را داده است.^۱ این مصوبه در فروردین سال ۱۳۲۱ با تصویب قانون اجازه انتشار هفتصد (۷۰۰) میلیون ریال اسکناس اضافی ملغی شد. مجدداً در ادامه در پی مطالبات بانک ملی، در شهریور ۱۳۲۲ به وزارت دارایی اجازه انتشار پانصد (۵۰۰) میلیون ریال اسناد خزانه صادر گردید. در سال ۱۳۳۰ نیز که در پی ملی شدن صنعت نفت و تحریم نفتی ایران، درآمدها کاهش یافته بود، در دی ماه سال یاد شده ماده واحده‌ای تحت عنوان قانون اجازه انتشار دو (۲) میلیارد ریال برگ‌های وام یکصد (۱۰۰) ریال به دولت به تصویب رسید. بر اساس آن بایستی اوراق قرضه ملی دو (۲) ساله به سود شش (۶) درصد انتشار می‌یافت.

در دهه سی (۳۰) شمسی اوراق مالی در اقتصاد ایران مجوز انتشار پیدا نکرد. عموماً تأمین منابع از طریق سیستم بانکی صورت می‌پذیرفت. در دهه چهل (۴۰) شمسی با توجه به شرایط اقتصادی و گسترش دولت و همین‌طور بخش خصوصی، دیگر شیوه‌های تأمین مالی در دستور کار قرار گرفت. به گونه‌ای که در سال ۱۳۴۱ هیئت وزیران به وزارت دارایی مجوز انتشار اوراق مالی به نام اسناد خزانه را داد. در نهایت در سال ۱۳۴۳ قانون انتشار اسناد خزانه به تصویب رسید. بر اساس آن به وزارت دارایی اجازه داده شد که با تصویب هیئت وزیران تا مبلغ ده (۱۰) میلیارد ریال اسناد خزانه منتشر نماید. از جمله ویژگی و امتیازات این اسناد که شامل عدم

۱. اصلاحیه قانون بودجه سال ۱۳۲۰ (مصوب آبان ۱۳۲۰). ذکر این نکته ضروری است، مطالب مربوط به سیر انتشار اوراق مالی در ایران در بخش حاضر برگرفته از مطالعه، حسنی و همکاران، ۱۳۹۸ (بررسی اهداف و عملکرد انتشار اوراق مالی در قوانین بودجه سنواتی و چالش‌های پیش‌روی آن • انتشار اوراق مالی؛ یک فرصت یا یک تهدید) است.

مشمول مرور زمان بهاء و بهره آن، معافیت بهره اسناد خزانه از پرداخت مالیات، موظف بودن کلیه ادارات دولتی به منظور پذیرش اسناد نامبرده در مقابل پرداخت‌های مالیاتی و پذیرش به عنوان وجه تضمین در سازمان‌های دولتی و ادارات بود.

در سال ۱۳۴۶ به منظور تأمین اعتبار لازم برای تقویت بنیه دفاعی و اجرای برنامه‌های عمرانی کشور در تبصره (۳۳) قانون بودجه همان سال، به وزارت دارایی مجوز انتشار اوراق قرضه تا ده (۱۰) میلیارد ریال داده شد که سقف تأمین قسمتی از هزینه‌های وزارت جنگ تا میزان سه میلیارد در سال تعیین شده بود. علاوه بر تبصره یاد شده در سال ۱۳۴۶ به استناد قانون انتشار اوراق قرضه بانک کشاورزی مجوز انتشار اوراق قرضه به میزان حداکثر سه (۳) میلیارد ریال داده شد. بر اساس ماده واحده فوق‌الذکر مجوز انتشار اوراق به دو صورت سه ساله (۳) با بهره شش و نیم (۶٫۵) درصد و پنج (۵) ساله با بهره هفت (۷) درصد بوده است. در ادامه برای تأمین اعتبار قسمتی از هزینه‌های وزارت جنگ تبصره (۵) قانون بودجه سال ۱۳۴۷ نیز به این موضوع اختصاص پیدا کرد و بر اساس آن سقف اوراق قرضه دفاعی موضوع تبصره (۳۳) قانون بودجه سال ۱۳۴۶ کل کشور که می‌بایست در سال ۱۳۴۷ انتشار می‌یافت با اصلاحیه آن تا سقف بیست (۲۰) میلیارد ریال در نظر گرفته شد. در سال ۱۳۴۸ تأمین بخشی از هزینه‌های تقویت بنیه دفاعی از محل اوراق قرضه برآورد گردید.

در سال ۱۳۴۸ به منظور ساماندهی و ارائه یک چارچوب مشخص، قانون انتشار اسناد خزانه و اوراق قرضه تصویب شد. پس از تصویب قانون یاد شده در حوزه شهرداری و نوسازی، بانکی و کشاورزی تأمین مالی از محل اوراق مالی تا سال ۱۳۵۸ صورت پذیرفت. بعد از انقلاب اسلامی نیز بر مبنای مصوبه شورای انقلاب دولت اجازه انتشار سیصد و پنجاه (۳۵۰) میلیارد ریال اوراق قرضه بدون جایزه بابت بدهی خود به بانک مرکزی را دریافت کرد. این مجوز به عنوان آخرین مجوز انتشار اوراق قرضه برای دولت محسوب می‌شود، زیرا پس از انقلاب اسلامی و تصویب قانون عملیات بانکی بدون ربا در شهریور ۱۳۶۲، علاوه بر عملیات بانکداری غیرمتمعارف، بهره‌گیری از سایر ابزارهایی که ربوی شناخته می‌شد نیز ممنوع و بدین ترتیب پرونده استقراض عمومی از طریق انتشار اوراق قرضه بسته شد.^۱

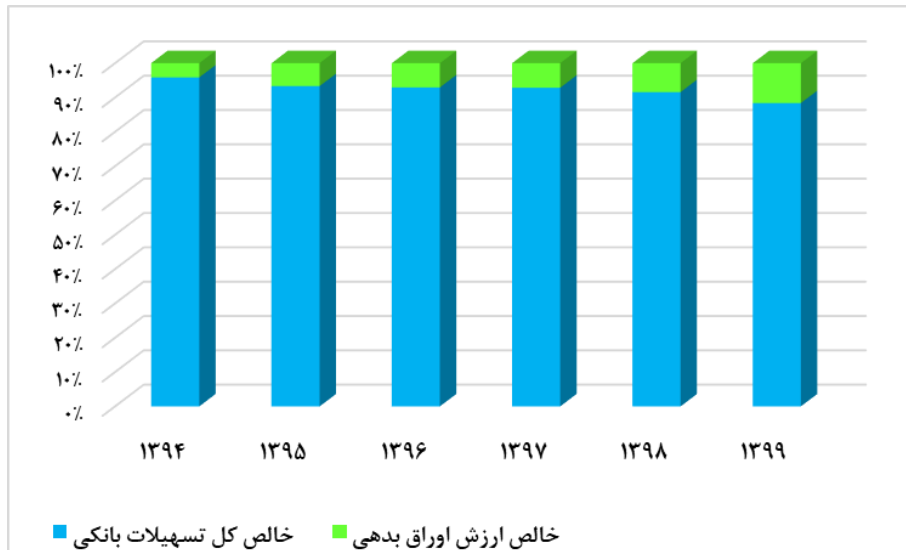
پس از ممنوعیت انتشار اوراق قرضه محدودیت‌هایی در سیاست‌های پولی و مالی کشور ایجاد گردید و در سیاست‌گذاری‌های کلان نیز موضوع انتشار اوراق نادیده گرفته شد. به عنوان نمونه می‌توان به برنامه اول توسعه اشاره داشت که ردپایی از اوراق مالی در آن دیده نمی‌شود. در سیاست‌های کلی برنامه علاوه بر تقویت پول ملی، کاهش رشد نقدینگی، کنترل تورم از محل کاهش کسری بودجه مورد تأکید قرار گرفته است. همچنین، تأمین کسری بودجه از محل انتشار اوراق مالی به عنوان راه‌حل مورد توجه قرار داده نشده است. اما در سال آخر برنامه یاد شده برای اولین بار به منظور نوسازی بافت‌های فرسوده و اجرای پروژه بزرگراه نواب، شهرداری تهران اقدام به انتشار اوراق مشارکت با نرخ سود علی‌الحساب بیست (۲۰) درصد کرد. با عنایت به ضرورت

۱. برای آشنایی بیشتر به موسویان و کریمی، ۱۳۸۸ رجوع شود.

استفاده از ابزار اوراق مالی برای اجرای طرح‌های عمرانی و تأمین کسری بودجه سنواتی، در برنامه دوم توسعه بر اهمیت انتشار اوراق مشارکت و سرمایه‌گذاری به عنوان یکی از روش‌های کارآمد سیاست‌های پولی و مالی اشاره شد. به عنوان مثال می‌توان به تبصره (۸۵) قانون یاد شده اشاره داشت. در ادامه در قوانین سنواتی بودجه‌های سال‌های ۱۳۷۴ و ۱۳۷۵ نیز این مهم مورد توجه واقع شد تا در نهایت در سال ۱۳۷۶ قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت به تصویب مجلس شورای اسلامی رسید. با این حال تا ۱۳۸۹ تنها ابزار مورد استفاده در بازار بدهی، اوراق مشارکت بود. سهم اوراق بدهی از بازار بدهی شاخص مهمی است، این عدد که در دهه ۶۰ و ۷۰ به صفر رسید؛ اما از اواسط دهه ۸۰ و در اواخر این دهه به هفت (۷) درصد رسید و مجدداً با نوساناتی همراه شد. در دهه نود (۹۰) با توجه به نوسانات قیمت نفت و تحریم‌های بین‌المللی و سایر شرایط حاکم بر اقتصاد ایران انتشار اوراق مالی و تأمین منابع از این محل بیش از پیش مورد توجه واقع شد.

نمودار (۴۰) سهم اجزای بازار بدهی در ایران طی دوره ۱۳۹۴-۱۳۹۹ را نشان می‌دهد، همان‌طور که ملاحظه می‌شود بازار تأمین مالی در اقتصاد ایران مبتنی بر بانک (تسهیلات) بوده است. زیرا در کشورهایی که تأمین مالی اقتصاد آن‌ها مبتنی بر اوراق بدهی (بازار محور) است، سهم این مهم در محدوده پنجاه (۵۰) درصد تا نود (۹۰) درصد قرار دارد و نرخ میانگین آن در دنیا، حدود شصت و پنج (۶۵) درصد است و این به آن معناست که در سایر کشورها، اندازه بازار اوراق بدهی از بازار تسهیلات بانکی بسیار بزرگ‌تر است. به عبارت بهتر، بازار اوراق بدهی حدود دو برابر مانده تسهیلات بانکی است.

بازار بدهی که از سال ۱۳۹۴ و با انتشار اسناد خزانه اسلامی توسط دولت وارد مسیر جدیدی شد، به گونه‌ای که از سال ۱۳۹۴ به این سو، نسبت خالص اوراق بدهی به کل بازار بدهی روند صعودی طی کرده است. در سال ۱۳۹۹ به دلیل کسری بودجه شدید دولت و عدم امکان فروش نفت، حجم انتشار اوراق دولتی به شدت توسعه یافت؛ به طوری که ارزش نسبی بازار اوراق بدهی به کل بازار بدهی در پایان سال ۱۳۹۹ به حدود دوازده (۱۲) درصد رسید.



نمودار ۴۰: اجزای بازار بدهی در ایران طی دوره ۱۳۹۹-۱۳۹۴ / درصد

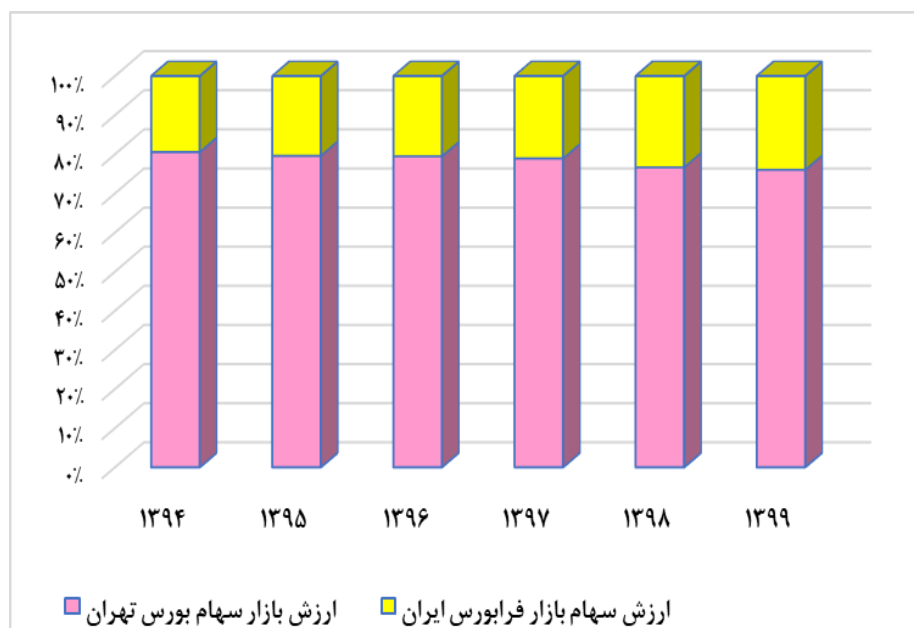
مأخذ: محاسبات پژوهش

بازار بدهی و بازار سهام هر دو ابزار مالی محسوب شده و در یک بازار معامله می‌شوند. برخی گمان می‌کنند این دو بازار رقیب یکدیگرند و اگر رغبت سرمایه‌گذار به سمت بازار بدهی افزایش یابد، بازار سهام از رونق می‌افتد که این فرضیه نمی‌تواند درست باشد. در بازار بدهی، اوراق بدهی مورد نقل و انتقال قرار می‌گیرد. بازار بدهی بازاری است که کسانی که مازاد منابع و کسری منابع دارند با خرید و فروش اوراق به تقاضای یکدیگر پاسخ می‌دهند. مهم‌ترین پارامتری که در بازار بدهی وجود دارد پارامتر نرخ سود است. واقعیت این است که نرخ سود تابع سیاست‌های اعتباری بانک مرکزی است اگر بانک مرکزی با توجه به نظارت دائمی که بر شاخص‌های اقتصادی- از جمله تورم، رشد اقتصادی، شاخص اشتغال و بیکاری، نرخ ارز و تراز تجاری کشور- دارد سیاست انبساطی را در پیش بگیرد و تأمین مالی را در بخش عمومی، بخش خصوصی و شهرداری‌ها تسهیل کند طبیعتاً به سمت کاهش نرخ بهره خواهد رفت و در همین راستا نرخ سود اوراق و نرخ سود سپرده‌ها نیز کاهش یافته و در نهایت باعث کاهش نرخ سود انتظاری در همه بازارها می‌شود. با کاهش نرخ سود مورد انتظار، بازار برخی دارایی‌ها همچون مسکن و خودرو و ارز به ثبات رسیده و برخی بازارها مثل بازار سهام با رشد مواجه خواهند شد (توکلی کاشی، ۱۴۰۰).

مهم‌ترین خصوصیت بازار بدهی، ریسک بسیار کمتر آن نسبت به بازار سهام است، زیرا فعالان این بازار صرفاً در معرض ریسک نوسان نرخ بهره و ریسک نکول ناشر اوراق قرار دارند؛ در صورتی که فعالان بازار سهام در معرض ریسک‌های بسیار متنوعی قرار دارند. ریسک نوسان نرخ ارز، ریسک نوسان قیمت نفت، فلزات و کالاهای صنعتی و کشاورزی، ریسک تغییر قوانین و مقررات، ریسک تغییر نرخ و مقررات مالیاتی، ریسک جنگ‌های فیزیکی و سایبری، توفان و زلزله، ریسک ورود رقبای جدید یا محصولات جدید، شیوع بیماری‌های واگیردار جدید، پیدا شدن داروها و واکسن‌های بیماری‌های مزمن، ریسک کشف روش‌های جدید برای تولید کالا یا

روش‌های جدید ارائه خدمات توسط دیگر شرکت‌ها حتی در سایر کشورها و هزاران ریسک دیگر، از مجموعه عواملی هستند که سبب پیچیده شدن و ریسکی شدن بازار سهام می‌شوند. فعالان بازار سهام، همواره در معرض تعداد بی‌شماری ریسک و عدم قطعیت قرار دارند. از طرف دیگر به دلیل وجود همین خطرات و عدم اطمینان‌های موجود در اقتصاد، سرمایه‌گذاران بازار سهام، به‌طور متوسط و در درازمدت سود و بازده بالاتری نسبت به سرمایه‌گذاران و فعالان بازار بدهی به دست می‌آورند و اصولاً فعالان بازار سهام از آنجاکه تخصص اصلی‌شان ارزیابی و خرید و فروش انواع ریسک‌ها است، جز در موارد خاص و به صورت مقطعی، هیچ‌گاه سرمایه خود را در بازار بدهی که از ریسک و بازده بسیار پایینی برخوردار است، سرمایه‌گذاری نمی‌کنند (توکلی کاشی، ۱۴۰۰).

نمودار (۴۱) ارزش بازار سرمایه در ایران را نشان می‌دهد، بازار سرمایه در ایران متشکل از ارزش سهام بورس تهران و ارزش سهام بازار فرابورس ایران است. بازار فرابورس خود شامل بازار اول، بازار دوم، بازار پایه و بازار (SME)^۱ است.^۲ ارزش بازار سهام بورس تهران به طور متوسط بیش از هفتاد و شش (۷۶) درصد بازار سرمایه را تشکیل می‌دهد.



نمودار ۴۱: اجزای بازار سرمایه در ایران طی دوره ۱۳۹۹-۱۳۹۴ / درصد

مأخذ: محاسبات پژوهش

1. Small and Mid-size Enterprise

۲. بخش دیگری از ارزش بازار فرابورس، ابزارهای نوین مالی است. این مهم در گزارش حاضر از ارزش سهام بازار فرابورس کسر شده است، زیرا در خالص اوراق بدهی لحاظ شده است.

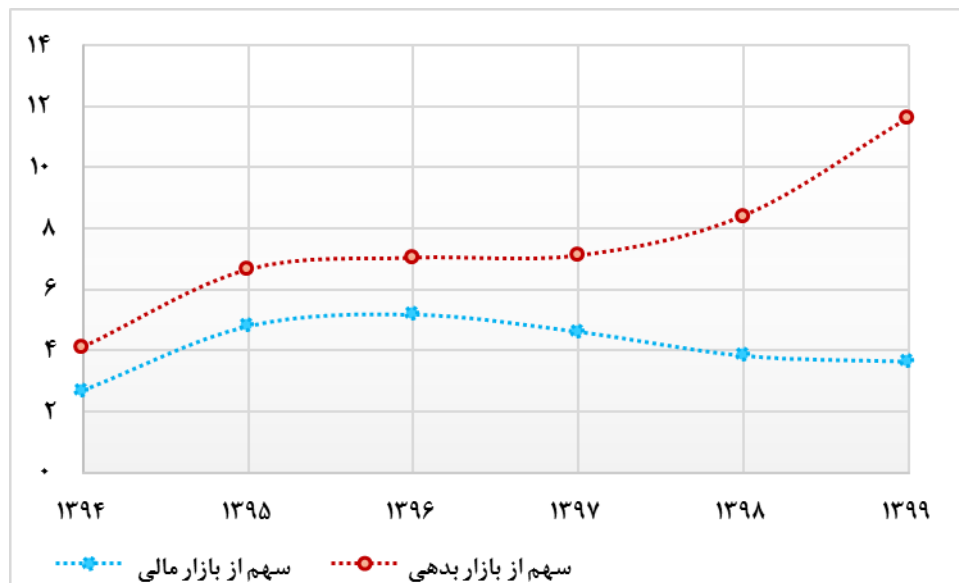
جدول (۲۸) تغییرات بازار مالی ایران و اجزای آن طی دوره مورد بررسی را نشان می‌دهد. همان‌طور که پیش‌تر از نظر گذشت ارزش مالی ایران در سال‌های اخیر به طور قابل توجهی افزایش یافت. بالاترین رشد نیز در سال ۱۳۹۹ تجربه شده است. رشد بازار سرمایه به مراتب از رشد بازار بدهی - به جز سال ۱۳۹۵ - بالاتر بوده است. به بیان دیگر، سال‌های ۱۳۹۸ و ۱۳۹۹ که ارزش بازار سرمایه در ایران رشدهای بیش از صد و هفتاد (۱۷۰) درصدی کرده است و بازار بدهی کمتر از پنجاه (۵۰) درصد افزایش یافته است. بررسی اجزای بازار بدهی نیز حاکی از آن است که طی دوره مورد بررسی رشد خالص اوراق بدهی قابل توجه و پرنوسان بوده است، به گونه‌ای که دامنه رشد آن حدود هشتاد و پنج (۸۵) درصد است. گفتنی است بالاترین نرخ رشد در سال ۱۳۹۹ تجربه شده است. بررسی تغییرات اجزای بازار سرمایه نیز نشان می‌دهد، از سال ۱۳۹۶ به این سو ارزش سهام بازار بورس و فرابورس به طور قابل توجهی افزایش یافت. به بیان دیگر، ارزش بازارهای یاد شده در سال ۱۳۹۹، نسبت به سال ۱۳۹۷ به ترتیب حدود هفتصد (۷۰۰) و هشتصد (۸۰۰) درصد افزایش پیدا کردند.

جدول ۲۹: تغییرات بازار مالی و اجزای آن طی دوره مورد بررسی / درصد

۱۳۹۹	۱۳۹۸	۱۳۹۷	۱۳۹۶	۱۳۹۵	شرح / سال	
۱۱۷,۱	۸۵,۰	۳۵,۹	۲۵,۶	۱۶,۱	بازار مالی	
۴۹,۵	۳۰,۱	۲۰,۰	۲۸,۱	۲۸,۰	بازار بدهی	بازار مالی
۱۷۴,۲	۱۸۷,۶	۸۰,۶	۱۸,۹	(۶,۵)	بازار سرمایه	
۴۴,۳	۲۸,۳	۱۹,۹	۲۷,۶	۲۴,۶	خالص تسهیلات بانکی	بازار بدهی
۱۰۶,۲	۵۳,۷	۲۱,۳	۳۵,۵	۱۰۶,۱	خالص اوراق بدهی	
۱۷۲,۰	۱۷۹,۳	۷۹,۳	۱۸,۷	(۷,۶)	ارزش سهام بورس تهران	بازار سرمایه
۱۸۱,۶	۲۱۸,۷	۸۵,۵	۱۹,۶	(۱,۹)	ارزش سهام فرابورس ایران	

مأخذ: محاسبات پژوهش

همان‌طور که پیش‌تر اشاره شد خالص اوراق بدهی در بازار مالی ایران پایین‌ترین سهم را دارد. به بیان دیگر، حداکثر سهم خالص بازار اوراق بدهی از بازار مالی و بدهی ایران به ترتیب، کمتر از شش (۶) درصد و دوازده (۱۲) درصد است. نمودار (۴۲) سهم خالص اوراق بدهی از بازار بدهی و بازار مالی ایران طی دوره ۱۳۹۴-۱۳۹۹ را نشان می‌دهد. همان‌طور که ملاحظه می‌شود سهم خالص اوراق از بازار بدهی همواره روند صعودی داشته است، در حالی که سهم این مهم از کل بازار مالی ایران از سال ۱۳۹۷ به این سو روند نزولی دارد. به بیان دیگر، رشد خالص اوراق بدهی از سال ۱۳۹۷ به این سو، نسبت به رشد بازار مالی ایران کمتر بوده است.



نمودار ۴۲: سهم خالص اوراق بدهی از بازار بدهی و مالی ایران طی دوره ۱۳۹۹-۱۳۹۴ درصد
 مأخذ: یافته‌های پژوهش

اوراق بدهی بر اساس اسناد فرادست توسط ناشران مختلفی انتشار می‌یابد. ناشران اوراق بدهی در ایران عبارتند از دولت، سازمان‌های دولتی، بانک مرکزی، شهرداری‌ها، بانک‌ها و ناشران خصوصی است. این در حالی است که بیش از هشتاد (۸۰) درصد این بازار به اوراق بدهی دولتی اختصاص دارد. قابل توجه است که اوراق بدهی در بازارهای بورس تهران، فرابورس، بورس کالا، بورس انرژی و سایر شیوه‌ها (بانک‌ها و بدون بازار) ارائه می‌گردد. بازار فرابورس بیش از نود (۹۰) درصد معاملات اوراق بدهی را شامل می‌شود (توکلی کاشی، ۱۳۹۹).

در کشورهایی که دارای جمعیت مسلمان زیادی هستند، استفاده از ابزارهای مالی متعارف مانند اوراق قرضه، کارایی و مقبولیتی ندارد. بر این اساس دولت‌ها و شرکت‌های اسلامی و یا شرکت‌های اسلامی فعال در کشورهای غیراسلامی که به دنبال تأمین مالی و مدیریت بدهی خود هستند، نیازمند یافتن جایگزین‌هایی مطابق با اصول اسلامی می‌باشند. در سال‌های اخیر رشد ابزارهای مالی اسلامی که صکوک شهرت یافته بسیار چشمگیر بوده است. کشورهایمانند مالزی، بحرین، قطر و حتی آلمان از پیشگامان این مهم شناخته می‌شوند. در حالت کلی می‌توان صکوک را اوراق بهادار مبتنی بر دارایی، با درآمد ثابت یا متغیر قابل معامله در بازار ثانویه و مبتنی بر اصول شریعت دانست (بورس اوراق بهادار تهران).^۱

اصطلاح «صکوک» برگرفته از واژه عربی صکوک به معنای چک، نوشته بدهکار، سفته و قبض بدهی است که به طور معمول، به عنوان «اوراق قرضه اسلامی» تعریف می‌شود. صکوک اوراق بهادار با پشتوانه مالی است که باید دارای ارزش باشد و نمی‌تواند بر اساس فعالیت‌های سفته‌بازی و سوداگرانه و در واقع فعالیت‌هایی که بدون خلق ارزش و کار صورت می‌گیرند، سودآوری داشته باشند. اوراق بهادار صکوک منابع مالی را با پشتوانه ترازنامه

۱. تارنمای [بورس اوراق بهادار تهران](#). مطالب مربوط به تعریف و انواع صکوک و اوراق مشارکت که در ادامه ارائه شده برگرفته از تارنمای یاد شده است.

و دارایی‌های فیزیکی شرکت‌های خاص جذب می‌کنند. استفاده از واژه صکوک جهت ابزارهای مالی اسلامی برای نخستین بار در سال ۲۰۰۲ در جلسه فقهی بانک توسعه اسلامی پیشنهاد شد. بعد از آن سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی اقدام به معرفی انواع صکوک نمود که عبارتند از ۱- صکوک مالکیت دارایی‌هایی که در آینده ساخته می‌شوند؛ ۲- صکوک مالکیت منافع دارایی‌های موجود؛ ۳- صکوک مالکیت منافع دارایی‌های که در آینده ساخته می‌شوند؛ ۴- صکوک سلم؛ ۵- صکوک استصناع؛ ۶- صکوک مباحه؛ ۷- صکوک مشارکت؛ ۸- صکوک مضاربه؛ ۹- صکوک نماینده سرمایه‌گذاری؛ ۱۰- صکوک مزارعه؛ ۱۱- صکوک مساقات؛ ۱۲- صکوک ارائه خدمات؛ و ۱۳- صکوک حق‌الامتياز.

از بین صکوک فوق‌الذکر تنها استفاده از صکوک اجاره، سلم، استصناع و تا حدی صکوک مشارکت، مباحه و مضاربه معمول هستند. قابل توجه است یکی از مهم‌ترین انواع اوراق یاد شده، صکوک اجاره می‌باشد. اوراق بهاداری که دارنده آن به صورت مشاع مالک بخشی از دارایی است که منافع آن بر اساس قرارداد اجاره به مصرف‌کننده یا بانی واگذار شده است. همچنین در یک تقسیم‌بندی دیگر، صکوک را به دو گروه ابزار حقوق صاحبان سهام و ابزار بدهی تقسیم کرد. صکوک اجاره، سلم، استصناع و مباحه زیرمجموعه ابزار بدهی و صکوک مشارکت و مضاربه زیرمجموعه ابزار حقوق صاحبان سهام قرار می‌گیرند.

پس از انقلاب اسلامی ۱۳۵۷ و اجرای عملیات بانکداری اسلامی و به تبع آن ممنوعیت بهره در اقتصاد به دلایل شرعی و مبنای فقه اسلامی، انتشار و دادوستد اوراق قرضه متوقف شد. اما وجود ابزار دیگری در بازار مالی کشور که عملکردی مشابه اوراق قرضه داشته باشد و بتواند جایگزین آن گردد و در کنترل حجم نقدینگی و مهم‌تر از آن در تأمین مالی طرح‌های زیربنایی و همچنین طرح‌های تولیدی و خدماتی از منابع مالی بخش خصوصی جامعه مؤثر باشد، ضروری به نظر می‌رسید.

بنابراین در پی مطالعات نسبتاً گسترده سازمان برنامه و بودجه کشور، سازمان بورس اوراق بهادار تهران، بانک مرکزی و وزارت مسکن و شهرسازی در برنامه دوم توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی کشور (۱۳۷۴-۱۳۷۸) مسئله استقراض عمومی از طریق انتشار اوراق بهادار به عنوان یک سیاست مالی مطرح شد. در سیاست‌های کلی برنامه، انتشار اوراق مشارکت، اوراق سرمایه‌گذاری و اوراق مشارکت کوتاه‌مدت به عنوان یکی از روش‌های کارآمد سیاست‌های پولی و مالی مدنظر قرار گرفت. در طول سال‌های برنامه، موارد استفاده از اوراق مشارکت گسترش یافت و اموری چون اجرای طرح‌های بزرگ ساختمانی و تأمین مالی طرح‌های توسعه مؤسسات عمومی و خصوصی به اوراق مشارکت مسکن اضافه شد.

بر اساس قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت مصوب مهرماه ۱۳۷۶، اوراق مشارکت، اوراق بهاداری است که با مجوز قانونی خاص یا مجوز بانک مرکزی، برای تأمین بخشی از منابع مالی مورد نیاز به منظور ایجاد، تکمیل و توسعه طرح‌های عمرانی-انتفاعی دولت مندرج در قوانین بودجه سالانه کشور یا برای تأمین منابع مالی جهت ایجاد، تکمیل و توسعه طرح‌های سودآور تولیدی، ساختمانی و خدماتی شامل منابع مالی لازم برای تهیه

مواد اولیه مورد نیاز واحدی تولیدی، توسط دولت، شرکت‌های دولتی، شهرداری‌ها و مؤسسات و نهادهای عمومی غیردولتی و مؤسسات عام‌المنفعه و شرکت‌های وابسته به دستگاه‌های مذکور، شرکت‌های سهامی عام و خاص و شرکت‌های تعاونی تولید منتشر می‌شود و به سرمایه‌گذارانی که قصد مشارکت در اجرای طرح‌های یاد شده را دارند از طریق عرضه عمومی واگذار می‌گردد.

هیئت وزیران در سال ۱۳۹۳ به منظور احصاء، ثبت و نگهداری متمرکز خلاصه حساب بدهی‌ها و تعهدات قانونی دولت، تصمیم به تشکیل واحد سازمانی جداگانه در وزارت امور اقتصادی و دارایی به عنوان مرکز مدیریت بدهی‌های عمومی و روابط مالی گرفت.^۱ این مرکز وظیفه مدیریت اوراق بهادار اسلامی دارای تضمین دولت نظیر اسناد خزانه اسلامی، اوراق مشارکت و انواع صکوک اسلامی به صورت متمرکز در مجموعه دولت را بر عهده گرفت.

طی سال‌های اخیر از سوی مرکز یاد شده، اسناد خزانه اسلامی به عنوان مهم‌ترین و کاراترین ابزار برای تسویه مطالبات پیمانکاران طرف حساب دولت و دستگاه‌های دولتی شناخته شد. این اسناد در قبال بدهی‌های مسجل پیمانکاران با تضمین دولت منتشر و در سررسید توسط دولت تسویه می‌شود. اسناد مذکور قابلیت معاملات ثانویه در بازار سرمایه را دارا بوده و نرخ تنزیل آن در حال حاضر به عنوان نرخ بهره بدون ریسک در بازارهای مالی مبنا قرار گرفته است. این اسناد به دلیل آنکه به پیمانکاران واگذار می‌شود و انتشار آن منابع مالی نقدی را برای دولت به همراه ندارد، از نوع اوراق تحویل به طلبکار دسته‌بندی می‌شود. همچنین، به منظور تأمین منابع مالی به صورت نقدی، اوراق مرابحه عام به عنوان مهم‌ترین ابزار تأمین مالی دولت معرفی شده است. اوراق مرابحه عام از جمله اوراق مالی اسلامی می‌باشد که حسب موازین شرعی، دولت توانایی انتشار آن را دارد. ناشر اوراق مرابحه عام، وزارت امور اقتصادی و دارایی به نمایندگی از طرف دولت است و از سایر ارکان این اوراق می‌توان به سازمان برنامه و بودجه کشور به عنوان ضامن، خزانه‌داری کل کشور به عنوان متعهد تسویه و پرداخت و شرکت سپرده‌گذاری مرکزی و تسویه وجوه به عنوان عامل پرداخت اشاره کرد.

به اوراق مشارکت سود ثابتی به طور علی‌الحساب تعلق می‌گیرد که در مقاطعی از سال پرداخت می‌شود. سود قطعی اوراق هم در سررسید و از محل سود طرح مورد مشارکت و به تناسب قیمت اسمی و مدت‌زمان سرمایه‌گذاری در اوراق، تعیین و به دارندگان اوراق مشارکت پرداخت می‌گردد. چنانچه سود طرح، کمتر از سود علی‌الحساب پرداخت شده باشد یا طرح زیانده باشد، دستگاه صادرکننده اوراق مسئول آن است و سود علی‌الحساب پرداخت شده، قابل تعدیل یا استرداد نیست. صادرکنندگان اوراق، متعهد پرداخت سود علی‌الحساب در مواعد مقرر و بازپرداخت اصل مبلغ اوراق در سررسید و سود قطعی آن در فاصله زمانی پنج ماه بعد از سررسید هستند. این تعهدات، در مورد اوراق مشارکت طرح‌های عمرانی اعم از آن که دولت و یا یکی از

۱. برای آشنایی بیشتر با «مرکز مدیریت بدهی‌های عمومی و روابط مالی» به مصوبه شماره ۲۳۶۰۹/ت/۵۰۱۸۳ هـ مورخ ۱۳۹۳/۰۳/۰۴ و یا تارنمای وزارت امور اقتصادی و دارایی رجوع شود.

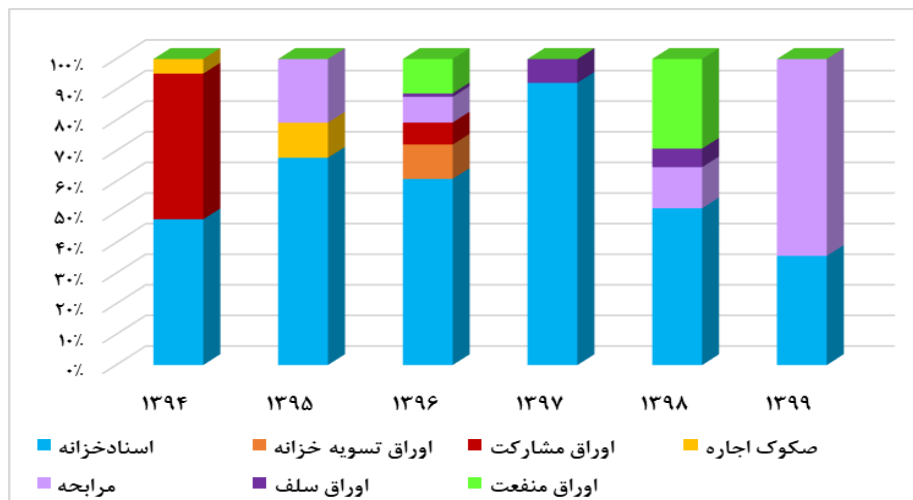
دستگاه‌های اجرایی مجری آن باشند توسط دولت تعهد و تضمین می‌شود و در مورد اوراق مشارکت منتشر شده توسط دستگاه‌های عمومی (به استثنای طرح‌های عمرانی) یا خصوصی، شخص حقوقی دیگری با عنوان ضامن، تعهدات ناشر را تضمین می‌کند. در مورد اوراق مشارکت بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، این بانک پرداخت اصل و سودهای متعلقه را در سررسیدهای مقرر، از طریق بانک‌های عامل تضمین می‌کند. جدول (۲۹) اوراق بدهی منتشر شده دولت طی دوره مورد بررسی را نشان می‌دهد، همان‌طور که ملاحظه می‌شود در سال‌های ۱۳۹۸ و ۱۳۹۹، به دلیل تحریم‌های اقتصادی و محدودیت‌های فروش نفت و فرآورده‌های آن، تأمین مالی از محل اوراق بدهی رشد قابل توجهی پیدا کرد. به گونه‌ای که در سال ۱۳۹۹ اوراق بدهی انتشار یافته دولتی حدود پنج (۵) برابر سال ۱۳۹۷ بوده است. اسناد خزانه و اوراق مرابحه از مهم‌ترین ابزار تأمین مالی در سال‌های اخیر بوده‌اند.

جدول ۳۰: اوراق بدهی منتشر شده دولت به تفکیک طی دوره ۱۳۹۹-۱۳۹۴ / میلیارد ریال / درصد

۱۳۹۹	۱۳۹۸	۱۳۹۷	۱۳۹۶	۱۳۹۵	۱۳۹۴	نوع اوراق / سال
۷۲۲,۰۰۰	۴۲۰,۰۰۰	۳۵۴,۳۴۰	۲۷۰,۶۲۰	۳۸۹,۴۹۷	۵۰,۰۰۰	اسناد خزانه
-	-	-	۵۰,۰۰۰	-	-	اوراق تسویه خزانه
-	-	-	۳۲,۰۰۰	-	۵۰,۰۰۰	اوراق مشارکت
-	-	-	-	۶۶,۰۰۰	۵,۰۰۰	صکوک اجاره
۱,۳۰۲,۰۰۰	۱۱۰,۰۰۰	-	۳۷,۳۸۰	۱۱۹,۶۰۰	-	مرابحه
-	۵۰,۰۰۰	۳۰,۰۰۰	۵,۰۰۰	-	-	اوراق سلف
-	۲۴۰,۰۰۰	-	۵۰,۰۰۰	-	-	اوراق منفعت
۲,۰۲۴,۰۰۰	۸۲۰,۰۰۰	۳۸۴,۳۴۰	۴۴۵,۰۰۰	۵۷۵,۰۹۷	۱۰۵,۰۰۰	جمع
۷۶,۲	۴۸,۳	۶۶,۵	۷۴,۰	۹۱,۶	۴۷,۸	نسبت اوراق مالی به کل واگذاری‌های دارایی‌های مالی عملکرد
۳۴,۶	۱۸,۹	۱۰,۹	۱۳,۹	۲۰,۳	۵,۲	نسبت اوراق مالی به کل منابع عمومی دولت عملکرد

مأخذ: گرمایی، ۱۴۰۰

جدول (۲۹) سهم اوراق بدهی دولتی به تفکیک سال را نشان می‌دهد، همان‌طور که ملاحظه می‌شود، استفاده از اوراق مختلف رویه مشخص را دنبال نمی‌کند. تنها اسناد خزانه بوده است که طی دوره بررسی مورد استفاده قرار گرفته است. سایر اوراق در برخی سال‌ها انتشار یافته‌اند. به عنوان نمونه، اوراق مشارکت از سال ۱۳۹۶ به این سو انتشار نیافته است. صکوک اجاره فقط در سال‌های ۱۳۹۴ و ۱۳۹۵ مورد استفاده قرار گرفته است. اوراق مرابحه و اسناد خزانه در سال ۱۳۹۹ تنها دو نوع اوراق بهادار مورد استفاده بوده‌اند.



نمودار ۴۳: انتشار اوراق دولتی طی دوره ۱۳۹۴-۱۳۹۹ / درصد

مأخذ: گرمایی، ۱۴۰۰

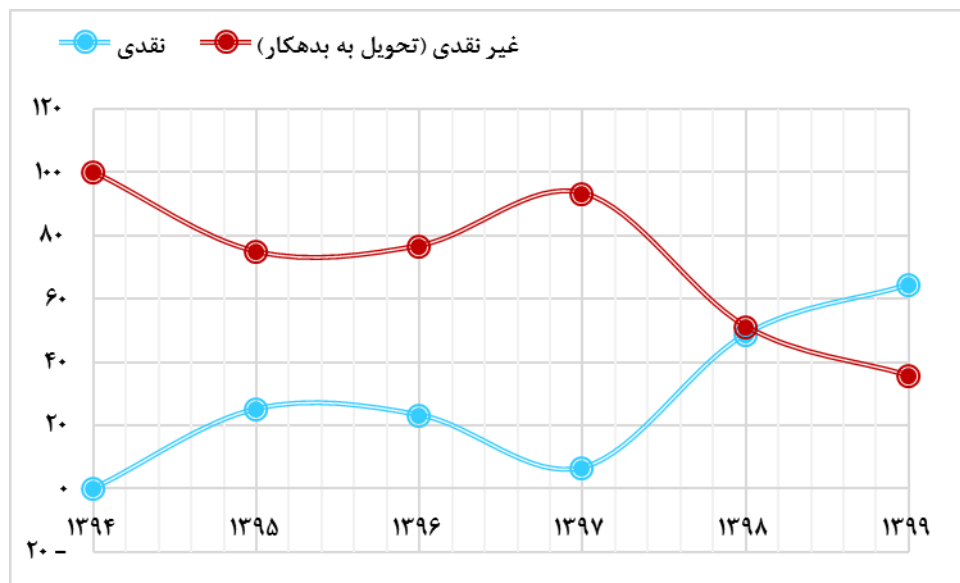
اوراق بدهکار دولتی از منظر نوع انتشار به دو دسته نقدی و غیرنقدی (تحویل به طلبکار) تقسیم‌بندی می‌شوند. اوراق غیرنقدی در قبال بدهی‌های دولت به پیمانکاران یا طلبکاران طرف حساب دولت واگذار می‌شود. بدیهی است این‌گونه اوراق منجر به جریان نقدی در خزانه نخواهد شد. اسناد خزانه اسلامی از متداول‌ترین اوراق غیرنقدی دولت می‌باشد. اوراق نقدی اوراقی است که به منظور تأمین مالی نقدی و به‌طور مستقیم به خریداران اوراق واگذار و منابع نقد ناشی از انتشار به خزانه‌داری کل کشور واریز می‌شود. جدول (۳۰) انتشار اوراق بدهی دولتی به تفکیک نقدی و تحویل به بدهکار طی دوره مورد بررسی را نشان می‌دهد، همان‌طور که ملاحظه می‌شود در سال‌های اخیر از اوراق بدهی به منظور تأمین مالی دولت استفاده شده است از این‌رو، بخش از اوراق مزبور را، اوراق نقدی شامل می‌شود، این مهم در سال ۱۳۹۹ شصت و چهار (۶۴) درصد اوراق دولتی را شامل می‌شود.

جدول ۳۱: انتشار اوراق دولتی به تفکیک نقدی و غیرنقدی / درصد

سال	شرح / سال	۱۳۹۴	۱۳۹۵	۱۳۹۶	۱۳۹۷	۱۳۹۸	۱۳۹۹
۶۴	نقدی	-	۲۵	۲۳	۷	۴۹	۶۴
۳۶	غیر نقدی (تحویل به بدهکار)	۱۰۰,۰	۷۵	۷۷	۹۳	۵۱	۳۶

مأخذ: یافته‌های پژوهش

جدول (۳۰) میزان اوراق نقدی و غیرنقدی طی دوره مورد بررسی را نشان می‌دهد. همان‌طور که ملاحظه می‌شود به‌جز سال ۱۳۹۹، در سایر سال‌ها انتشار اوراق بدهی به صورت غیرنقدی و تحویل آن به بدهکاران دولت از اوراق نقدی بالاتر بوده است. به‌گونه‌ای که در سال ۱۳۹۴ کلیه اوراق دولتی به منظور تسویه بدهی‌های دولت انتشار یافت. در سال‌های اخیر با کاهش فروش نفت ناشی از تحریم‌های اقتصادی و کسری بودجه دولت، انتشار اوراق علاوه بر تسویه بخشی از بدهی‌های دولت، به منظور جذب منابع نقدی نیز مورد توجه قرار گرفته است.



نمودار ۴۴: انتشار اوراق دولتی به تفکیک نقدی و غیرنقدی / درصد
مأخذ: یافته‌های پژوهش

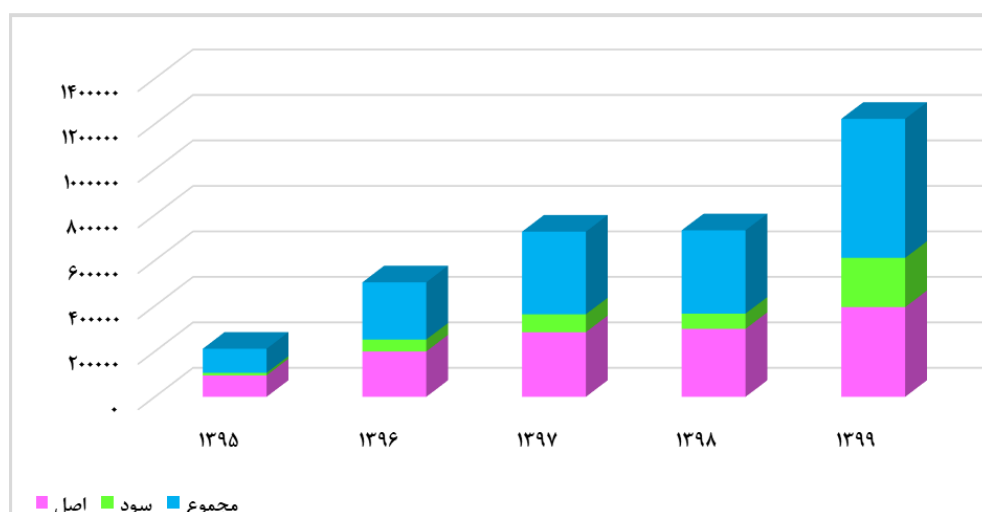
جدول (۳۱) عملکرد تسویه اوراق مالی انتشار یافته طی دوره ۱۳۹۹-۱۳۹۵ را نشان می‌دهد. همان‌طور که ملاحظه می‌شود، در سال ۱۳۹۹ بالاترین میزان بازپرداخت تعهدات انجام شده است، سهم پرداخت اصل و سود تعهدات در سال یاد شده به ترتیب حدود شصت و پنج (۶۵) و سی و پنج (۳۵) درصد است.

جدول ۳۲: عملکرد تسویه اوراق مالی طی دوره ۱۳۹۹-۱۳۹۵ / میلیارد ریال

سال	۱۳۹۹	۱۳۹۸	۱۳۹۷	۱۳۹۶	۱۳۹۵	شرح / سال
اصل	۳۹۴.۷۲۲	۲۹۸.۹۴۱	۲۸۴.۴۳۲	۱۹۹.۵۹۱	۹۴.۲۹۳	
سود	۲۱۶.۴۹۰	۶۷.۲۰۰	۷۸.۷۸۸	۵۲.۳۲۰	۱۱.۴۶۵	
مجموع	۶۱۱.۲۱۲	۳۶۶.۱۴۱	۳۶۳.۲۲۰	۲۵۱.۹۱۱	۱۰۵.۷۵۸	

مأخذ: سازمان برنامه و بودجه کشور

در نمودار (۴۵) عملکرد تسویه تعهدات دولت از محل اوراق مالی طی دوره ۱۳۹۵-۱۴۰۰ نشان داده شده است.



نمودار ۴۵: عملکرد تسویه اوراق طی دوره ۱۳۹۹-۱۳۹۵ / میلیارد ریال
 مأخذ: سازمان برنامه و بودجه کشور

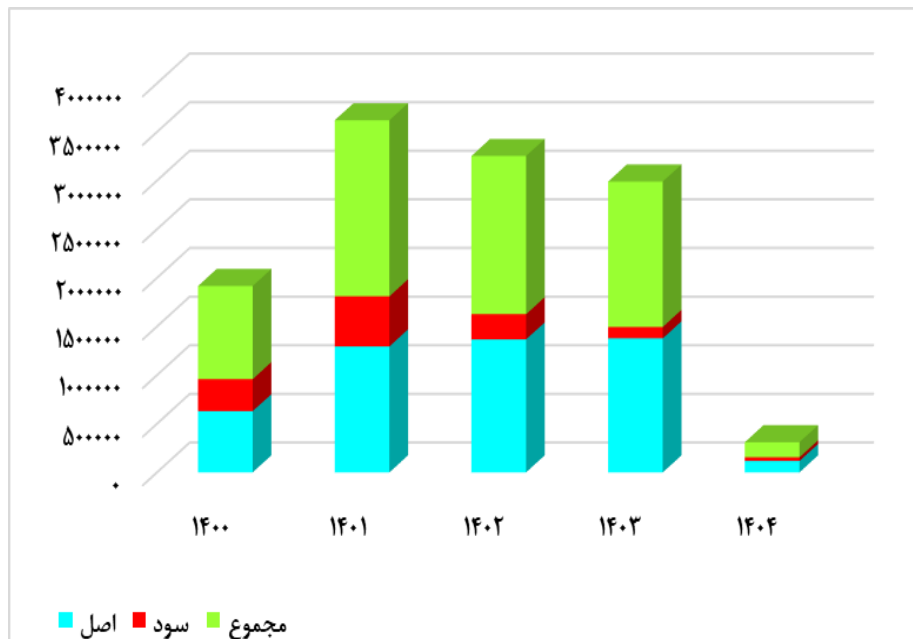
بر اساس آمار سازمان برنامه و بودجه کشور، تعهدات دولت از محل انتشار اوراق مالی طی دوره ۱۴۰۰ - ۱۴۰۴ به شرح جدول (۳۲) است. همان‌طور که ملاحظه می‌شود بالاترین میزان بدهی دولت مربوط به سال ۱۴۰۲ خواهد بود. کمترین میزان بدهی نیز مربوط به سال ۱۴۰۴ است؛ زیرا این اوراق انتشار یافته تا پایان سال ۱۳۹۹ را دربر می‌گیرد و معمولاً سررسید اوراق مالی در ایران سه (۳) ساله است.

جدول ۳۳: تعهدات دولت طی دوره ۱۴۰۰-۱۴۰۴ ناشی از اوراق مالی انتشار یافته تا پایان سال ۱۳۹۹ / میلیارد ریال

سال / شرح	۱۴۰۰	۱۴۰۱	۱۴۰۲	۱۴۰۳	۱۴۰۴
اصل	۶۲۹,۲۳۱	۱,۲۹۴,۶۷۰	۱,۳۶۷,۰۰۰	۱,۳۷۸,۰۸۰	۱۱۶,۷۵۰
سود	۳۲۸,۸۳۰	۵۱۵,۴۴۰	۲۵۹,۵۶۰	۱۱۶,۹۳۰	۳۸,۳۲۰
مجموع	۹۵۸,۰۶۱	۱,۸۱۰,۱۱۰	۱,۶۲۶,۵۶۰	۱,۴۹۵,۰۱۰	۱۵۵,۰۷۰

مأخذ: سازمان برنامه و بودجه کشور

در نمودار (۴۶) میزان بازپرداخت تعهدات دولت به تفکیک سود و اصل طی دوره ۱۴۰۰-۱۴۰۴ را نشان می‌دهد، همان‌طور که ملاحظه می‌شود بالاترین میزان بازپرداخت سود مربوط به سال ۱۴۰۰ است که بیش از سی (۳۰) درصد کل تعهدات را دربر می‌گیرد که این میزان در سال ۱۴۰۳ سهمی کمتر از ده (۱۰) درصد خواهد بود.



نمودار ۴۶: تعهدات دولت برای بازپرداخت اوراق مالی منتشر شده تا سال ۱۳۹۹ طی دوره ۱۴۰۰ تا ۱۴۰۴/میلیارد ریال
 مأخذ: سازمان برنامه و بودجه کشور

با توجه به آنچه تاکنون مورد بررسی قرار گرفته است، دولت‌ها به منظور تأمین کسری بودجه و تأمین منابع عمومی در شرایط بحران متوسل به دیگر شیوه‌های تأمین مالی می‌شوند. شایان توجه است، کسری بودجه از پدیده‌های رایج در اقتصاد کشورها به شمار می‌آید. دولت‌ها در اقتصاد در راستای دستیابی به توسعه و بهبود وضعیت اقتصادی، با پدیده کسری بودجه مواجه می‌شوند. به لحاظ نظری و تجربی، ادبیات گسترده‌ای درباره مزایا و معایب پدیده کسری بودجه وجود دارد، اما بحث اصلی درباره این پدیده، نحوه جبران کسری بودجه است. همچنین، بر اساس تجارب حاصل شده، به‌طور کلی «انتشار اوراق»، «انتشار پول»، «استقراض از خارج» و «فروش دارایی‌ها» از مهم‌ترین شیوه‌های تأمین مالی برای جبران کمبود منابع می‌باشد. اما سه شیوه از موارد صدراشاره موجب بدهکار شدن دولت می‌شوند که در صورتی افزایش بدهی ادامه‌دار باشد می‌تواند به بحران بدهی منجر شود. در ادامه به این موضوع در سطح بین‌المللی پرداخته شده است.

۵- بحران‌های بدهی در اقتصاد بین‌الملل

اقتصاد جهانی طی ۵۰ سال گذشته چهار موج انباشت بدهی گسترده را تجربه کرده است. در آخرین موجی که از سال ۲۰۱۰ آغاز شده است، نسبت بدهی جهانی بر اساس گزارش مؤسسه بین‌المللی مالی^۱ به بالاترین سطح خود در تاریخ - ۲۸۱ تریلیون دلار (۳۵۶ درصد از تولید ناخالص داخلی) در پایان سال ۲۰۲۰- رسیده است که این رقم سی و پنج (۳۵) درصد بیشتر از سال ۲۰۱۹ است. این میزان رشد در بدهی‌ها، تعداد زیادی از کشورها از جمله ایالات متحده آمریکا را به سطوح بالایی از بدهی می‌رساند که بسیار فراتر از آن چیزی است که اقتصاددانان در گذشته غیر قابل تحمل می‌دانستند. بدهی بخش خصوصی غیرمالی به تنهایی حدود صد و هفتاد (۱۷۰) درصد از تولید ناخالص داخلی جهان را تشکیل می‌دهد. بدهی دولتی که در پایان سال ۲۰۱۹، با رشد چهار و سه دهم (۴،۳) تریلیون دلاری به هشتاد و هشت (۸۸) درصد از تولید ناخالص داخلی افزایش یافته بود. حال با افزایش حدوداً سه (۳) برابری - ۱۲ تریلیون دلار در سال ۲۰۲۰- به صد و پنج (۱۰۵) درصد از تولید ناخالص داخلی جهان رسیده است. همچنین بدهی بخش مالی بیش از پنج (۵) درصد رشد کرده و به هشتاد و شش (۸۶) درصد از تولید ناخالص داخلی در پایان ۲۰۲۰ رسیده است. این بیشترین میزان رشد بدهی در بخش مالی، از سال ۲۰۰۷ بوده است.

این وضعیت در مناطق مختلف جهان نیز قابل مشاهده است. شیوع ویروس کرونا باعث شده دولت‌ها در سراسر جهان بسته‌های محرک مالی بی‌سابقه‌ای را برای مقابله با دومین رکود اقتصادی تاریخ پس از رکود بزرگ^۲ اعمال کنند (بالدوین و ودر دی ماورو،^۳ ۲۰۲۰؛ بیکر و همکاران،^۴ ۲۰۲۰). بر اساس آمار صندوق بین‌المللی پول نسبت بدهی به تولید ناخالص داخلی در پایان ۲۰۲۰ در کشورهای در حال توسعه^۵ و توسعه یافته^۶ به ترتیب صد و هشتاد (۱۸۰) و هشتاد و پنج (۸۵) است. وضعیت در کشورهای در حال توسعه نگران‌کننده است، چراکه طی ۱۰ سال گذشته نسبت بدهی به تولید ناخالص داخلی بیش از شصت و چهار (۶۴) درصد رشد کرده و نسبت بدهی دولت به تولید ناخالص داخلی رشد نه (۹) درصدی را در سال ۲۰۲۰ تجربه کرده که بالاترین میزان رشد از اواخر دهه ۱۹۸۰ است که کشورهای مذکور بحران بزرگ بدهی را پشت سر گذاشتند.

حتی پیش از شیوع ویروس کرونا اقتصاد جهانی موج جدیدی از انباشت بدهی را تجربه کرده بود. موجی که از سال ۲۰۱۰ شروع شد و به بزرگ‌ترین، سریع‌ترین و گسترده‌ترین رشد بدهی جهانی در پنج دهه گذشته تبدیل شده و تاکنون ادامه دارد، به عنوان موج چهارم بدهی شناخته می‌شود. همه امواج بدهی قبلی در نهایت منجر

1. Institute of International Finance
2. Great Depression
3. Baldwin and Weder di Mauro 2020
4. Baker et al. 2020
5. Advanced Economics (AE)
6. Emerging Market and Developing Economies (EMDEs)

به بحران‌های گسترده‌ای شده‌اند مانند بحران بدهی آمریکای لاتین در دهه ۱۹۸۰ و بحران مالی جنوب شرق آسیا در اواخر دهه ۹۰ میلادی.

در این بخش به بررسی وضعیت بدهی‌ها در اقتصاد جهانی، ارزیابی نسبت‌های بدهی دولت‌ها و بخش خصوصی و خطر بروز بحران بدهی و در نتیجه بحران مالی اقتصادی در سطح بین‌المللی پرداخته می‌شود.

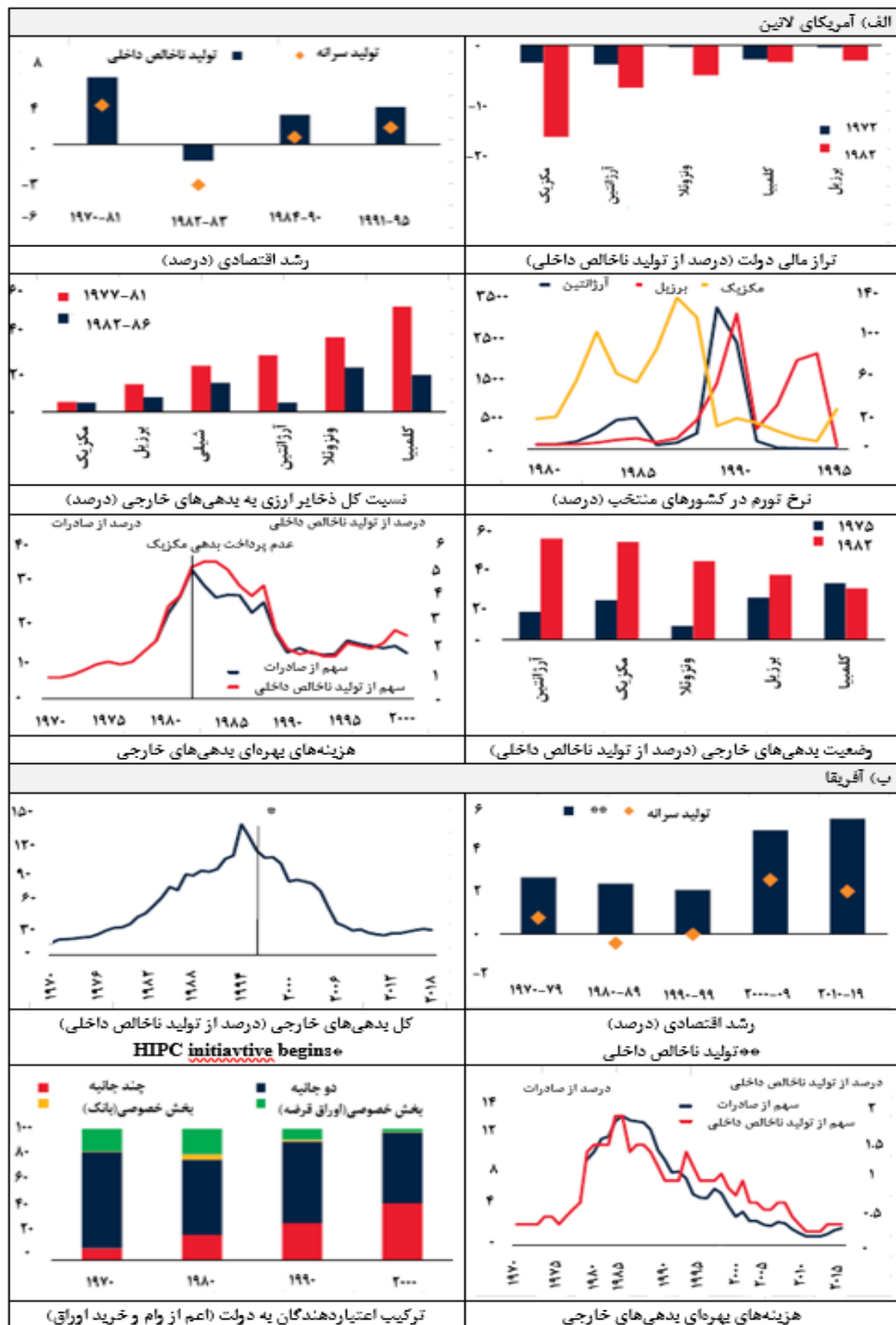
۵-۱- امواج پیشین بدهی؛ پایان دراماتیک

تا پیش از بحران پاندمی کووید-۱۹، سه موج انباشت بدهی از سال ۱۹۷۰ تا ۲۰۱۰ رخ داده بود که همگی آن‌ها در نهایت منجر به بروز بحران‌های بزرگ مالی و اقتصادی در مناطق مختلف جهان شدند. در اغلب کشورهایی که با موج انباشت بدهی منتج به بحران شده است، شواهدی از اعمال ترکیب‌های مختلفی از سیاست‌های اقتصاد کلان ناپایدار و وجود ضعف‌های ساختاری و نهادی وجود دارد. خلق بدهی توسط دولت‌ها عمدتاً زمینه‌ساز افزایش استراتژی‌های جایگزینی واردات، عدم توزیع صحیح منابع و یا توسعه بخش‌های ناکارآمد می‌شد که در نتیجه درآمد صادراتی را افزایش نمی‌داد و حاکمیت شرکتی ضعیفی را به دنبال داشت. بسیاری از اقتصادهای بحران‌زده، دارای ضعف‌های شدید در چارچوب سیاست‌های پولی و مالی خود بودند از جمله ضعف در جمع‌آوری درآمدها شامل درآمدهای مالیاتی و ...، فرار گسترده مالیاتی، رشد زیاد دستمزد و پرداختی به بازنشستگان متناسب با تورم، پولی‌سازی کسری بودجه دولت یا سایر نیازهای تأمین مالی، سطوح بالای مصرف انرژی و پرداخت یارانه‌های غذایی و انرژی گسترده. علاوه بر این، کشورهای درگیر بحران عمدتاً به ارز خارجی وام گرفته‌اند و نرخ ارز را به صورت مدیریت شده و نه شناور کنترل می‌کنند، در حالی که مقررات نظارت بر بانک‌ها و مؤسسات مالی اغلب ضعیف است.

۵-۱-۱- موج اول بدهی - آمریکای لاتین و جنوب آفریقا

اولین موج بدهی بین سال‌های ۱۹۷۰ تا ۱۹۸۰ با استقراض گسترده دولت‌های آمریکای لاتین و منطقه کارائیب و همچنین کشورهای کم‌درآمد به‌ویژه در جنوب قاره آفریقا روی داد. ترکیبی از نرخ‌های بهره واقعی پایین و بازار رو به توسعه وام‌های سندیکایی^۱، دولت‌های مذکور را به استقراض گسترده ترغیب کرد. بازپرداخت بدهی‌ها و تجدید ساختار بدهی‌ها در موج اول با معرفی طرح برادی در اواخر دهه ۱۹۸۰ برای بیشتر کشورهای آمریکای لاتین پایان یافت. طرحی که از طریق تبدیل وام‌های سندیکا به اوراق بدهی دولت با وثیقه اوراق قرضه خزانه‌داری آمریکا تلاش کرد تا ضمن بازپرداخت بدهی، به بحران بدهی کشورهای مذکور در اواخر دهه ۱۹۸۰ پایان دهد. این بحران برای کشورهای فقیر آفریقایی تا اواسط دهه ۱۹۹۰ و اوایل دهه ۲۰۰۰ ادامه داشت و بدهی شدید را ایجاد کرد که با هدایت و کمک بانک جهانی و صندوق بین‌المللی پول بازپرداخت شد.

۱. وام‌های عمدتاً با مبالغ سنگینی که از طریق مجموعه‌ای از وام‌دهندگان شامل یک یا چند بانک یا موسسه مالی که با یکدیگر همکاری می‌کنند به یک قرض گیرنده اعم از دولت، شرکت یا پروژه اختصاص می‌یابد (Syndicated loans).

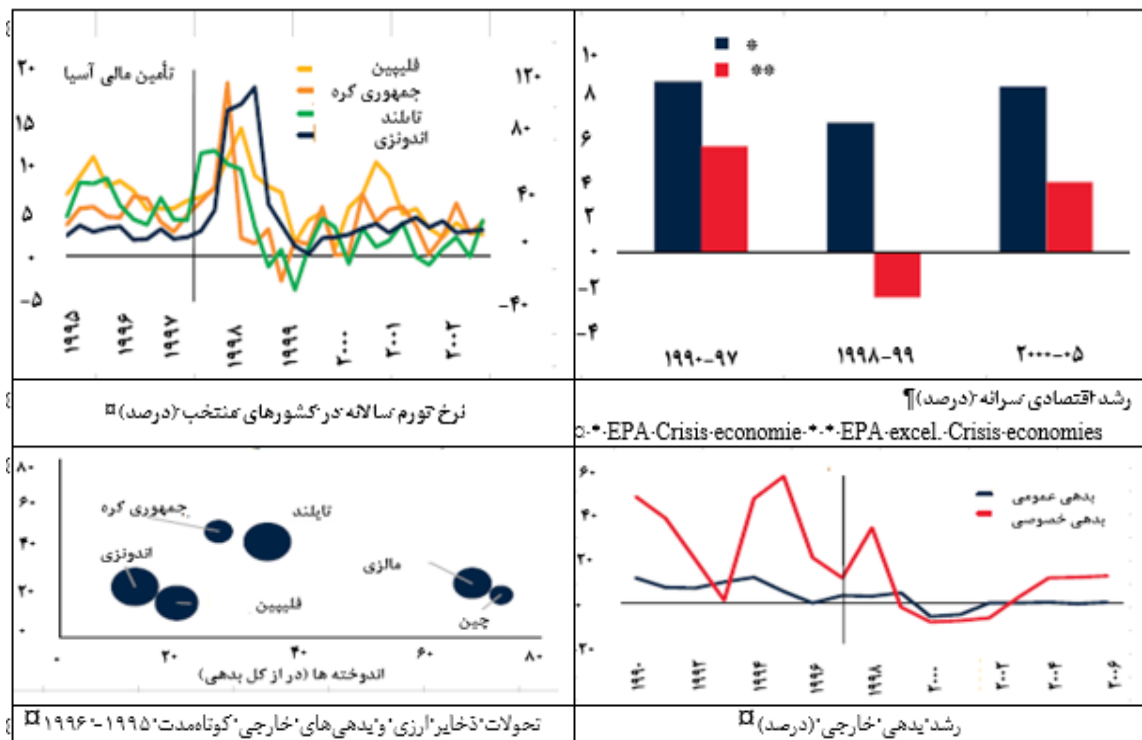


نمودار ۴۷: وضعیت بدهی در کشورهای آمریکای لاتین و آفریقا

مأخذ: بانک جهانی و صندوق بین‌المللی پول

۵-۱-۲- موج دوم بدهی - جنوب شرق آسیا و اقیانوسیه

موج دوم بدهی از سال ۱۹۹۰ آغاز شد و تا اوایل دهه ۲۰۰۰ ادامه داشت. در این موج، آزادسازی بازارهای مالی و جریان سرمایه در کشورهای شرق آسیا و اقیانوسیه و کشورهای بلوک شرق اروپا و مرکز آسیا باعث شد بانک‌ها و شرکت‌های تجاری نسبت به اخذ استقراض گسترده و اخذ وام‌های با مبالغ زیاد، به‌ویژه به ارزهای خارجی اقدام کنند. این امر به مرور زمینه‌ساز شکل‌گیری مجموعه‌ای از بحران‌های مالی و اقتصادی شد در فاصله سال‌های ۱۹۹۷ تا ۲۰۰۱ شد.

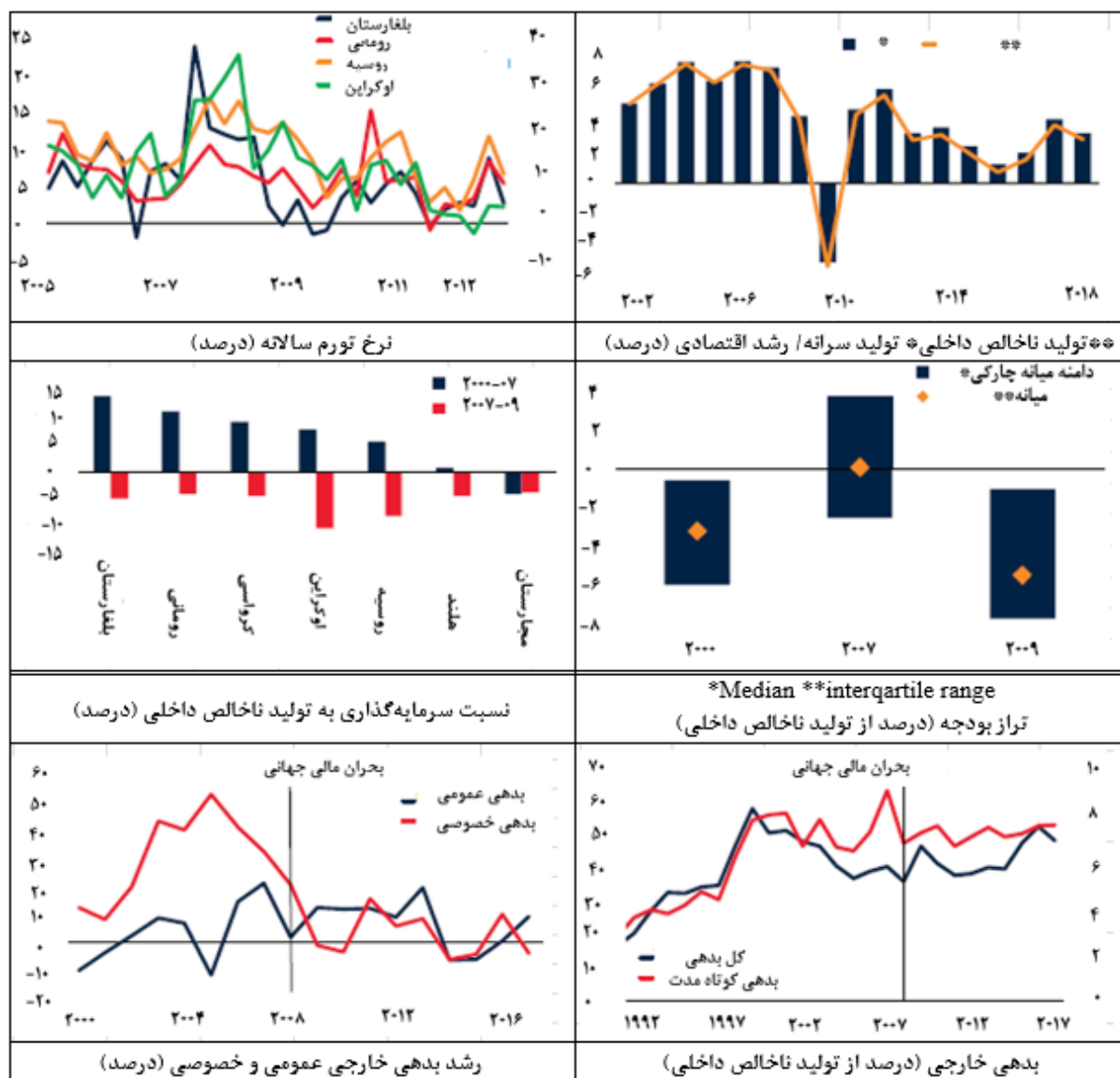


نمودار ۴۸: انباشت بدهی را در کشورهای جنوب شرق آسیا

مأخذ: بانک جهانی، صندوق بین‌المللی پول و فدرال رزرو

۵-۱-۳- موج سوم بدهی- بحران مالی بزرگ

موج بعدی بدهی در اوایل دهه ۲۰۰۰ کلید خورد و در فاصله سال‌های ۲۰۰۷ تا ۲۰۰۹ به بحران بزرگ مالی^۱ در سطح جهانی و رکود گسترده در بسیاری از کشورها منجر شد. در این موج، پس از تسهیل مقررات بانکی برای پرداخت تسهیلات، بخش خصوصی در اروپا و آسیای مرکزی شروع به اخذ وام‌های کلان از بانک‌های بزرگ اتحادیه اروپا کرد.



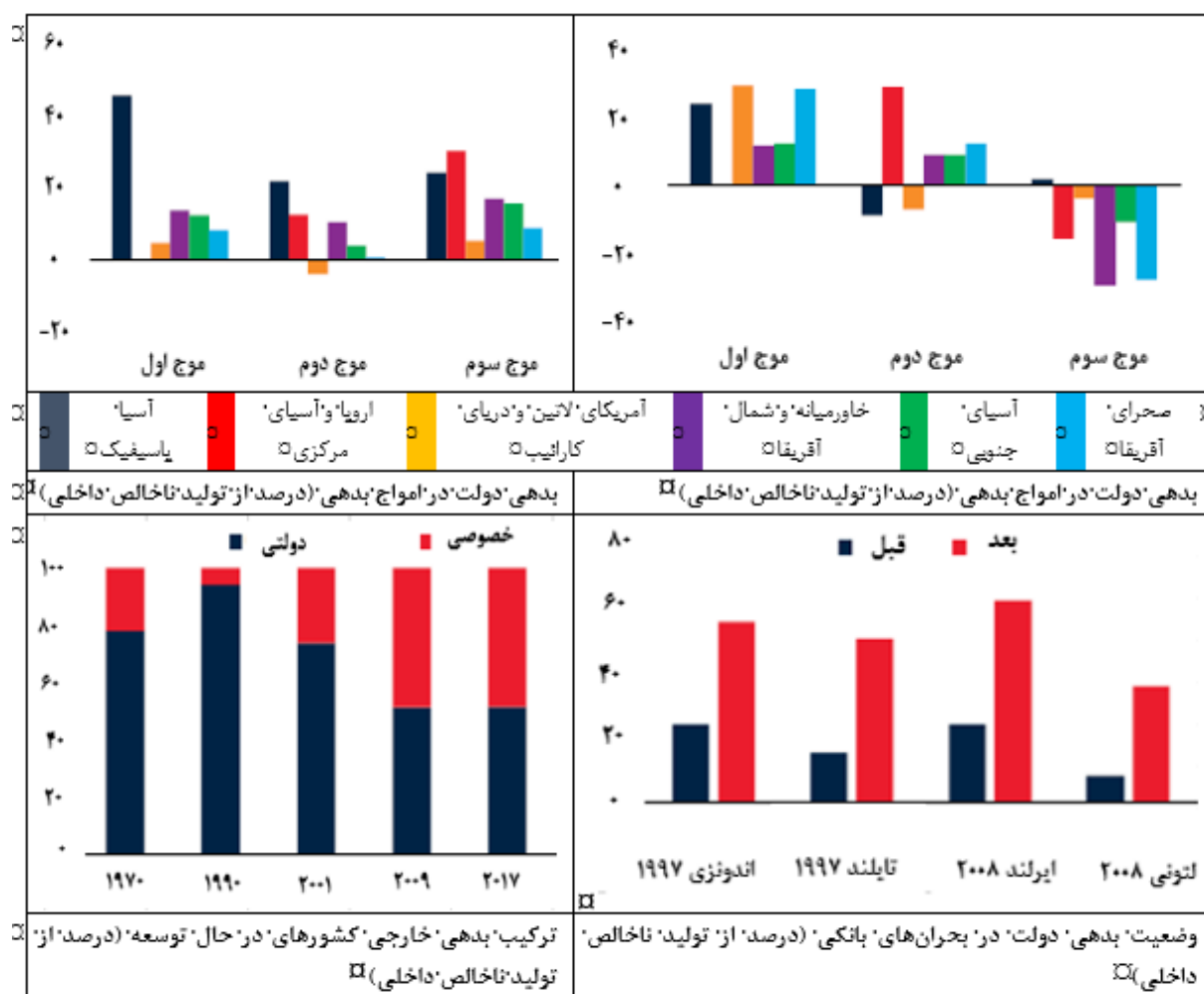
نمودار ۴۹: وضعیت کشورهای اروپا و آسیای مرکزی را در موج سوم انباشت بدهی

مأخذ: بانک جهانی، صندوق بین‌المللی پول و فدرال رزرو

۵-۲- شباهت‌ها و تفاوت‌های بحران‌های پیشین

سه موج پیشین بدهی در دوره‌هایی با نرخ بهره واقعی پایین شروع شد و اغلب با نوآوری‌های مالی یا تغییرات در بازارهای مالی که زمینه استقراض گسترده را فراهم می‌کرد، تسهیل و حمایت شد. این موج‌ها عمدتاً با بحران‌های مالی گسترده و همزمان با بروز رکود اقتصاد جهانی (۱۹۸۲، ۱۹۹۱ و ۲۰۰۹) یا رکود منطقه‌ای (۱۹۹۸ و ۲۰۰۱) پایان یافت. این بحران‌ها معمولاً در اثر شوک‌هایی که ریسک‌گریزی سرمایه‌گذاران، حق بیمه ریسک یا هزینه‌های استقراض را افزایش داده و در نتیجه توقف ناگهانی ورود سرمایه و تعمیق رکود را به دنبال داشت، تشدید شدند. بروز بحران یا چالش‌های اقتصادی ناشی از انباشت بدهی در کشورهای با بدهی خارجی بیشتر و ذخایر بین‌المللی کمتر، به‌ویژه در کوتاه‌مدت، محتمل‌تر بوده است. متعاقب بحران‌های مالی معمولاً اصلاحاتی برای کاهش آسیب‌پذیری و تقویت چارچوب‌های سیاستی دنبال شد. برای مثال بسیاری از کشورهای در حال توسعه، هدف‌گذاری تورم، انعطاف‌پذیر نمودن نرخ ارز، تصویب و پیاده‌سازی قواعد مالی^۱ و نظارت بیشتر بر بخش مالی را در دستور کار قرار دادند.

تفاوت‌های مهمی بین سه موج اول وجود دارد. ابزارهای مالی مورد استفاده برای استقراض با ظهور ابزارها و روش‌های جدید به مرور تکامل یافتند. ماهیت وام‌گیرندگان در بازارهای بین‌المللی تغییر کرد، به طوری که بخش خصوصی به تدریج سهم فزاینده‌ای از بدهی‌ها، به خود اختصاص داد. شدت آسیب بحران‌های مالی ناشی از افزایش بدهی نیز بین موج‌ها و مناطق مختلف، متفاوت بود. خسارات در پی بروز موج اول زمانی که اکثر انباشت بدهی و استقراض توسط دولت‌ها صورت گرفت، بسیار زیاد بود. در همین حال در بسیاری از کشورهای در حال توسعه، پس از بهره‌گیری از تجارب موج‌های اول و دوم و بهبود چارچوب سیاست‌گذاری، شواهدی مبنی بر کاهش پیامدهای منفی در زمان بروز بحران مالی جهانی در پایان موج سوم وجود دارد. نمودار (۵۰) تحولات بدهی دولت و بخش خصوصی را در کشورهای در حال توسعه طی سه موج پیشین بدهی به تصویر می‌کشد.



نمودار ۵۰: تحولات بدهی دولت و بخش خصوصی را در کشورهای در حال توسعه طی سه موج پیشین بدهی
 مأخذ: بانک جهانی و صندوق بین‌المللی پول

۵-۳- موج چهارم: بزرگ‌تر، سریع‌تر و گسترده‌تر

آخرین موج انباشت بدهی که در سال ۲۰۱۰ شروع شده، نگران‌کننده‌تر از امواج قبلی به نظر می‌رسد. در این موج متوسط افزایش سالانه بدهی به تولید ناخالص داخلی از سال ۲۰۱۰ تاکنون بیش از هفت (۷) واحد درصد بوده است و در سال ۲۰۲۰ نسبت به سال قبل آن، این افزایش به بیش از نه (۹) درصد رسیده است. ارقامی که بسیار بالاتر از متوسط رشد بدهی نسبت به هر سه موج قبلی است. علاوه بر این، در حالی که امواج قبلی عمدتاً ماهیتی منطقه‌ای داشتند، موج چهارم بسیار فراگیر است؛ به طوری که در هشتاد (۸۰) درصد کشورهای در حال توسعه بدهی افزایش یافته و در حداقل یک سوم این اقتصادها، نسبت بدهی به تولید ناخالص داخلی، بیش از بیست (۲۰) درصد افزایش یافته است. موج کنونی انباشت بدهی شباهت‌هایی هم با موج قبلی دارد. نرخ‌های بهره جهانی از زمان بحران مالی جهانی بسیار پایین بوده و این امر به افزایش استقراض در کشورهای در حال توسعه و توسعه یافته کمک کرده است. برخی تغییرات عمده در بازارهای مالی نیز زمینه‌ساز افزایش

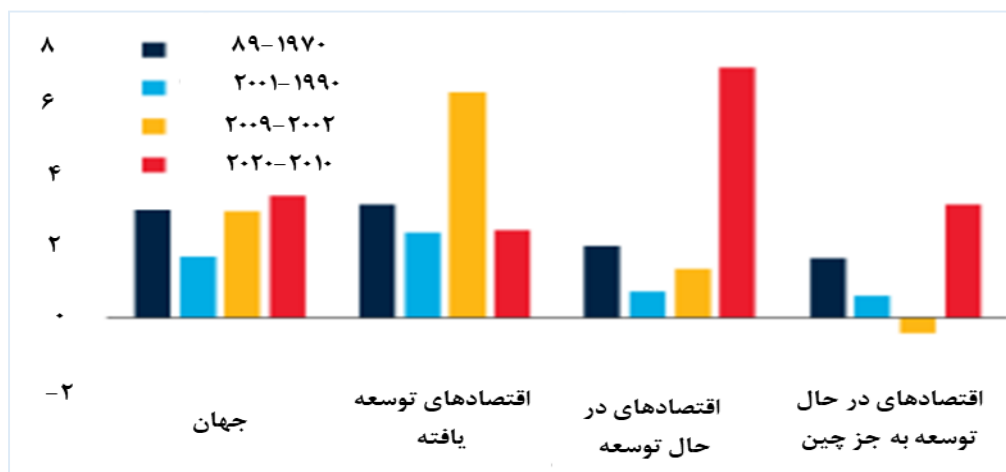
استقراض شده که از آن جمله می‌توان افزایش بانک‌های منطقه‌ای، افزایش تمایل به خرید اوراق قرضه داخلی و افزایش تقاضا برای خرید اوراق بدهی توسط نهادهای مالی غیربانکی در کشورهای در حال توسعه اشاره کرد. سرعت انباشت بدهی نیز از اهمیت زیادی برخوردار است. از سال ۱۹۷۰ به این سو، انباشت سریع بدهی در صد (۱۰۰) کشور در حال توسعه روی داده است که طی آن بدهی دولت معمولاً تا حدود سی (۳۰) درصد از تولید ناخالص داخلی و بدهی بخش خصوصی تا پانزده (۱۵) درصد از تولید ناخالص داخلی رشد می‌کند. این رشد در موج چهارم بسیار گسترده‌تر بوده است و بیش از ۱۷۰ کشور از سال ۲۰۱۰ تاکنون با انباشت سریع بدهی روبه‌رو بوده‌اند.

همچنین مانند امواج قبلی، به نظر می‌رسد در پایان این موج خطرات و آسیب‌های اقتصادی زیادی متوجه اقتصاد دنیا باشد، زیرا موج کنونی نیز در شرایط رکود گسترده اقتصادی یک دهه اخیر تداوم یافته است. کندی رشد جهانی و دوره‌های بی‌ثباتی مالی اغلب کاتالیزور بحران‌ها بوده است، اما کشورهای مختلف دنیا هنوز بحران مالی یا اقتصادی قابل ملاحظه‌ای را تجربه نکرده‌اند. در موج چهارم حتی پیش از شیوع همه‌گیری، فضای مالی دولت‌ها بسیار محدود شده و با گسترش بیماری کرونا و اجرای بسته‌های حمایتی، این فضا تنگ‌تر نیز شده است؛ با توجه به کسری بودجه بزرگ دولت‌ها و حرکت به سمت نسبت‌های بالاتری از بدهی ناشی از شیوع کرونا و در عین حال چشم‌انداز تداوم نرخ‌های بهره پایین در کوتاه‌مدت، موج فعلی انباشت بدهی می‌تواند از الگوی تاریخی پیروی کرده و با بحران مالی در این اقتصادها به اوج خود برسد. در واقع همه‌گیری کرونا، پیامدهای موج چهارم بدهی را خطرناک‌تر کرده است. در حال حاضر سیاست‌های پولی انبساطی بی‌سابقه از طریق کاهش هزینه‌های استقراض و تأمین مالی را کاهش داده و بازارهای مالی را آرام نگه داشته است. این مدل سیاستی اگرچه در میانه بحران اقتصادی می‌تواند از ورشکستگی بنگاه‌ها و بی‌ثباتی بازارها جلوگیری کند، اما با کاهش آثار بحران و بازگشت شرایط عادی، می‌تواند زمینه‌ساز افزایش ریسک و تنش‌های مالی و یا خروج سرمایه شود. علاوه بر این، برای کشورهای در حال توسعه این خطر وجود دارد که پیشرفت‌های ایجاد شده در بخش پولی و الگوی ارائه اعتبارات بانک مرکزی، بخش مالی و همچنین نظام بودجه‌ریزی و پایدارسازی بودجه طی دو دهه گذشته، در نتیجه سیاست‌های تهاجمی یکی دو سال اخیر از بین برود.

۵-۳-۱- اندازه و سرعت افزایش بدهی

همان‌طور که پیش‌تر اشاره شد، افت قابل توجه بخش حقیقی اقتصاد که با سیاست‌های انبساطی بی‌سابقه‌ای همراه شده، افزایش شدید نسبت بدهی به تولید ناخالص داخلی را به دنبال داشته است. نمودار (۵۱) وضعیت تغییرات سالانه نسبت بدهی را در طول چهار (۴) موج بحران بدهی در سطح جهان، کشورهای توسعه یافته کشورهای در حال توسعه و همچنین کشورهای در حال توسعه به استثنای چین نشان می‌دهد. بر این اساس در موج اول، دوم و سوم انباشت بدهی همواره کشورهای توسعه یافته نقش مهم‌تری داشته و رشد سالانه بالایی

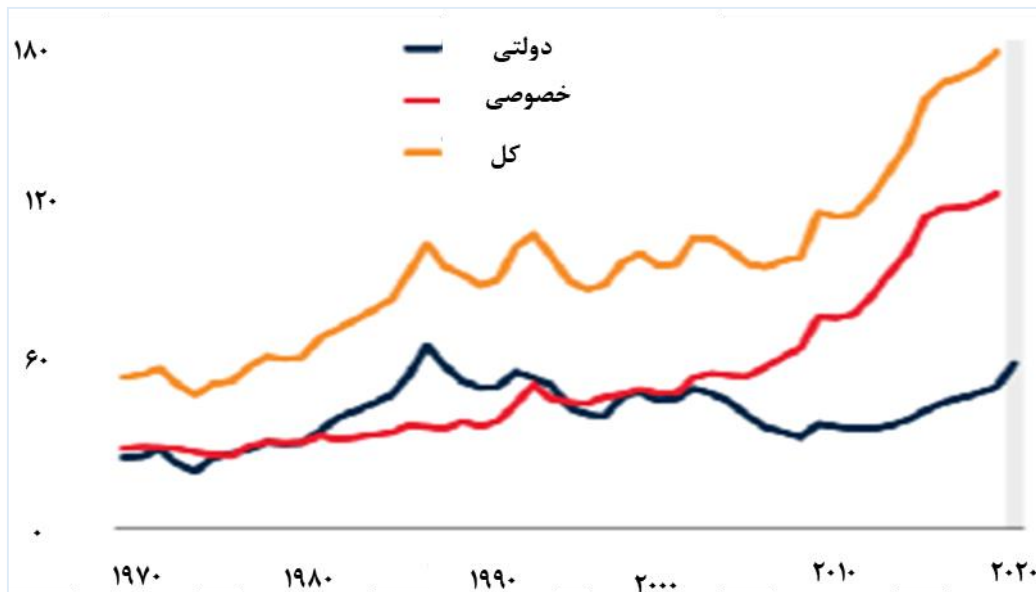
از بدهی را تجربه کرده‌اند، اما در موج چهارم برخلاف سه دوره قبلی این کشورهای در حال توسعه هستند که ضمن شکستن رکوردهای رشد بدهی سالانه در جهان به پیشران رشد موج چهارم بدهی تبدیل شده‌اند.



نمودار ۵۱: رشد نسبت بدهی به تولید ناخالص داخلی در طی ۴ موج بدهی (درصد از تولید ناخالص داخلی در هر سال)
مأخذ: بانک جهانی ۲۰۲۱

همان‌طور که در نمودار پیشین ملاحظه شد در موج چهارم بدهی، بدهی‌ها به شکل قابل ملاحظه‌ای افزایش یافته و رشد بدهی بخش خصوصی به طور مشخص نقش ویژه‌ای در سرعت گرفتن موج چهارم داشته است. به گونه‌ای که سطح بدهی آن‌ها در پایان سال ۲۰۲۰ به صد و بیست (۱۲۰) درصد تولید ناخالص داخلی رسیده است. همچنین نسبت بدهی دولت به تولید ناخالص داخلی در پایان سال ۲۰۲۰ به بیش از صد و پنج (۱۰۵) درصد از تولید ناخالص داخلی و سرعت رشد بدهی دولت به تولید ناخالص داخلی برای اولین بار به بیش از نه (۹) درصد در یک سال رسیده است.

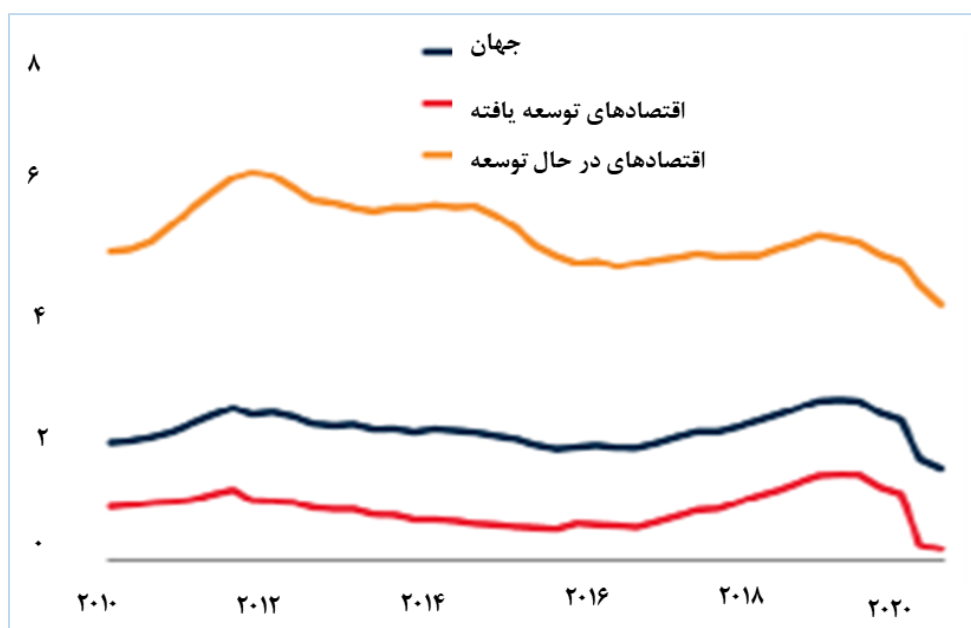
در مقابل، مجموع بدهی اقتصادهای پیشرفته در موج چهارم تغییر چندانی نداشته است، زیرا با وجود افزایش نسبت‌های بدهی دولتی، بدهی بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی کاهش یافته است. با این حال، انتظار می‌رود که در سال جاری با تداوم وضعیت رکودی، رشد بدهی‌های بخش دولتی و خصوصی به طور چشمگیری افزایش یابد؛ به طوری که پیش‌بینی می‌شود نسبت بدهی دولتی به تولید ناخالص داخلی در این کشورها به صد و بیست و چهار (۱۲۴) درصد برسد. نمودار (۵۲) وضعیت نسبت بدهی به تولید ناخالص داخلی جهانی در ۵۰ سال گذشته طی دوره ۱۹۷۰-۲۰۲۰ به تفکیک دولتی، خصوصی و کل را نشان می‌دهد.



نمودار ۵۲: وضعیت نسبت بدهی به تولید ناخالص داخلی در ۵۰ سال گذشته (درصد از تولید ناخالص داخلی)
 مأخذ: بانک جهانی ۲۰۲۱

۵-۳-۲- نرخ بهره پایین جهانی

در آغاز همه‌گیری کرونا، بازارهای مالی در کشورهای در حال توسعه تحت فشار قابل توجهی قرار گرفتند که با عرضه گسترده اوراق بدهی دولتی به این بازارها، از یک طرف ثبات و امنیت نسبی بازگشت و در عین حال خروج عظیم سرمایه را به دنبال داشته است. در کشورهای توسعه یافته شرایط کمی متفاوت است. در نتیجه سیاست تسهیل مقداری بانک‌های مرکزی در اقتصادهای توسعه یافته ریسک مالی کاهش یافته است. پس از شیوع همه‌گیری تقریباً همه بانک‌های مرکزی کشورهای توسعه یافته برنامه‌های خرید دارایی را انجام داده‌اند و بانک مرکزی در چند کشور در حال توسعه نیز همین رویه را پیش گرفته‌اند. نرخ‌های سیاستی واقعی در اغلب این کشورها همانند موج اول منفی است. نمودار (۵۳) تصویر تحولات نرخ بهره را در موج چهارم بدهی نشان می‌دهد. روند نرخ بهره در سال‌های اخیر در نتیجه گذار از بحران مالی و پیامدهای آن بر اقتصادهای مختلف رو به افزایش بود، شروع همه‌گیری کرونا در ابتدای سال ۲۰۲۰ و گسترش پیامدهای منفی اقتصادی آن در سراسر دنیا باعث شد بانک‌های مرکزی برای مقابله با خطر رکود عمیق و به منظور تحریک اقتصاد، مجدداً سیاست‌های انبساطی پولی را در دستور کار قرار داده و در نرخ‌های بهره بازنگری جدی کنند، به گونه‌ای که کاهش قابل توجه نرخ بهره در اقتصادهای توسعه یافته و در حال توسعه مشاهده می‌شود.

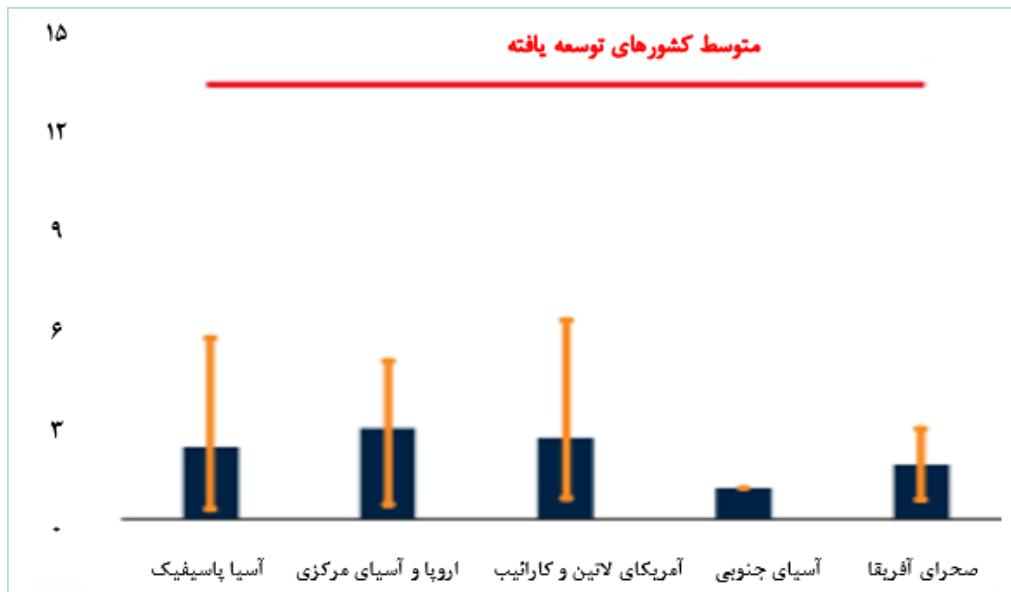


نمودار ۵۳: تحولات نرخ بهره سیاستی بانک مرکزی در موج چهارم انباشت بدهی (درصد)
مأخذ: بانک جهانی ۲۰۲۱

۵-۴- چارچوب سیاستی

دولت در کشورهای در حال توسعه و توسعه یافته در دهه‌های اخیر اقدامات سیاستی متعددی را جهت ثبات بخشی به اقتصاد و مواجهه با رکود به کار گرفته‌اند که می‌توان آن‌ها را در قالب دو الگوی توصیف کرد: نخست، شهرت بانک مرکزی؛ اصلاح و بهبود چارچوب سیاست‌های پولی، مالی و بودجه‌ای در دهه ۲۰۰۰ میلادی اقتصادهای در حال توسعه را در مسیر تازه‌ای قرار داد و در عبور از رکود جهانی و بی‌ثباتی ناشی از بحران مالی ۲۰۰۹ کمک شایانی نمود (کاس و اونسورج،^۱ ۲۰۲۰)؛ اما در سال ۲۰۲۰، بانک‌های مرکزی در این کشورها با شروع برنامه‌های خرید دارایی برای ثبات بخشی به بازارهای مالی میزان مداخله خود در اقتصاد را گسترش دادند (ارسلان، درمان و هافمن،^۲ ۲۰۲۰؛ صندوق بین‌المللی پول، ۲۰۲۰). این الگوی سیاستی اگرچه در بحبوحه رکود می‌تواند نجات‌دهنده اقتصاد باشد، اما در بلندمدت می‌تواند اعتماد سرمایه‌گذاران را تضعیف کرده و انتظارات تورمی را افزایش دهد و در عین حال اعتبار سیاستی بانک مرکزی را خدشه‌دار کند. وضعیت در کشورهای توسعه یافته نیز تفاوت زیادی ندارد و احتمال نکول دولت در بازپرداخت بدهی و مخدوش شدن شهرت سیاست‌گذار پولی افزایش یافته است، اگرچه با توجه به عمیق‌تر بودن بازارهای مالی و تجربه بالاتر سیاست‌گذار پولی در مواجهه با بحران، خطر کمتری این گروه را تهدید می‌کند.

1. Kose and Ohnsorge (2020)
2. Arslan, Drehmann, and Hofmann 2020; IMF ۲۰۲۰



نمودار ۵۴: اندازه برنامه خرید دارایی در کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه (درصد از تولید ناخالص داخلی)
 مأخذ: بانک جهانی ۲۰۲۱

این نمودار در حالی که متوسط میزان خرید دارایی بانک مرکزی در کشورهای توسعه یافته سیزده و هشت دهم (۱۳٫۸) درصد از تولید ناخالص داخلی بوده است، این نرخ در کشورهای در حال توسعه حدود یک (۱) تا دو و نه دهم (۲٫۹) درصد بوده است.

دوم، اعتبار قوانین و قواعد مالی؛ با افزایش بی‌سابقه به کارگیری محرک‌های مالی در سال‌های اخیر، قواعد مالی که را به شدت تحت تأثیر قرار داده است. اگرچه قواعد مالی وضع شده برای ثبات بخشی به وضعیت بودجه دولت‌ها دارای استثنائات و تبصره‌هایی برای تعدیل این قواعد در دوره‌های بحران و فشارهای اقتصادی هستند (شاختر و همکاران، ۲۰۱۲؛ صندوق بین‌المللی پول، ۲۰۲۰)،^۱ اما این موضوع اهمیت دارد که این انعطاف‌پذیری موقتی و شفاف باشد. با بازگشت اقتصاد به شرایط عادی، سرمایه‌گذاران بخش زیادی از پول‌های خود را از دارایی‌های کم ریسک مانند اوراق بدهی خارج می‌کنند. اگر دولت‌ها در این شرایط نتوانند مسیر کنونی خود را در افزایش هزینه‌ها و نقض قواعد مالی تغییر دهند، چالشی بزرگ برای پایداری مالی بلندمدت آن‌ها به وجود می‌آید.

1. Schaechter et al.2012; IMF 2020

۵-۵- تحولات بازارهای مالی

با شروع همه‌گیری کووید-۱۹، چندین تحول جدید در بازارهای مالی روی داد:

- بانک‌های مرکزی برای تحقق اهداف و پیاده‌سازی سیاست‌های خود، وارد بخش‌های جدید از بازار شدند. در کشورهای در حال توسعه بانک‌های مرکزی علاوه بر کاهش نرخ‌های بهره سیاست پولی، شرایط دریافت وام را در بازارهای مالی تسهیل کرده‌اند. این امر دسترسی به منابع مالی را در میانه رکود اقتصادی برای کسب و کارهای مختلف تضمین کرده است. تداوم این وضعیت و حفظ سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی منوط به افزایش نقدشوندگی بازارها است، در غیر این صورت خروج سرمایه دور از ذهن نخواهد بود.
- دولت‌ها به شدت از تزریق منابع جدید به این بازارها و تمدید اعتبار تسهیلات قبلی حمایت کردند. بسته‌های حمایتی دولتی باعث افزایش اعتبار و سرمایه کسب و کارها شده است. هر چه بازارهای مالی عمیق‌تر بوده‌اند، بسته‌های محرک مالی دولت‌ها گرایش بیشتری به سمت بازار پیدا کرده‌اند. در کشورهای کمتر توسعه یافته و فقیر با توجه به عدم توسعه بازارهای مالی، نزدیک به نود (۹۰) درصد سیاست مالی انبساطی از مسیر افزایش هزینه‌ها، ایجاد معافیت‌های مالیاتی و حقوق دولتی بوده است. این در حالی است که در کشورهای در حال توسعه بیش از چهل و دو (۴۲) درصد از ارزش بسته‌های محرک مالی از طریق ارائه تسهیلات، تضامین و عرضه سهام در بازارهای مالی می‌باشد. مابقی آن نیز- حدود پنجاه و هشت (۵۸) درصد- از طریق ایجاد معافیت‌ها و افزایش هزینه‌های دولتی بوده است. در کشورهای توسعه یافته این نسبت معکوس است، به طوری که بیش از پنجاه و چهار (۵۴) درصد بسته‌های محرک مالی از طریق ابزارهای مالی مانند ارائه تسهیلات و صدور تضامین در بازارهای مالی بوده و نزدیک به چهل و شش (۴۶) درصد ارزش بسته‌ها به هزینه‌های دولتی و اعمال معافیت‌ها اختصاص داشته است. در برخی کشورها دولت، بانک‌ها را تشویق به اعطای اعتبار و یا پرداخت تسهیلات برای تأمین نقدینگی مورد نیاز کسب و کارها و بازارهای مالی می‌نماید. این حمایت‌ها در شرایط بحران کنونی اگرچه ضروری به نظر می‌رسد، اما می‌تواند به رشد قارچ گونه شرکت‌ها در آینده منجر شود و از سوی دیگر با افزایش بدهی‌ها در ترازنامه دولت به طور مستقیم زمینه‌ساز بروز بک بحران مالی جدید یا به طور غیرمستقیم، ایجاد یک دوره طولانی با رشد اقتصادی پایین گردد (امبای، مورنو، بادیا و چائِه،^۱ ۲۰۱۸).
- قانون‌گذاران و ناظران، محدودیت‌های قانونی و نظارتی خود را به شدت کاهش داده‌اند. صنعت بانکداری جهانی پس از شیوع ویروس کرونا، از قانون‌گذاران خواسته است تا دستورالعمل‌ها و استانداردهای حسابداری تصویب شده پس از بحران مالی را با مسامحه اجرا کنند یا اجرای آن‌ها را به تأخیر بیندازند

1. Mbaye, Moreno- Badia, and Chae 2018

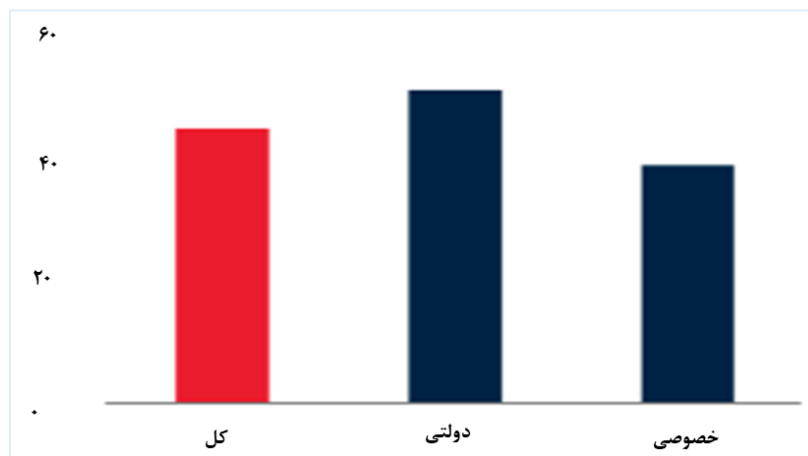
و برخی کشورها نیز با این موضوع موافقت کرده‌اند (صندوق بین‌المللی پول،^۱ ۲۰۲۰). این اقدامات به مرور زمینه‌ساز کاهش شفافیت و افزایش ریسک مؤسسات مالی می‌شود.

۵-۶- خطرات پیش‌رو

امواج قبلی بدهی با بروز بحران‌های مالی گسترده به پایان رسید. زمانی که بازپرداخت بدهی نکول شده یا با تأخیر زیادی همراه شد، رشد اقتصادی به شدت کاهش یافت و حتی برای دوره‌هایی منجر به از دست رفتن کامل یک دهه شد.

۵-۶-۱- بحران‌های مالی

بر اساس آمارهای موجود در موج پیشین بدهی، تقریباً نیمی از کشورهایی که انباشت سریع بدهی را تجربه کردند، دچار بحران مالی شدند. در مواردی میزان تولید و سرمایه‌گذاری حتی چند سال پس از پایان بحران، به میزان قابل توجهی کمتر از کشورهای بدون بحران بود. این خطر وجود دارد که موج چهارم پایانی مشابه موج قبلی داشته باشد. در این موج تعداد کشورهایی که با رشد سریع بدهی روبه‌رو شده‌اند بسیار بیشتر از امواج قبلی است و البته طیف گسترده‌تری از بخش خصوصی، دولتی و همچنین از اقتصاد توسعه یافته تا در حال توسعه و فقیر را در بر می‌گیرد. در حال حاضر مطابق دستورالعمل‌های اعطای وام انجمن توسعه بین‌المللی^۲ (IDA) چندین کشور به دلیل تنگنای مالی و افزایش ریسک نکول بدهی، واجد شرایط دریافت وام هستند. نمودار (۵۵) نسبت‌های بدهی در موارد انباشت منجر به بحران بدهی‌زا را نشان می‌دهد.



نمودار ۵۵: نسبت‌های بدهی در موارد انباشت منجر به بحران بدهی‌زا
 مأخذ: بانک جهانی ۲۰۲۱

1. IMF 2020
 2. International Development Association

۵-۶-۲- طولانی شدن بازپرداخت بدهی

در طول موج اول انباشت بدهی، نکول دولت‌های آمریکای لاتین و کشورهای کمتر توسعه یافته در اوایل دهه ۸۰ میلادی برای بازپرداخت بدهی‌ها، باعث شد زمان زیادی برای بازگشت اقتصاد به شرایط نرمال طی شود و در عین حال تا سال‌ها بعد از نکول اولیه، نسبت‌های بدهی افزایش می‌یافت. بحران بدهی‌ها در کشورهای آمریکای لاتین تا سال ۱۹۸۹ و اجرای طرح برادی^۱ ادامه داشت، در حالی که در کشورهای فقیر و کمتر توسعه یافته خلاصی از شر بدهی تا زمان طرح ابتکاری کشورهای فقیر با بدهی‌های سنگین^۲ (HIPC) در سال ۱۹۹۶ و همچنین طرح حمایتی ابتکار چندجانبه جهانی بدهی^۳ (MDRI) در سال ۲۰۰۵ رخ نداده بود. در مقابل، در امواج دوم و سوم بدهی که عمدتاً بخش خصوصی را درگیر کرده بود، بازپرداخت بدهی‌ها با سرعت بیشتری انجام شد؛ اما با توجه به ورود دولت برای کمک به کسب و کارها از طریق تزریق منابع سیستم بانکی به اقتصاد و یا سایر طرح‌های حمایتی دولتی، هزینه‌های قابل توجهی برای دولت‌ها داشت.

۵-۶-۳- تضعیف رشد

تجدید ساختار اقتصاد پس از بروز بحران بدهی در برخی کشورها از جمله اقتصادهای کمتر توسعه یافته و فقیر و آمریکای لاتین عمدتاً با از دست رفتن اقتصاد برای یک دهه و رشد منفی سرانه چندین ساله همراه شد. موج چهارم که با همه‌گیری کووید-۱۹ تشدید شده است، به احتمال زیاد زمینه کند شدن تولید و تعمیق رکود، کاهش بهره‌وری و سرمایه‌گذاری را برای دهه پیش‌رو به دنبال خواهد داشت. رشد اقتصادی پایین، تعهدات بدهی را افزایش می‌دهد و توانایی استقراض‌کننده اعم از دولت و بخش خصوصی را برای بازپرداخت بدهی‌ها در زمان سررسید کاهش می‌دهد. برای برخی از کشورهای در معرض تنگنای بدهی، چشم‌انداز اقتصادی تنها زمانی بهبود می‌یابد که بدهی‌ها به طور کامل بازپرداخت شوند. در واقع غلتاندن بدهی و یا برنامه‌ریزی مجدد برای بازپرداخت بدهی در این کشورها باعث می‌شود بهبود رشد به تعویق بیفتد (رینهارت و تریش، ۲۰۱۹).^۴ همچنین مطالعات نشان می‌دهد، تجدید برنامه بازپرداخت بدهی قبل از نکول دولت در بازپرداخت بدهی، عموماً با پیامدهای منفی اقتصادی کمتری در مقایسه با برنامه‌ریزی برای بازپرداخت پس از وقوع نکول همراه است (آسونما و همکاران، ۲۰۲۰).^۵

1. Brady Plan
2. Heavily Indebted Poor Countries (HIPC)
3. Multilateral Debt Relief Initiative (MDRI)
4. Reinhart and Trebesch 2019
5. Asonuma et al. 2020

۵-۶-۴- کسری منابع برای تسویه بدهی در کوتاه‌مدت

بسیاری از کشورها، به‌ویژه کشورهای کمتر توسعه یافته در حالی که در تنگنای بدهی به سر می‌برند، با هزینه های زیادی برای بازپرداخت بدهی‌های یک دوره مشخص روبه‌رو هستند. در صنعت مالی، هزینه مورد نیاز برای بازپرداخت اصل و فرع بدهی‌ها اعم از اوراق یا سایر موارد استقراض در یک دوره مشخص^۱ را هزینه تسویه بدهی می‌نامند. این موضوع برای یک شرکت یا یک دولت موضوعیت دارد. بسیاری از شرکت‌ها یا دولت‌ها در شرایط تنگنای مالی توانایی پرداخت بدهی خود را نداشته و سعی می‌کنند با روش‌های مختلف مانند درخواست تعویق و امهال یا دریافت وام از نهادهای بین‌المللی و ... کمبود مذکور را جبران کنند. این موضوع می‌تواند با فراهم آوردن فضای تنفس برای یک کسب و کار یا یک دولت، امکان مدیریت سایر هزینه‌های ضروری را در کوتاه‌مدت فراهم نموده و همچنین زمان کافی را برای تحلیل جامع پایداری بدهی که می‌تواند اصلاحات کامل تری را پیشنهاد دهد، فراهم کند. تحلیل پایداری با جلوگیری از کمبود نقدینگی در کوتاه‌مدت، از بروز بحران نکول و ورشکستگی دولت جلوگیری می‌کند. طرح تعلیق تسویه بدهی خارجی^۲ برای یک دوره مشخص یک نمونه از اقدامات برای تسویه بدهی‌ها است. در این طرح که در سال ۲۰۲۰ تصویب شد، اعتباردهندگان یا سرمایه‌گذاران اوراق بدهی دولتی یا خصوصی برای مدتی محدود (به عنوان مثال ۶ ماه) دریافت طلب خود در زمان سررسید را از کشورهای کمتر توسعه یافته یا فقیر^۳ که درخواست تعویق پرداخت بدهی دارند را به تأخیر می‌اندازند. این طرح راهی برای کاهش محدودیت‌های مالی کشورهای مزبور و آزادسازی منابع برای هزینه‌کرد در سایر امور ضروری در دوره شیوع کرونا است. طرح مذکور به رفع نیاز نقدینگی فوری کمک می‌کند، اما به این معنا نیست که مشکلات پایداری بدهی موجود در برخی از این کشورها حل شود یا سطح بدهی کاهش یابد. در بحران بدهی آمریکای لاتین، برنامه‌ریزی مجدد و تعویق بدهی‌ها بدون اصلاح چارچوب سیاست‌گذاری بدهی در نهایت منجر به تشدید بحران و بیشتر شدن حجم بدهی‌ها شد. در موج کنونی بدهی نیز قبل از شروع بحران کووید-۱۹، آسیب‌پذیری ناشی از بدهی در بسیاری از آن‌ها افزایش یافته بود، به طوری که بیش از پنجاه (۵۰) درصد آن‌ها در ریسک تنگنای بدهی طبقه‌بندی می‌شدند.

۵-۶-۵- پیچیدگی بحران در موج چهارم

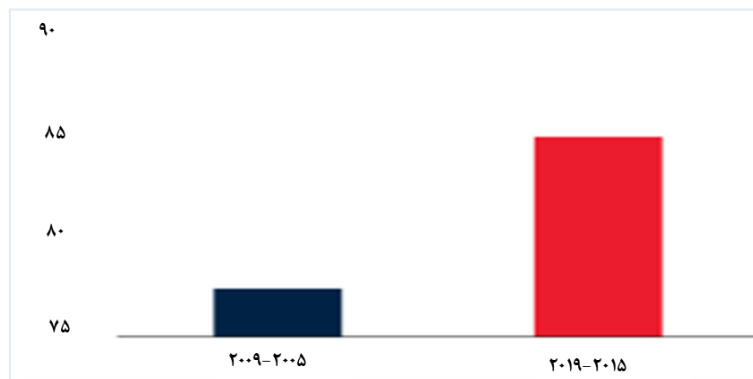
به دلیل تعدد سرمایه‌گذاران و وجود طیف گسترده‌ای از طلبکاران با انگیزه‌های مختلف- اعم از مؤسسات مالی بین‌المللی، مؤسسات سیاست‌گذاری دولتی مانند بانک توسعه چین و اعتباردهندگان متعدد در بخش خصوصی- در صورت وقوع بحران بدهی، حل و فصل آن بسیار پیچیده و پرهزینه خواهد بود. از سوی دیگر ابزارهای مالی

1. Debt service

2. Debt Service Suspension Initiative (DDSI)

۳. هفتاد و سه (۷۳) کشور مشمول این طرح هستند

در حوزه بدهی نیز بسیار پیچیده تر شده اند و استانداردهای گزارشگری و شرایط نظارت متفاوت و بعضاً محرمانه‌ای دارند که شفافیت را کاهش می‌دهد و بر پیچیدگی شرایط در دوره بحران می‌افزاید.



نمودار ۵۶: نسبت بدهی‌های غیرمتعارف در دو موج بدهی اخیر

مأخذ: بانک جهانی ۲۰۲۱

بر اساس داده‌های موجود هفده (۱۷) کشور فقیر که داده‌های آن‌ها موجود است، فقط هشت (۸) کشور حداقل الزامات را در ثبت بدهی و تنها چهار (۴) کشور در ثبت تضامین رعایت کرده‌اند. همچنین به دلیل کوتاهی (کم‌کاری) در گردآوری داده، به روز نبودن، عدم جامعیت و کامل نبودن سوابق بدهی‌ها، فقط چهار (۴) کشور از کشورهای مذکور دارای حداقل الزامات لازم برای گزارش و ارزیابی بدهی بوده‌اند. (اسل و همکاران، ۲۰۱۹؛ بانک جهانی، ۲۰۱۹^۱). در عین حال، از پنجاه و نه (۵۹) کشور مشمول دریافت وام از IDA تنها یک سوم آن‌ها آمار بدهی خارجی بخش خصوصی را منتشر کرده‌اند (بانک جهانی و صندوق بین‌المللی پول ۲۰۱۸). این چالش‌ها، شفافیت در مورد تعهدات، برنامه‌ریزی برای تجدید ساختار بدهی‌ها و بازطراحی برنامه بازپرداخت را با مشکل جدی روبه‌رو می‌کند و تحلیل پایداری بدهی برای سال‌های آتی را بی‌اعتبار می‌نماید.

بسیاری از کشورهای در حال توسعه و به طور مشخص در کشورهای فقیر مداخلات حاکمیتی، فشارهای سیاسی و سلطه مالی دولت در تصمیمات استقراض و انتشار اوراق و به طور کلی مدیریت بدهی نقش بازی می‌کند، به طوری که حداقل الزامات لازم در این خصوص رعایت نمی‌شود. این امر خطر بروز نکول و افزایش شدید بدهی‌ها برای اهدافی متفاوت از توسعه اقتصادی را افزایش می‌دهد (بانک جهانی، ۲۰۱۹).^۲ پیامد این چالش‌ها، پیچیده و خطرناک بودن بحران احتمالی در پایان موج چهارم بدهی است.

پاندمی کرونا منجر به افزایش چشمگیر حجم بدهی‌ها، رشد آسیب‌پذیری اقتصادی و تشدید ریسک‌های مرتبط با بدهی در برخی کشورها شده است. نسبت‌های بدهی احتمالاً باز هم افزایش می‌یابند؛ چراکه دولت و سیستم مالی، در حال سرپا نگه‌داشتن کسب و کارها و اقتصاد جامعه از طریق تأمین مالی مبتنی بر بدهی هستند. سیاست‌گذاران با چالش سختی روبه‌رو شده‌اند، از یک سو باید منابع لازم برای احیای اقتصاد و کسب و کارها را در شرایط کسری شدید و رکود عمیق تأمین کنند که به‌جز انتشار اوراق بدهی، تقریباً راهکار قابل تأمل و

1. Essl et al. 2019; World Bank 2019

2. World Bank 2019

در دسترسی وجود ندارد و از سوی دیگر باید بتوانند فضا و فرصت کافی برای ارزیابی پایداری بدهی‌ها و اتخاذ رویکردی بهینه برای مواجهه با ناپایداری احتمالی نسبت‌های بدهی را ایجاد کنند.

برای کوتاه‌مدت راهکارهایی مانند تعویق زمان بازپرداخت بدهی برای کشورهایی که در معرض ریسک بدهی قرار گرفته‌اند، وجود دارد (بانک جهانی ۲۰۲۰؛ بولتون و همکاران، ۲۰۲۰؛ ایولا و همکاران ۲۰۲۰)^۱؛ اما این راه‌حل‌هایی کوتاه‌مدت برای یافتن راهکارهای پایدار است. در گذشته، انباشت بدهی‌ها از طریق یک یا چند مورد از راهکارهای زیر پشت سر گذاشته شده‌اند: سه رویکرد ارتدوکسی شامل بهبود رشد اقتصادی، ریاضت مالی و خصوصی‌سازی نهادهای دولتی و سه رویکرد هترودوکسی شامل تورم غیرمنتظره اغلب همراه با رکود مالی، تسویه بدهی با هزینه‌های سنگین و اعمال مالیات بر ثروت (رینهارت، رینهارت و روگوف، ۲۰۱۲؛ رینهارت و اسبرانیکا، ۲۰۱۵).^۲ هر یک از رویکردهای بالا با چالش‌ها و هزینه‌های زیادی روبه‌رو است که نیاز است کارکرد و موفقیت آن، متناسب با شرایط و ظرفیت‌های هر کشور، به دقت ارزیابی شود.

بر اساس آنچه در این بخش از نظر گذشت، شکل‌گیری بحران بدهی در هر اقتصادی که به الزامات این مهم توجه لازم را نداشته باشد، ممکن است. از این‌رو، دولت‌ها باید الزامات و پیش‌نیازهای حوزه بدهی را مورد توجه قرار دهند؛ زیرا عدم توجه به این مهم علاوه بر بحران‌های مالی و کمبود منابع برای تسویه بدهی در کوتاه‌مدت، تضعیف رشد اقتصادی و طولانی شدن دوره بازپرداخت بدهی‌ها را به دنبال خواهد داشت. با توجه به اینکه در یک دهه اخیر توسعه بازار بدهی و تأمین مالی از محل آن با انتشار اوراق مالی در سیاست‌گذاری‌های اقتصادی ایران پررنگ شده است، ضرورت دارد، علاوه بر بررسی گزینه‌های ممکن تأمین مالی منابع عمومی، مخاطرات پیش‌رو تأمین مالی از محل این بازار و پایداری بدهی به صورت مداوم مورد سنجش و واکاوی قرار گیرد که این مهم در ادامه ارائه شده است.

1. World Bank 2020, Bolton et al. 2020; Okonjo-Iweala et al. 2020
2. Reinhart, Reinhart, and Rogoff 2012; Reinhart and Sbrancia 2015

۶- تأمین منابع عمومی در ایران با تأکید بر اوراق مالی؛ گزینه‌های ممکن و مخاطرات پیش‌رو

نظام تأمین مالی بخش مهمی از نظام اقتصادی هر کشور بوده و عملکرد این نظام تأثیر قابل توجهی بر عملکرد کل اقتصاد دارد. این نظام شامل مجموعه‌ای از بازارها، نهادها و ابزارهای مالی و چارچوب‌های قانونی است. توسعه بخش مالی از جمله استراتژی‌های توسعه بخش خصوصی به منظور تحریک رشد اقتصادی و کاهش فقر محسوب می‌شود. اگر سیاست مالی تغییر در هزینه‌ها و رفتار درآمدی دولت برای تأثیرگذاری بر جریان اقتصاد توصیف شود، آنگاه هدف دولت از دنبال نمودن سیاست کسری بودجه، بهره بردن از محرک‌های مالی به منظور کمک به فعالیت‌های اقتصادی تعریف می‌شود، از دیگر سو در پیش گرفتن سیاست مازاد بودجه به منزله انقباض مالی تلقی خواهد شد.

۶-۱- گزینه‌های بدیل تأمین منابع عمومی در ایران

بودجه عمومی ایران در دوره بعد از انقلاب سال اسلامی همچون دهه‌های ۱۳۴۰ و ۱۳۵۰، به طور عمده از محل منابع بین نسلی نفت تأمین شده است؛ اما برخلاف دوره‌های قبل از انقلاب که این منبع بین نسلی به طور عمده صرف پروژه عمرانی می‌شد در دوره‌های اخیر به دلیل افزایش هزینه‌های جاری دولت و عدم افزایش متناسب در درآمدهای مالیاتی آن، عایدات نفتی سهم بزرگ‌تری در پوشش کسری عملیاتی بودجه داشته‌اند. این وضعیت از منظر اقتصاد سیاسی محصول آن است که دوره بعد از انقلاب ساختار قدرت سیاسی به نحوی در قانون اساسی شکل گرفته و در عمل تحقق عینی یافته است که بودجه دولت همواره متأثر از فشار دستگاه دولتی، نمایندگان مجلس و سایر ذینفعان و منتفع شونده‌گان از بودجه عمومی برای افزایش سهم خود بوده است. بنابراین، اتخاذ سیاست مالی مسئولانه مالی که خود مستلزم وفاق بر سر قواعد مالی بوده ممتنع شده است. علاوه بر موارد فوق‌الذکر، افزایش جمعیت کشور و محول شدن وظایف اجتماعی سنگین به دولت در حوزه آموزش و پرورش، بهداشت و درمان، کمک‌ها و حمایت‌های اجتماعی از مهم‌ترین عوامل افزایش هزینه‌های جاری دولت بوده‌اند (زنوز، ۱۳۹۸).

با توجه به پرنوسان بودن درآمدهای نفتی دولت که اساساً ناشی از کاهش عایدات نفتی به دلیل کاهش مقدار صادرات نفت-بر اثر جنگ و تحریم‌های بین‌المللی - و یا نوسان قیمت نفت خام در بازار جهانی است حاکمیت موفق به کاهش هزینه‌های جاری نبوده و از این کانال همواره ادوار اقتصادی به صورت رونق و رکود ایجاد و تشدید شده است. تحریم‌ها از یک‌سو- با تأکید بر دهه ۹۰ شمسی- موجب کاهش سهم مخارج سرمایه‌ای دولت در بودجه شد و از سوی دیگر، بر کسری بودجه پیدا و پنهان دولت تأثیر گذاشته است. در دوره تشدید تحریم‌های بین‌المللی در سال‌های ۱۳۹۴-۱۳۹۱ آثار مخرب تحریم‌ها بر بودجه دولت نمایان گشت، به طوری که نخست، سهم مصارف جاری و سرمایه‌ای دولت در تولید ناخالص داخلی کاهش یافت و با کاهش تقاضای کل، رکود تورمی تشدید شد. دوم، سهم مخارج سرمایه‌ای دولت در کل مخارج آن بیش از پیش کاهش یافت

و سرمایه‌گذاری دولت در پروژه‌های عمرانی و زیربنایی به تأخیر افتاد و از این مجرا رشد درازمدت اقتصاد کشور مختل شد. سوم، دولت به منظور پوشش کسری بودجه پیدا و پنهان خود ناگزیر شد از منابع صندوق توسعه ملی استفاده نماید. همچنین، استمهال^۱ بازپرداخت بدهی‌های خود به بانک‌ها و شرکت‌های خصوصی در دستور کار قرار گرفت. در دوره مزبور هرچند نسبت کسری بودجه دولت به تولید ناخالص داخلی در سطحی کمتر از دوره رونق نفتی در سال‌های ۱۳۸۷ و ۱۳۸۸ نگه داشته شد، اما به دلیل کاهش نسبت بودجه به تولید ناخالص داخلی، تقاضای سرمایه‌گذاری و مصرف عمومی، به شدت انقباضی گردید و همین امر موجب تشدید رکود اقتصادی شد (زنوز، ۱۳۹۸).

بعد از توافق بین‌المللی ایران و گروه پنج به علاوه یک (۵+۱) موسوم به برجام^۲ در سال ۱۳۹۴، با رفع تحریم‌های بین‌المللی مرتبط با موضوع هسته‌ای فروش نفت و بازگشت ارزی حاصل از آن فراهم شد. ایران با بازپس گرفتن سهم خود از بازار جهانی نفت، در سال‌های ۱۳۹۵ و ۱۳۹۶ توانست در تأمین منابع بودجه عمومی از این مهم بهره‌مند گردد، اما خروج آمریکا از برجام و تحریم‌های اقتصادی این کشور علیه ایران از اواسط سال ۱۳۹۷ به این سو، صادرات نفت و بازگشت منابع ایران در خارج از کشور با محدودیت شدید مواجه شد و کاهش منابع و کسری بودجه به شکل واضح‌تری در بودجه نمایان گردید.

کسری بودجه از پدیده‌های رایج در اقتصاد کشورها به شمار می‌آید. دولت‌ها در برهه‌هایی از تاریخ اقتصادی-در راستای دستیابی به توسعه و بهبود وضعیت اقتصادی- به دلیل کاهش منابع یا افزایش مصارف یا هر دو با پدیده کسری بودجه مواجه می‌شوند. به لحاظ نظری و تجربی، ادبیات گسترده‌ای درباره مزایا و معایب پدیده کسری بودجه وجود دارد، اما بحث اصلی درباره این پدیده، نحوه جبران کسری بودجه است. اقتصاد ایران نیز همان‌طور که پیش‌تر از نظر گذشت، با توجه به وابستگی به درآمدهای نفتی، در سال‌هایی که مشکل تأمین درآمد از محل فروش نفت وجود داشته باشد، با پدیده کسری بودجه مواجه می‌شود. این امر موجب شده است که اقتصاد ایران، تقریباً در اکثر سال‌ها، پدیده کسری بودجه را با شدت و غلظت متفاوتی تجربه کند.

بر اساس ادبیات نظری و تجربی دولت‌ها به‌طور کلی پنج شیوه شناخته شده را برای افزایش منابع و کاهش کسری بودجه در دستور کار قرار می‌دهند.^۳ نخست، افزایش درآمدهای مالیاتی؛ دوم، توسعه بازار بدهی (انتشار اوراق مالی)؛ سوم، افزایش خالص بدهی دولت به بانک مرکزی (انتشار پول)؛^۴ چهارم، استقراض از خارج؛ و پنجم، فروش دارایی‌ها. در ادامه شیوه‌های فوق‌الذکر تشریح شده است.

۱. مهلت خواستن.

۲. برنامه جامع اقدام مشترک (Joint Comprehensive Plan of Action)

۳. کاهش هزینه‌ها از محل افزایش انضباط مالی و کاهش اختصاص اعتبار به مصارف یا اولویت پایین‌تر نیز از شیوه‌های معمول کاهش کسری بودجه است.

۴. لازم به ذکر است، استقراض از بانک مرکزی می‌تواند به صورت مستقیم و غیرمستقیم باشد، منظور از روش غیرمستقیم، تأمین منابع بودجه از بانک‌ها است که معمولاً به صورت تکالیف بودجه‌ای دیده می‌شود. در این صورت بانک‌ها نیز با کمبود منابع روبرو شده و از بانک مرکزی استقراض می‌کنند. بر این اساس میزان اضافه برداشت بانک‌ها از بانک مرکزی افزایش پیدا کرده و افزایش پایه پولی را به دنبال خواهد داشت.

۶-۱-۱- افزایش درآمدهای مالیاتی

افزایش درآمدهای مالیاتی از طریق افزایش پایه و ضریب مالیاتی، کاهش معافیت‌ها و فرار مالیاتی همواره مورد توجه سیاست‌گذاران مالی بوده است. از یک سو، مقدار مالیات‌های دریافتی دولت به درآمد ملی بستگی دارد؛ بنابراین، در شرایطی که کیک تولید کشور (تولید ناخالص داخلی) همواره کوچک می‌شود، افزایش درآمدهای مالیاتی تا شروع رونق و از بین رفتن رکود حاضر، هزینه‌ای به مراتب بیشتر بر اقتصاد کشور تحمیل خواهد کرد. از دیگر سو، ارتقای سیستم مالیات‌ستانی به منظور کاهش فرار مالیاتی، هرچند از ضروری‌ترین اقدامات به شمار می‌آید؛ اما در کوتاه‌مدت و بدون ارتقای حکمرانی و توانمندسازی دولت توفیق چندانی در این زمینه حاصل نخواهد شد.

۶-۱-۲- توسعه بازار بدهی به منظور استفاده از ظرفیت انتشار اوراق مالی

همان‌طور که پیش‌تر از نظر گذشت، بازاری که در آن اوراق بدهی (قرضه) مورد معامله قرار می‌گیرد بازار بدهی نامیده می‌شود. این مهم در کنار بازار سهام و بازار مشتقات سه رکن اصلی بازار سرمایه را تشکیل می‌دهند. این بازار در پی آن است که با ایجاد مکانیسمی امکان تأمین مالی کوتاه‌مدت، میان‌مدت و بلندمدت را برای مخارج بخش خصوصی و دولتی فراهم آورد. از یک سو، دولت‌ها برای جبران کسری بودجه انتشار اوراق مالی را همواره مورد توجه قرار می‌دهند؛ از دیگر سو، بازار بدهی علاوه بر فراهم کردن بستر لازم برای جبران کسری بودجه - که یکی از کم‌هزینه‌ترین شیوه‌های ممکن است - تأمین مالی بخش خصوصی را نیز تسهیل می‌کند. نظر به اینکه تأمین مالی از این روش مانند دیگر روش‌ها دارای مزیت‌ها و هزینه‌هایی می‌باشد شایسته است این مهم مورد توجه واقع شود؛ که انتشار اوراق و فروش آن در بازار بدهی، به نوعی استقراض از آینده بوده و دولت‌ها به امید کسب درآمد در سال‌های آتی، از اقتصاد استقراض می‌کنند. از این رو، دولت‌ها علاوه بر اصل میزان کسری بودجه، با هزینه انتشار و بهره اوراق نیز مواجه‌اند. انتشار اوراق در گام نخست، به‌عنوان یک مانع جدی در برابر کاهش نرخ بهره در اقتصاد عمل می‌کند؛ چراکه دولت برای فروش اوراق بدهی خود به پیشنهاد نرخ‌های بهره بالاتر نیاز دارد و این امر، مانع کاهش نرخ بهره در اقتصاد می‌شود. از سوی دیگر، موفقیت دولت‌ها در فروش اوراق، منوط به وجود خریدار اوراق در بازار است. اگر خریدار به اندازه کافی در اقتصاد وجود نداشته باشد، دولت‌ها مجبور به الزام بانک‌ها یا بانک مرکزی به خرید اوراق می‌شوند و این امر تفاوت چندانی با روش تأمین مالی از طریق انتشار پول ندارد.

۶-۱-۳- افزایش خالص بدهی دولت به بانک مرکزی (انتشار پول)

تأمین کسری بودجه به شیوه استقراض از بانک مرکزی همواره از طرف صاحب‌نظران اقتصادی مورد نهي قرار گرفته است. زیرا این مهم خالص بدهی دولت به بانک مرکزی را افزایش می‌دهد و با فرض اینکه بانک مرکزی توان عقیم‌سازی نداشته باشد، به افزایش پایه پولی و در نتیجه، افزایش نقدینگی در اقتصاد کشور منجر می‌شود.

این روش، در مقایسه با تأمین مالی از طریق انتشار اوراق برای دولت بدون هزینه است، اما افزایش نقدینگی و تورم در آینده، از مهم‌ترین آثار آن به شمار می‌رود. قابل ذکر است که تأمین منابع عمومی از محل استقراض از بانک مرکزی برخلاف انتشار اوراق، به افزایش نرخ بهره در اقتصاد منجر نمی‌شود و ممکن است کاهش نرخ بهره را نیز در پی داشته باشد.

۶-۱-۴- استقراض از خارج

روش دیگر برای تأمین مالی کسری بودجه دولت‌ها، استقراض از بانک‌ها، مؤسسات یا نهادهای بین‌المللی است. در این روش، دولت‌ها از طریق فروش اوراق یا استقراض مستقیم، از منابع خارجی برای تأمین مالی کسری بودجه استفاده می‌کنند. این روش، به افزایش بدهی خارجی کشور و کسری تراز پرداخت‌ها منجر می‌شود و حتی می‌تواند در کوتاه‌مدت به تقویت پول ملی نیز منجر شود.

۶-۱-۵- فروش دارایی‌ها

فروش دارایی‌های دولتی یکی دیگر از روش‌ها برای تأمین مالی کسری بودجه به شمار می‌آید. در این روش، دولت‌ها دارایی‌های خود را برای غلبه بر کسری بودجه در بازار دارایی‌ها عرضه می‌کنند و به خریداران داخلی یا خارجی می‌فروشند. این روش، برخلاف روش‌های دیگر کم‌هزینه و تبعات آن برای اقتصاد بسیار اندک است. ذکر این نکته ضروری است این مهم گاهی به مولدسازی دارایی‌های دولت نیز شناخته می‌شود.

۶-۲- تأمین مالی منابع عمومی با ایجاد بدهی

همان‌طور که اشاره شد تأمین مالی و جبران کسری بودجه از طریق ایجاد بدهی (استقراض) یکی از معمول‌ترین و شناخته‌شده‌ترین راهکارها به شماره می‌رود؛ زیرا استقراض کشورها را در تأمین مالی برنامه‌ها و پروژه‌های مهم کمک می‌کند. اما اگر این مهم بیش از حد افزایش یابد، بار بازپرداخت آن می‌تواند مالیات‌های یک کشور را تحت فشار قرار داده و احتمال نکول را نیز افزایش دهد.

به طور کلی ابزار بدهی، یک سند مالی است که بدهکار را به پرداخت سود، اصل و یا هر دو به طلبکار در آینده و تاریخ معین مکلف می‌نماید. کشورها می‌توانند به طیف وسیعی از طلبکاران از جمله دارندگان اوراق قرضه خصوصی، بانک‌ها، سایر کشورها و مؤسسات وام‌دهنده رسمی آن‌ها و نهادهای بین‌المللی مانند بانک جهانی بدهی داشته باشند. بدهی یک کشور در صورتی پایدار تلقی می‌شود که دولت بتواند تمام تعهدات پرداختی فعلی و آتی خود را بدون کمک مالی استثنایی و یا عدم پرداخت به موقع (عدم نکول) انجام دهد. تعاریف بدهی عمومی بسته به هدف آن متفاوت است، اما معمولاً بدهی عمومی منظور پوشش (جبران) کسری بودجه دولت مرکزی است. تعریف گسترده‌تر بدهی عمومی، علاوه بر دولت مرکزی، دولت‌های محلی و ایالتی (شهرداری‌ها)، واحدهای خارج از بودجه (فرابودجه) و صندوق‌های تأمین اجتماعی را نیز دربر می‌گیرد. گسترده‌ترین تعریف

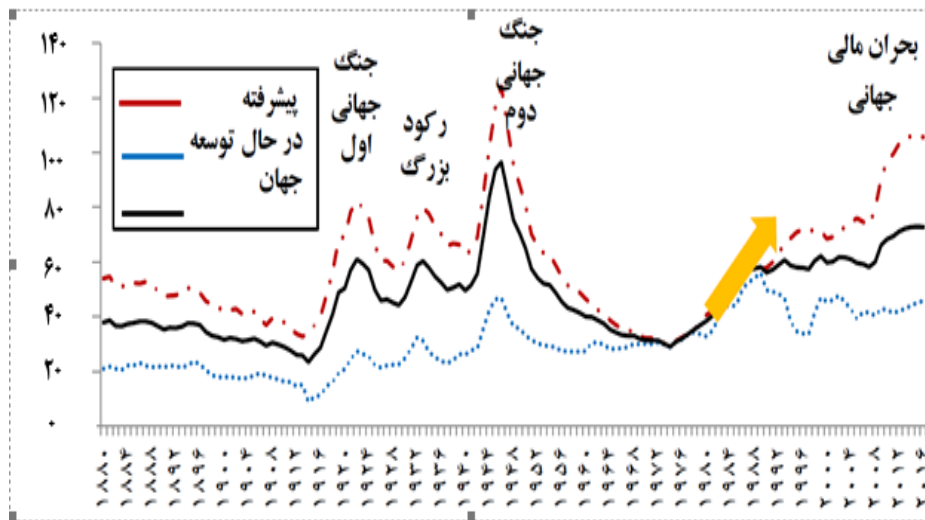
بدهی عمومی، علاوه بر آنچه گفته شد، بدهی شرکت‌های مالی دولتی، شرکت‌های مالی غیرعمومی و تضامین ارائه شده را نیز دربر می‌گیرد.

ارزیابی پایداری بدهی یک کشور مستلزم در نظر گرفتن تمامی انواع بدهی‌هایی است که برای منابع مالی یک کشور تهدید محسوب می‌شود. از این‌رو، صرف تمرکز بر مفهوم محدود تعریف بدهی عمومی می‌تواند منجر به افزایش غیرمنتظره آن شود. به عنوان مثال اگر یک شرکت دولتی که زیان‌ده است قادر به پرداخت بدهی خود نشود بازپرداخت آن بر دوش دولت خواهد بود؛ زیرا چنین بدهی به طور عمومی تضمین شده و منجر به تضعیف غیرمنتظره پایداری یک کشور می‌شود.

همان‌طور که پیش‌تر از نظر گذشت، بدهی عمومی یکی از شناخته‌شده‌ترین شیوه‌های تأمین منابع عمومی برای تحقق اهداف، پیشبرد برنامه‌های توسعه‌ای و برآورد انتظارات اجتماعی از حاکمیت است. شیوه‌های دیگری نیز برای تجهیز منابع مالی وجود دارد مانند افزایش درآمدهای داخلی، انضباط مالی (بهبود کارایی هزینه‌ها) و بهبود محیط کسب و کار، اما ممکن است زمان‌بر بودن آن‌ها نتواند در همه ادوار شروط لازم و کافی را تأمین نماید.

پیش از فراگیر شدن نظریات جان مینارد کینز،^۱ ایجاد بدهی و استقراض محدود به زمان جنگ بود و بدهی ایجاد شده در زمان صلح بازپرداخت می‌شد. به عنوان مثال، در زمان جنگ‌های اول و دوم جهانی متوسط بدهی‌های کشورهای توسعه یافته به ترتیب حدود هشتاد (۸۰) و صد و بیست (۱۲۰) درصد از تولید ناخالص داخلی‌شان بود که در تاریخ اقتصادی آن‌ها کم‌سابقه بود. برای نمونه ایالات متحده آمریکا در دوران جنگ جهانی دوم اقدام به انتشار اوراق جنگ و استقراض مبالغ قابل توجهی برای تأمین هزینه‌های جنگ از مردم کرد. در نظریات طرفداران مکتب کینزی، بدهی علاوه بر پوشش اختلاف دخل و خرج دولت در مواقع خاص، نقش مهم‌تری پیدا کرد و به راهکاری برای تحریک تقاضای کل در اقتصاد تبدیل شد. در این نگاه دولت در زمان رکود با منابع حاصل از استقراض، تقاضای کل را مهیج کرده و با اتمام دوره رکود و در دوره رونق، بدهی ایجاد شده خود را بازپرداخت می‌نماید. این نظریه موجب شد تا کشورها در شرایط رکودی اقدام به استقراض کنند. افزایش بدهی نزدیک به هشتاد (۸۰) درصد تولید ناخالص داخلی کشورهای توسعه یافته در زمان رکود بزرگ^۲ و بحران مالی مؤید این ادعا است.

1. John Maynard Keynes
2. Great Depression, 1929



نمودار ۵۷: نسبت بدهی عمومی به تولید ناخالص داخلی / درصد

مأخذ: مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، ۱۳۹۹

کشورها باید تلاش لازم را برای حفظ پایداری بدهی‌ها داشته و اطمینان حاصل کنند که رشد و ثبات اقتصادی را به خطر نمی‌اندازند؛ زیرا ناپایداری بدهی‌ها آثار زیان‌باری در پی خواهد داشت. از این‌رو، هر کشوری باید زمانی که قادر به انجام امور مالی خود نیست، تعهدات و ساختار بدهی خود را تجدید ساختار (ساماندهی) نماید، در غیر این صورت هزینه استقراض و ریسک بازار مالی افزایش خواهد یافت که رشد و سرمایه‌گذاری را متأثر/ محدود خواهد کرد. به طور کلی سه ملاحظه برای کشورهایی که تصمیم جهت ایجاد بدهی جدید می‌نمایند وجود دارد:

نخست، استقراض جدید باید با بودجه و برنامه‌های کسری بودجه مطابقت داشته باشد. ایجاد بدهی باید به گونه‌ای تنظیم شود که بدهی عمومی همچنان در مسیر پایداری باشد. دوم، کشورها باید مقایسه میان هزینه‌های انباشت بدهی با بازدهی ناشی از ایجاد بدهی داشته باشند و بر این اساس رویکرد جامعی اتخاذ نمایند. شایان توجه است، بدهی که بتواند هزینه‌های اجتماعی و زیرساخت‌های مولد را تأمین کند، ایجاد درآمد بیشتر را نیز در پی خواهد داشت که در نهایت هزینه خدمات بدهی جبران و خطرات ناشی از پایداری را متعادل می‌کند. سوم، کشورها باید تمام تلاش خود را به کار گیرند تا گزارش‌ها و آمارهای مربوط به بدهی را در چارچوب استراتژی‌های جامع مدیریت بدهی میان‌مدت بهبود ببخشند. آمارهای یاد شده باید بدهی‌های عمومی و تعهدات (تضمین شده)، بدهی شرکت‌های دولتی را پوشش دهند و تا حد امکان گسترده باشد. اشتراک‌گذاری و انتشار عمومی این داده‌ها، می‌تواند بستر تأمین مالی عمومی و ایجاد بدهی مسئولانه را تقویت و تشویق نماید.

عوامل متعددی ظرفیت ایجاد/ تحمل بدهی یک کشور را تعیین می‌کند، به گونه‌ای که خطر پایداری بدهی وجود نداشته باشد. به عنوان مثال می‌توان به کیفیت مؤسسات و نهادهای مدیریت بدهی، سیاست‌ها، هزینه استقراض و مبانی اقتصاد کلان اشاره داشت. این ظرفیت در هر زمانی می‌تواند متغیر باشد و از شرایط اقتصاد

جهانی نیز به طور مستقیم تأثیر می‌پذیرد. علاوه بر موارد صدرا لاشاره، رشد یکی از عوامل اصلی تعیین‌کننده میزان ظرفیت ایجاد بدهی جوامع است، زیرا رشد بالا پویایی بدهی عمومی را بهبود می‌بخشد و سیر تاریخی نیز مؤید این است که رشدهای قابل ملاحظه کاهش بدهی عمومی را حتی بدون تجدید ساختار امکان‌پذیر کرده است. با این حال، در بسیاری از مواقع رشد اقتصادی متأثر از عواملی است که کنترل کشورها بر آن محدود است،^۱ به عنوان مثال می‌توان به رونق جهانی، بهبود تجارت و صادرات منابع طبیعی اشاره داشت. همچنین بدون توجه به موارد اشاره شده، تحریک (مهیج) رشد داخلی برای یک دوره پایدار دشوار است و احتمال دارد نیازمند ایجاد بدهی‌های جدید برای تأمین سرمایه‌گذاری عمومی و مواردی از این قبیل باشد. به طور خلاصه، نظر به اینکه چشم‌انداز رشد نامشخص و متأثر از متغیرهای فراوانی است، باید مدیریت بدهی همواره در اولویت باشد.

همان‌طور که اشاره شد دولت‌ها می‌توانند به شیوه‌های مختلفی دست به استقراض و ایجاد بدهی نمایند، اما متداول‌ترین شیوه در ادبیات اقتصادی که از سایر روش‌ها دارای شفافیت بیشتر و آثار مخرب کمتری است انتشار اوراق بدهی می‌باشد. انتشار این اوراق با اشکال (شیوه/ شکل)، سررسید و عناوین مختلف قابل انجام می‌شود. در سال ۱۳۹۴ بعد از مشخص شدن میزان بدهی‌های دولت که توسط وزیر اقتصاد وقت حدود ۷۰۰ هزار میلیارد تومان اعلام شد بازارپذیر شدن بدهی‌های دولتی و استفاده از ابزارهای نوین مالی در دستور کار قرار گرفت. بر همین مبنا سازمان بورس و کمیته فقهی بورس ابزارهای متنوع‌تری را در اختیار دولت قرار دادند. پیش‌تر نیز، میزان و تغییرات تأمین مالی صورت گرفته از محل انتشار اوراق مالی ارائه شد.

۶-۳- مخاطرات پیش‌رو و تحمیل بار زود هنگام تأمین مالی از محل اوراق مالی

جان مایر جامعه‌شناس یکی از نخستین افرادی بود که موضوع هم‌شکل‌گرایی را مطرح کرد. جان مایر اشاره می‌دارد که دولت‌ها در نظام جهانی هم‌شکل‌گرایی ساختاری را در پیش می‌گیرند. همچنین پل دیماجیو و وودی پاول نظریه‌پردازان سازمانی، هم‌شکل‌گرایی را یکی از راهبردهای سازمان‌های خصوصی و دولتی عنوان می‌کنند. ادای هم‌شکلی،^۲ شکل و کارکرد را با هم مخلوط می‌کند و «شبيه بودن» جایگزین «کاری کردن» می‌شود. به گونه‌ای که تهیه و تصویب اسناد بودجه خوشایند شمرده می‌شود حتی اگر این اسناد برآیند بودجه را تعیین نکنند یا به پایان رساندن دوره طرح‌های تشریفاتی «کارآموزی» موفقیت محسوب می‌شود حتی اگر حرفه هیچ‌کس در عمل بهبود پیدا نکند (اندروز و همکاران، ۱۳۹۸).^۳ ادای هم‌شکلی باعث تداوم مرحله کنونی

۱. گفتنی است این مهم نافی اقدامات لازم و بسترسازی برای همکاری و نقش داشتن در اقتصاد جهانی از سمت کشورها نیست. به بیان دیگر، زمانی یک کشور می‌تواند از رونق‌های جهانی منتفع شود که پیش‌تر از آن نظم و شرایط همکاری با اقتصاد جهانی را پذیرفته و اقدامات و بسترهای لازم را فراهم آورده باشد.

2. Isomorphic mimicry

3. Matt Andrews, Lant Pritchett and Michael Woolcock (2017)

می‌شود؛ به بیان دیگر، تکنیکی راهگشا برای شکست پیروزمندانه است و دام قابلیت^۱ در مسیر توسعه را تداوم می‌بخشد. به همین منظور، سازمان‌ها معمولاً برای کسب مشروعیت خود این رویه را در پیش می‌گیرند.^۲ نظر به اینکه، هم‌اکنون مرحله سوم^۳ مشق توسعه در برنامه‌ریزی- برای توسعه- در کشورهای در حال توسعه، در دستور کار است که سیاست‌گذاران بر این باورند کشورهای توسعه یافته نهادهای خوب دارند پس باید نهادهای خوب ترویج و اقتباس شود تا توسعه یافتگی حاصل گردد. این در حالی است که در رویکرد برنامه‌ای به «نهادهای خوب» معمولاً شکل و کارکرد با هم اشتباه گرفته می‌شود. به بیان دیگر، شکل با خودش کارکرد می‌آورد. این است که پیوند زدن «بهترین سرمشق‌ها» از بستری به بستری دیگر تجویز می‌شود. شکل نهادها^۴- قانون اساسی، قانون تجارت، رویه‌های مبارزه با فساد و مواردی از این قبیل- را اقتباس کردن و پیوند زدن آن‌ها کار آسانی است. زیرا کشورها می‌توانند با تصویب قوانین شکل نهادها را تعیین کنند مانند بانک مرکزی مستقل، بودجه‌بندی نتیجه‌محور، مشارکت عمومی- خصوصی، انتشار اوراق مالی و افزایش تعهدات آتی دولت‌ها. در حالی که این مهم به تنهایی ضامن موفقیت نیست و اگر پیوند زدن اشکال (نهادهای) بدون تلاش برای ایجاد دانش بومی و داخلی و فشار از بیرون برای عملکرد انجام شود احتمال کسب موفقیت بعید به نظر می‌رسد. اندروز و همکاران بر این باورند که شکل‌گیری قابلیت حکومت به معنای حرکت کردن تعادل بوم‌شناسی است؛ به بیان دیگر، نوسازی فرایند دائمی کشف و تشویق طیف گوناگونی از نهادها در بستری خاص است که به کارکردپذیری^۵ بهتر منجر می‌شود و باید محیط متناسب گسترده این بوم‌شناسی مورد توجه واقع شود، زیرا نقش اساسی در شکل‌دهی به دستاوردهای مشاهده شده را دارد. همچنین، پیدا کردن و تناسب داشتن راه‌حل‌ها

۱. ملزم کردن سازمان‌ها و نهادها به انجام برخی وظایف، پیش از اینکه آن‌ها واقعاً قابلیت انجام دادنش را داشته باشند، فشار بسیار زیادی به سازمان و عاملانش وارد می‌کند و حتی به فروپاشی آن قابلیت کوچک ساخته شده می‌انجامد. وقتی چنین فرایندهایی مدام تکرار می‌شوند، تحمل بار زودهنگام باعث تقویت دام قابلیت می‌شود؛ با خواستن خیلی زیاد، خیلی زود و خیلی مداوم چیزهایی که خیلی کم داریم، امکان‌پذیری و مشروعیت اصلاحات و قابلیت‌سازی در معرض خطر قرار می‌گیرد. با وجود تلاش‌های آگاهانه و با نیت خیر بازیگرهای داخلی (پیشگامان اصلاحات) و سازمان‌های توسعه بیرونی برای شتاب بخشیدن به نوسازی، نیروهای دوگانه «ادای هم‌شکلی درآوردن» و «تحمل بار زودهنگام» اغلب می‌تواند باعث گیرکردن کشورها در دام‌های قابلیت شوند (مرکز توانمندسازی حاکمیت و جامعه).

۲. بخشی از مطالب این بخش برگرفته از مقدمه [خبرنامه هفتگی مدیریت تعارض منافع شماره ۱۲](#) که در شهریور ۱۳۹۹ منتشر شده است اقتباس شده است.

۳. نویسندگان کتاب توانمندسازی حکومت، شواهد، تحلیل و عمل، مرحله نخست را، مرحله انباشت یا «فشار بزرگ» در دهه‌های ۱۹۵۰ و ۱۹۶۰ و اصلاح سیاست‌گذاری یا «تعدیل ساختاری» در دهه‌های ۱۹۸۰ و ۱۹۹۰ را مرحله دوم ذکر می‌کنند.

۴. نهادها قواعد بازی هستند و سازمان‌ها بازیگر:

- نهادها محدودیت‌هایی هستند که انسان‌ها بر تعامل بشری تحمیل می‌کنند؛ به عبارت دیگر، قواعد بازی هستند که شامل؛ قواعد رسمی (تمامی قوانین)، هنجارها، قواعد غیررسمی (فرهنگ، ... و ...)
- سازمان‌ها؛ سازمان‌ها متشکل از گروه‌هایی از افراد هستند که به لحاظ برخی اهداف مشترک گرد هم آمده‌اند (بازیگران)؛ مانند بنگاه‌های تجاری، مؤسسات تعاونی، احزاب سیاسی، پارلمان و مؤسسات نظارتی. لازم به ذکر است هیئت‌های مذهبی و کلوپ‌ها نیز سازمان‌های اجتماعی به شمار می‌آیند.

5. Functionality

یک قابلیت جمعی است که فقط از طریق آزمون و خطا به دست می‌آید؛ به بیان دیگر، مستلزم استفاده از رویکردهای مناسب همچون «انطباق مداوم مسئله‌محور» است.

علاوه بر «ادای هم شکلی» که می‌تواند موجب گیر افتادن حکومت‌ها در دام قابلیت شود، «تحمیل بار زودهنگام»^۱ نیز می‌تواند همین نتیجه را در پی داشته باشد. به بیان دیگر، انتظارات غیرواقعی در فرایندهای اصلاحی می‌تواند موجب از دست رفتن مقبولیت هنجاری شود، زیرا به کارگیری بهترین سرمشق‌ها در محیط‌های کم‌قابلیت به فرایند جدا شدن می‌انجامد. میان بهترین سرمشق که اقتباس می‌شود و آنچه در عمل اتفاق می‌افتد شکاف‌های قابل توجهی وجود دارد، از این‌رو نیاز است از «خواستن خیلی زیاد»، «خیلی زود» و «خیلی مداوم» پرهیز شود که امکان‌پذیری، مشروعیت اصلاحات و قابلیت‌سازی در معرض خطر قرار نگیرد. در صورتی که نهادها و سازمان‌های نوپا تحت فشار اجرایی واقعی قرار گیرند احتمال فروپاشی آن‌ها وجود دارد که می‌تواند وضعیتی به مراتب بدتر از قبل را منجر شود و این مهم مشروعیت‌زدایی اصلاحات را در پی خواهد داشت. به بیان دیگر توجه به این نکته ضروری است که واقعیت همیشه سرسخت‌تر از آرزوها است.

چنانچه توسعه بازار بدهی و تأمین مالی منابع عمومی از محل انتشار اوراق مالی را یک نمونه از اقدامات مشق توسعه در مرحله سوم در نظر گرفت که به عنوان یکی از مصادیق بهترین سرمشق از تجارب دیگر کشورها اقتباس شده است. از این‌رو، موفقیت این مهم در گرو مجموعه اقداماتی فراتر از ادای هم شکلی و عدم تحمیل بار زودهنگام است. از یک‌سو، توجه به مؤلفه‌های افزایش کارکردپذیری تأمین منابع عمومی از محل انتشار اوراق مالی، در بستر نهادی و ساختاری کشور اهمیت ویژه‌ای دارد؛ زیرا همان‌طور که اندروز و همکاران (۱۳۹۸) بر این باورند که پیدا کردن و تناسب داشتن راه‌حل‌ها یک قابلیت جمعی است و فقط از طریق آزمون و خطا به دست می‌آید. به باور نگارنده استفاده از رویکردهای مناسب مانند «انطباق مداوم مسئله‌محور» کارکردپذیری را افزایش خواهد داد. از دیگر سو، انتظارات غیرواقعی مانند تأمین منابع مالی زیاد و پوشش تمام و کمال کسری بودجه از محل انتشار اوراق مالی، موجب تحمیل بار زودهنگام بر این اقدام اصلاحی (جلوگیری از پولی شدن کسری بودجه و تقویت بازار بدهی) شده و ممکن است امکان‌پذیری، مشروعیت و قابلیت‌سازی در معرض خطر قرار گیرد. از این‌رو نیاز است بیش از پیش توجه به این مهم در کانون توجه سیاست‌گذاران و قانون‌گذاران واقع شود.

درجات بالای عدم قطعیت، ترکیب نامتوازن پرتفوی بدهی دولت ایران در مقایسه با کشورهای صنعتی و نوظهور به دلایل مختلف از جمله سهم ناچیز بدهی‌های خارجی و سهم غالب بدهی‌های غیرسیال^۲، درجه التزام در ایفای تعهدات در قبال آن‌ها و الگوی رفتاری پیچیده دولت در خلق تعهدات و تضامین منجر به ایجاد بدهی در سررسید، موجب افتراق وسیع در نقض فروض مبتنی بر ماهیت داده‌ها و نیز کاهش فضای مالی مورد

1. Premature load Bearing

۲. بدهی‌هایی که خارج از مکانیسم انتشار اوراق مالی در سبد بدهی‌های دولت انباشت می‌شود.

واکاوی در تحلیل متعارف پایداری بدهی‌ها در ایران در مقایسه با سایر کشورها شده است. اتخاذ یک راهبرد متقن با هدف اجتناب از بروز انحرافات احتمالی در روند جاری و آتی بدهی‌ها از مسیر مطمئن توسعه و تعمیق بازار بدهی‌های عمومی به گونه‌ای که دولت همواره قادر به ایفای تعهدات خود در خصوص بازپرداخت اصل و فرع باشد، ضرورت تدوین چارچوبی منسجم برای ارزیابی مستمر پایداری بدهی‌ها را گوشزد می‌نماید.

ابعاد مفهوم پایدار بدهی^۱ حسب تعاریف صورت پذیرفته از دامنه وسیعی برخوردار است، پیش‌شرط موقعیتی که در آن بدهی‌ها پایدار قلمداد می‌شود را می‌توان در نبود شرایط اعسار و اطمینان از وجود نقدشوندگی کافی دارایی‌ها و عدم سوق یافتن دولت به سمت شرایط بازی پانزی^۲ خلاصه نمود؛ از این منظر هنگامی یک اقتصاد، توان ایفای تعهدات خود را دارد یا اصطلاحاً غیرمعسر^۳ است که جریان مورد انتظار درآمدهای فعلی، مجموع بدهی و مخارج انتظاری آتی را پوشش دهد. به عبارت دیگر، هرگاه تراز اولیه (خالص غیر بهره‌ای منابع و مصارف بودجه دولت) قادر به پرداخت تعهدات باشد، اقتصاد غیرمعسر و در غیر این صورت معسر قلمداد می‌شود. همچنین در شرایطی که جریان مورد انتظار درآمدهای فعلی و آتی، مجموع بدهی و مخارج انتظاری آتی را پوشش دهد، شرایط عدم اعسار ضعیف^۴ حاصل می‌شود. بدیهی است نقدشوندگی^۵ بالاتر دارایی‌ها- یک دارایی مادامی از درجه نقدشوندگی کافی برخوردار است که در صورت نیاز قادر به پرداخت دین ناشی از آن باشد- برآورد کم ریسک‌تری از منابع آتی را میسر نموده و در نقطه مقابل شرایط پانزی به دلیل تأمین مالی تعهدات گذشته از محل خلق بدهی و تعهدات جدید، فاقد شرط پوشش‌دهی درآمدهای آتی برای تعهدات گذشته قلمداد می‌شود که نافی پایداری بدهی است. در خصوص تعریف نقدشوندگی می‌توان به طور خلاصه آن را در شرایطی در نظر گرفت که در آن دولت جهت تأمین تعهدات سررسید شده از دارایی‌های با کیفیت نقدشوندگی بالا و ظرفیت غلتاندن بدهی- مشروط به هزینه و ریسک کمینه و معقول- کافی برخوردار باشد.

در این چارچوب همان‌طور که نمایان است تحلیل پایداری بدهی بر ظرفیت پرداخت جاری و آتی به عنوان اصل کلیدی تأکید دارد و به بیان ساده «رشد بدهی دولت» نباید با شتابی فراتر از «روند جاری و پیش‌بینی واقع‌بینانه از روند آتی درآمدها» و ظرفیت پرداخت^۶ آن رشد کند.

1. Debt Sustainability Analysis
2. Ponzi Scheme
3. Insolvent
4. Weak Solvency Condition
5. Liquidity

۶. ظرفیت پرداخت شامل جریان درآمدی و امکان اتکا به غلتاندن بدهی‌ها (انتشار اوراق جدید برای تسویه اصل و فرع بدهی‌های سررسید شده با نرخ معقول (تأمین مالی کم‌هزینه) و ریسک کمینه است.

از منظر اقتصادی نیز مادامی یک دولت از پایداری بدهی برخوردار است که نیازی به نکول^۱، مذاکره^۲ و یا تجدید ساختار بدهی^۳ نداشته و یا تحت فشار تعهدات منجر به بدهی^۴ - در موعد سررسید - مجبور به اعمال تعدیلات سیاستی غیرواقعی^۵ - برای نمونه تحمیل اجرای سیاست‌های ریاضتی فاقد امکان اجرا - نگردد.

در این راستا با توجه به تعریف فوق‌الذکر، به جهت امکان کمی‌سازی بررسی پایداری بدهی‌های دولت از نسبت‌ها و سنجه‌های ارزیابی‌کننده بهره گرفته می‌شود، از این منظر تعهدات در اقتصاد هنگامی پایدار است که نسبت‌های بدهی برآورد شده آتی آن، به اندازه کافی پایین بوده و در عین حال روند پایدار یا کاهنده را تجربه نماید و لذا در نقطه مقابل بدهی یک کشور مادامی ناپایدار قلمداد می‌شود که روند نسبت‌های بدهی برآورد شده آتی آن فزاینده بوده و یا با وجود روند کاهنده در سطوح بالاتر از آستانه معقولی - متناسب با سطح پوشش داده‌ها و دینامیسم حاکم در اقتصاد کشور مورد بررسی و درجه توسعه یافتگی مالی آن - قرار داشته باشند. از این منظر اتخاذ راهبرد میان‌مدت و نقشه راه برنامه بلندمدت متناظر با مختصات نظام سیاستگذاری کشور به منظور جلوگیری از انحراف مسیر بدهی‌ها از یک روند متوازن به گونه‌ای که دولت همواره قادر به ایفای تعهدات خود باشد، ضرورت دارد.

ارزیابی پایداری بدهی دولت‌ها معمولاً بر اساس شاخص‌هایی به منظور توانایی بازپرداخت آن‌ها در آینده مورد سنجش قرار می‌گیرد. مهم‌ترین این شاخص‌ها نسبت بدهی دولت به تولید ناخالص داخلی است. این شاخص در واقع توان بازپرداخت بدهی‌ها توسط دولت را به تصویر می‌کشد. این مهم برای لبنان در سال ۲۰۱۹ بیش از صد و چهل (۱۴۰) درصد با سهم بالا بدهی خارجی بود که نکول^۶ را به دنبال داشت. صندوق بین‌المللی پول نسبت بدهی پنجاه (۵۰) و هفتاد (۷۰) درصد به تولید ناخالص داخلی برای کشورهای در حال توسعه را به ترتیب «آستانه هشدار» و «آستانه خطر» قلمداد می‌کند.

سنجه‌های اصلی برآوردکننده پایداری بدهی را می‌توان به شرح موارد ذیل خلاصه کرد؛ پیش از آن یادآور می‌شود که نسبت آستانه بحرانی و هشدار هرکدام از نسبت‌های مذکور در هر کشور متناظر با مختصات حوزه مدیریت بدهی، ترکیب پرتفوی بدهی‌های دولت، معادلات حاکم در فضای اقتصاد سیاسی کشور، حجم دولت، ابعاد بودجه و میزان فعالیت‌های فرابودجه‌ای آن کشور است.

1. Default
2. Renegotiate
3. Restructure
4. Debt Overhang
5. Make Unrealistically Large Policy Adjustments

۶. در اصطلاح مالی اگر طرف قرارداد نتواند در قبال قراردادی که بسته است به تمام یا بخشی از تعهداتش، خواسته یا ناخواسته عمل کند، «نکول» انجام داده است.

جدول ۳۴: سنجه‌های پایداری بدهی و مقادیر آستانه

سنجه	اقتصادهای توسعه یافته	اقتصادهای نوظهور
نیاز به تأمین مالی ناخالص ^۱ *	۱۵	۱۰
بدهی کل به تولید ناخالص داخلی ^۲ *	۶۰	۵۰
تغییرات تراز اولیه سه ساله درصد از تولید ناخالص داخلی	۲	۲
ضریب تغییرات ^۳ نرخ رشد	۱	۱
نیاز به تأمین مالی خارجی نسبت به تولید ناخالص داخلی ^۴	۲۵	۱۵
نسبت بدهی به پول خارجی به کل بدهی عمومی	-	۶۰
تأمین بدهی افراد غیر مقیم به کل بدهی عمومی	۴۵	۴۵
تغییر در نسبت بدهی کوتاه‌مدت به کل بدهی عمومی در سررسید اولیه	۱,۵	۱
انتشار اوراق ^۵	۶	۲

* از این دو شاخص به عنوان سنجه‌های اصلی یاد شده و دیگر موارد فرعی محسوب می‌شوند.

مأخذ: یافته‌های پژوهش و دمنه و خان‌میرزائی، ۱۳۹۷

راهبرد میان‌مدت مدیریت بدهی در حقیقت برنامه اجرایی دولت برای دستیابی به ترکیب مطلوب پورتفوی بدهی دولتی در میان‌مدت است، به گونه‌ای که ملاحظات مربوط به کمترین هزینه-ریسک در آن رعایت شده باشد. تمرکز اصلی راهبرد میان‌مدت مدیریت بدهی بر مدیریت ریسک پورتفوی بدهی دولت به‌ویژه تغییرات احتمالی هزینه پرداخت‌های آتی اصل و فرع بدهی و تأثیر آن بر بودجه دولت است. این راهبرد، نحوه تغییرات هزینه و ریسک را در ترکیب بدهی دولت تعیین می‌کند. دامنه پوشش آن معمولاً بدهی دولت مرکزی-بودجه و فرابودجه و صندوق‌های بازنشستگی-شهرداری‌ها و بدهی مؤسسات عمومی است.

همان‌طور که پیش‌تر از نظر گذشت، تأمین مالی از محل اوراق مالی طی یک دهه اخیر در اقتصاد ایران مورد توجه واقع شده است. از این‌رو، بررسی مداوم پایداری بدهی ضروری است. به همین منظور، سنجه‌های «نسبت بدهی کل به تولید ناخالص داخلی» و «نیاز به تأمین مالی ناخالص» بر اساس آنچه در جدول فوق‌الذکر ارائه شد و همچنین، سنجه «نسبت بدهی کل به درآمدهای مالیاتی»^۶ برای اقتصاد ایران در سال ۱۳۹۹ محاسبه شد و در جدول (۳۵) ارائه گردیده است. همان‌طور که ملاحظه می‌شود شاخص بدهی کل به تولید ناخالص داخلی برای ایران در سال ۱۳۹۹، حدودی سی و هشت (۳۸) درصد است که چنانچه حد آستانه‌ای سی (۳۰) درصد را در نظر گرفته شود، وضعیت ناپایداری و اگر حد آستانه پنجاه (۵۰) درصد مدنظر قرار گیرد وضعیت

1. GFN/GDP (Gross Financing Needs /Gross Domestic Product)

Government gross financing needs are in particular defined as the sum of the budgetary deficit, debt amortizations (including debt securities and loans), as well as other potential debt creating / reducing flows (stock-flow adjustments).

2. Debt/GDP

3. Coefficient of variation (CV)

۴. بر اساس استانداردهای صندوق بین‌المللی پول حد آستانه حساسیت برای شاخص بدهی به تولید ناخالص داخلی در کشورهای مشابه ایران که دسترسی محدود به بازارهای مالی بین‌المللی، سیستم مالیاتی ضعیف و سیستم مالی شکننده (ناکارآمد) دارند، حدود سی (۳۰) درصد در نظر گرفته می‌شود.

5. Bond Spread

۶. نرخ آستانه این نسبت بر اساس مطالعات کوهن (۱۹۹۷) معمولاً حدود دویست و نود (۲۹۰) در نظر گرفته می‌شود.

پایدار ارزیابی می‌شود. نسبت نیاز به تأمین مالی ناخالص نیز در سال ۱۳۹۹ کمتر از هشت (۸) درصد بوده است. از سوی دیگر، شاخص نسبت بدهی کل به درآمدهای مالیاتی در سال یاد شده حدود ششصد و سی (۶۳۰) درصد است. در میان سه شاخص بررسی شده، از یک‌سو، دو شاخص وضعیت بدهی در ایران را پایدار ارزیابی می‌نماید. از دیگر سو، یکی از سنج‌های مزبور، وضعیت بدهی را ناپایدار ارزیابی می‌کند.

جدول ۳۵: پایداری بدهی ایران در سال ۱۳۹۹/هزار میلیارد تومان/درصد

میزان	شرح
۱.۳۰۹	بدهی کل ^۱
۳.۴۳۵	تولید ناخالص داخلی ^۲
۲۰۷	درآمدهای مالیاتی ^۳
۲۶۴/۵	نیاز به تأمین مالی ناخالص ^۴
۳۸/۱	نسبت بدهی کل به تولید ناخالص داخلی
۷/۷	نسبت نیاز به تأمین مالی ناخالص به تولید ناخالص داخلی
۶۳۲/۴	نسبت بدهی کل به مالیات

مأخذ: گرمایی (۱۴۰۰). حساب‌های ملی بانک مرکزی، گزارش تفریح بودجه سال ۱۳۹۹ و محاسبات پژوهش

آنچه باید در ارتباط با پایداری بدهی در ایران مورد توجه واقع شود، رشد میزان بدهی در سال‌های آینده و ساماندهی درآمدهای مالیاتی است. اگر تحریم‌های اقتصادی ادامه داشته باشد، منابع عمومی بودجه محدود باقی خواهند ماند. چنانچه جبران کمبود منابع عمومی از محل ایجاد بدهی به تنهایی دستور کار باشد، پایداری بدهی در آینده نه‌چندان دور با چالش مواجه خواهد شد.

۱. میزان بدهی ایران از گزارش گرمایی (۱۴۰۰) که در سه طبقه‌بندی «بدهی دولت به پیمانکاران و مشاوران حقوقی خصوص (بابت طرح‌های تملک دارایی‌های سرمایه‌ای)»، «مؤسسات و نهادهای عمومی غیردولتی» و «بدهی دولت به بانک‌ها و مؤسسات اعتباری» بررسی شده، اخذ گردیده است.

۲. تولید ناخالص داخلی به قیمت پایه/حساب‌های ملی بانک مرکزی

۳. براساس گزارش تفریح بودجه سال ۱۳۹۹، درآمدهای مالیاتی و گمرکی تحقق ۲۰۷،۳۴۰ میلیارد تومان بوده است.

۴. براساس تعریف ارائه شده در این گزارش «نیاز به تأمین ناخالص داخلی»، منظور کسری تراز عملیاتی، کسری تراز دارایی‌های سرمایه‌ای در صورت وجود و تملک دارایی‌های مالی (بازپرداخت بدهی‌های سررسید شده) است. رقم در نظر گرفته شده براساس گزارش تفریح بودجه سال ۱۳۹۹ در نظر گرفته شده است.

۷- جمع‌بندی، نتیجه‌گیری و پیشنهادها

نظام تأمین مالی بخش مهمی از نظام اقتصادی هر کشور بوده و عملکرد این نظام تأثیر قابل توجهی بر عملکرد کل اقتصاد دارد. این نظام شامل مجموعه‌ای از بازارها، نهادها و ابزارهای مالی و چارچوب‌های قانونی است. توسعه بخش مالی نیز از جمله استراتژی‌های توسعه بخش خصوصی به منظور تحریک رشد اقتصادی و کاهش فقر محسوب می‌شود.

تأمین بودجه عمومی ایران در دوره بعد از انقلاب سال اسلامی (۱۳۵۷)، همچون دهه‌های ۱۳۴۰ و ۱۳۵۰، به طور عمده از محل منابع بین نسلی نفت بوده است. اما برخلاف دوره‌های قبل از انقلاب که این منبع بین نسلی به طور عمده صرف پروژه عمرانی می‌شد در دوره‌های اخیر به دلیل افزایش هزینه‌های جاری دولت و عدم افزایش متناسب در درآمدهای مالیاتی آن، عایدات نفتی سهم بزرگ‌تری در پوشش کسری عملیاتی بودجه داشته‌اند. شاید بتوان مهم‌ترین عوامل افزایش هزینه‌های جاری دولت در دوره بعد از انقلاب اسلامی را به افزایش جمعیت کشور و محول شدن وظایف اجتماعی سنگین به دولت در حوزه آموزش و پرورش، بهداشت و درمان، کمک‌ها و حمایت‌های اجتماعی و گسترش بی‌رویه هزینه‌های جاری به‌ویژه در زمان رونق‌های نفتی برشمرد.

کسری بودجه از پدیده‌های رایج در اقتصاد کشورها به شمار می‌آید. دولت‌ها در اقتصاد، در راستای دستیابی به توسعه و بهبود وضعیت اقتصادی با پدیده کسری بودجه مواجه می‌شوند. بر اساس ادبیات نظری و تجربی، دولت‌ها به‌طور کلی از چهار روش انتشار اوراق مالی، انتشار پول، استقراض از خارج و فروش دارایی‌های خود می‌توانند منابع مالی برای جبران کسری بودجه را تأمین کنند.

سیر انتشار اوراق مالی در ایران به سال ۱۳۲۰ برمی‌گردد که تا دهه ۱۳۴۰ انتشار اوراق قرضه در ایران چندان گسترش پیدا نکرد؛ اما در سال ۱۳۴۳ با تصویب قانون انتشار اسناد خزانه، تأمین منابع مالی در اقتصاد ایران دستخوش تغییر شد. بعد از انقلاب اسلامی با تصویب قانون عملیات بانکی بدون ربا در شهریور ۱۳۶۲، علاوه بر عملیات بانکداری غیرمتعارف، بهره‌گیری از سایر ابزارهایی که ربوی شناخته می‌شد، بدین ترتیب پرونده استقراض عمومی از طریق انتشار اوراق قرضه بسته شد. پس از ممنوعیت یاد شده، برای اولین بار به منظور نوسازی بافت‌های فرسوده و اجرای پروژه بزرگراه نواب شهرداری تهران اقدام به انتشار اوراق مشارکت با نرخ سود علی‌الحساب بیست (۲۰) درصد نمود. در برنامه دوم توسعه بعد از انقلاب، انتشار اوراق مشارکت و سرمایه‌گذاری به عنوان یکی از روش‌های کارآمد سیاست‌های پولی و مالی اشاره شد.

در ادامه در قوانین سنواتی بودجه‌های سال‌های ۱۳۷۴ و ۱۳۷۵ نیز این مهم مورد توجه واقع شد تا در نهایت در سال ۱۳۷۶ قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت به تصویب مجلس شورای اسلامی رسید. با این حال تا سال ۱۳۸۹، تنها ابزار مورد استفاده در بازار بدهی، اوراق مشارکت بود. در دهه نود (۹۰) شمسی با توجه به نوسانات

قیمت نفت و تحریم‌های بین‌المللی و سایر شرایط حاکم بر اقتصاد ایران، انتشار اوراق مالی و تأمین منابع از این محل بیش از پیش مورد توجه واقع شد.

توسعه بازار بدهی و تأمین منابع عمومی از محل انتشار اوراق مالی را می‌توان یک نمونه از اقدامات مشق توسعه در مرحله سوم در نظر گرفت که به عنوان یکی از مصادیق بهترین سرمشق از تجارب دیگر کشورها اقتباس شده است. از این‌رو، موفقیت این مهم در گرو مجموعه اقداماتی فراتر از ادای هم‌شکلی و عدم تحمیل بار زودهنگام است. از یک‌سو، توجه به مؤلفه‌های افزایش کارکردپذیری تأمین منابع عمومی از محل انتشار اوراق مالی، در بستر نهادی و ساختاری کشور اهمیت ویژه‌ای دارد. زیرا انتظارات غیرواقعی مانند تأمین منابع مالی زیاد و پوشش تمام و کمال کسری بودجه از محل انتشار اوراق مالی، موجب تحمیل بار زودهنگام بر این اقدام اصلاحی (جلوگیری از پولی شدن کسری بودجه و تقویت بازار بدهی) شده و ممکن است امکان‌پذیری، مشروعیت و قابلیت‌سازی در معرض خطر قرار گیرد.

بررسی پایداری بدهی در ایران حاکی از آن است که شاخص‌های «بدهی کل به تولید ناخالص داخلی» و «نسبت نیاز به تأمین مالی ناخالص به تولید ناخالص داخلی» در سال ۱۳۹۹، به ترتیب حدود سی و هشت (۳۸) و هشت (۸) درصد بوده است. همچنین، شاخص «نسبت بدهی کل به درآمدهای مالیاتی» در سال یاد شده حدود شش‌صد و سی (۶۳۰) درصد است. از این‌رو، در میان سه شاخص بررسی شده، دو شاخص وضعیت بدهی در ایران را پایدار و یکی از سنجه‌های مزبور، وضعیت بدهی را ناپایدار ارزیابی می‌کند. لازم به ذکر است، با توجه به اینکه طی یک دهه اخیر تأمین مالی عمومی در ایران به دلیل کاهش درآمدهای نفتی دستخوش تغییرات قابل توجه بوده، سیاست‌گذار مالی طی این دوره علاوه بر انضباط مالی، شیوه‌های جایگزین تأمین مالی عمومی را مورد توجه قرار داده است. از این‌رو، طی دوره یاد شده از ابزارهایی مانند انتشار اوراق مالی اسلامی، استفاده از منابع صندوق توسعه ملی، استقراض از بانک مرکزی و فروش دارایی‌ها و واگذاری سهام دولتی استفاده شده است، این در حالی است که آمارها و شاخص‌های عملکرد مرتبط با شیوه‌های تأمین مالی مذکور به صورت سازماندهی شده و منظم موجود نیست. بر اساس آنچه در این گزارش مورد بررسی و واکاوی قرار گرفت پیشنهاد می‌شود:

- به منظور بهره‌گیری از ظرفیت ایجاد بدهی و تداوم امکان انتشار اوراق مالی توسعه و تعمیق بازار بدهی در دستور کار قرار گیرد.
- توسعه و افزایش عمق بازار بدهی با هماهنگی سیاست‌های پولی و مالی، افزایش تنوع ابزارهای مالی، اتصال به بازارهای مالی خارجی و به‌کارگیری شیوه‌ها نوین مدیریت بدهی و پایبندی به اصول آن در دستور کار قرار گیرد.
- با رفع کاستی‌ها و کژکارکردی‌ها عملیات بازار باز، بستر نهادی لازم برای توسعه بازار بدهی فراهم گردد.
- به منظور تعمیق بازار بدهی، بسترهای لازم جهت توسعه بازار بدهی شرکتی فراهم و تقویت شود.

- توسعه بازار بدهی و کاهش هزینه‌های تأمین مالی اقتصاد از طریق ایجاد مشوق شیوه‌هایی مانند معافیت‌های مالیاتی به منظور ترغیب شرکت‌ها و کسب و کارهای خصوصی به انتشار اوراق شرکتی در دستور کار قرار گیرد.
- بستر حضور و فعالیت معامله‌گران اولیه^۱ در بازار اولیه عرضه اوراق فراهم گردد.
- به منظور تعمیق و توسعه بازار بدهی و تقویت تأمین مالی بازار محور، انتشار اوراق مالی دولتی و شرکتی از کلیه کارمزدهای مرتبط در راستای افزایش نقدشوندگی معاف شود.
- میزان بدهی‌های دولت اعم از انتشار اوراق مالی و دیگر اشکال بدهی به تفکیک دستگاه سالانه انتشار یابد.
- میزان بدهی‌های شرکت‌های دولتی به تفکیک دستگاه به صورت سالانه انتشار یابد.
- شاخص‌های اصلی ارزیابی وضعیت پایداری مالی دولت، یعنی «بدهی کل به تولید ناخالص داخلی» و «نسبت نیاز به تأمین مالی ناخالص به تولید ناخالص داخلی» به صورت دوره‌ای انتشار یابد.
- میزان اوراق مالی انتشار یافته و سررسید شده به تفکیک نوع و تأمین مالی انجام شده از محل آن با ایجاد سامانه بدهی‌های عمومی توسط وزارت امور اقتصاد و دارایی یا بانک مرکزی برای عموم در دسترس باشد.
- ایجاد بستر انتشار اوراق مالی به منظور تأمین مالی طرح‌های توسعه‌ای سبز مانند انرژی‌های نو، حمل و نقل عمومی، بازیافت و مواردی از این قبیل در دستور کار قرار گیرد.

منابع

- اندروز، مت، لنت پریچت و مایکل وولکاک (۱۳۹۸). توانمندسازی حکومت؛ شواهد، تحلیل و عمل، ترجمه جعفر خیرخواهان و مسعود درودی، تهران: روزنه.
- آلوی، سو (۱۳۹۴). تغییرات اجتماعی و توسعه، ترجمه محمود حبیبی مظاهری، تهران: پژوهشکده مطالعات راهبردی.
- برخورداری، سجاد (۱۴۰۰/۰۶/۰۷). «منابع تأمین کسری بودجه»، دنیای اقتصاد، ۵۲۵۱.
- توکلی کاشی، علیرضا (۱۳۹۹). آشنایی با بازار بدهی در ایران، تارنمای حسین عبده تبریزی.
- توکلی کاشی، علیرضا (۱۴۰۰). بازار بدهی؛ مهجور در اقتصاد، دنیای اقتصاد، شماره ۵۱۷۲.
- چانگ، ها-جون (۱۳۹۸). تجربه توسعه آسیای شرقی (معجزه، بحران و آینده). ترجمه لیلاسادات فاطمی نسب، تهران: ثالث.
- حسنی، مجید، علیرضا ابراهیم قزوینی و حمزه ملکیان (۱۳۹۸). بررسی اهداف و عملکرد انتشار اوراق مالی در قوانین بودجه سنواتی و چالش‌های پیش روی آن (انتشار اوراق مالی؛ یک فرصت یا یک تهدید). دانش حقوق و مالیه، سال سوم، شماره ۸، ۷۷-۵۷.
- دایانا هانت (۱۳۸۶). نظریه‌های اقتصادی توسعه تحلیلی از پارادایم‌های رقیب، ترجمه غلامرضا آزاد (ارمکی)، تهران: نی.
- دمنه نیلوفر و فرهاد خان میرزائی (۱۳۹۷). تحلیل پایداری بدهی دولت و ارائه راهکار خروج از مسیر ناپایداری مالی، بیست و هشتمین همایش سالانه سیاست‌های پولی و ارزی، اصلاحات ساختاری برای ثبات مالی.
- روزنامه دنیای اقتصاد (۱۳۹۹). آشنایی با مفاهیم اقتصاد مالی و بازار سرمایه (۲): بازار مالی چیست و چه کاربردی دارد، شماره ۵۰۲۴.
- شاکری، عباس (۱۳۹۵). مقدمه‌ای بر اقتصاد ایران، تهران: رافع.
- شبیری‌نژاد، علی‌اکبر (۱۳۸۷). بودجه‌ریزی در ایران؛ بودجه و پارلمان، تهران: مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی.
- فالچر جمیز (۱۳۸۹). سرمایه‌داری مترجم مصطفی امیری، تهران: ماهی.
- قانون برنامه و بودجه.
- قانون محاسبات عمومی سال‌های ۱۳۱۲، ۱۳۴۹ و ۱۳۶۶.
- قوانین بودجه‌های سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۰ کل کشور.
- کاکائی جمال (۱۳۹۵). سنجش ردپای بوم‌شناختی انرژی در بخش‌های اقتصادی ایران: رویکرد داده-ستانده، دانشکده اقتصاد دانشگاه علامه طباطبائی.
- کاکائی جمال، بهاره فهیمی و محمدحسین نعیمی‌پور (۱۳۹۹). بررسی نظام مالی دولت؛ بخش خزانه‌داری کل (۱)، تهران: مرکز پژوهش‌های توسعه و آینده‌نگری.
- کاکائی، جمال (۱۳۹۹). بررسی منابع بودجه در لایحه بودجه سال ۱۴۰۰ کل کشور، تهران: مرکز پژوهش‌های توسعه و آینده‌نگری.
- کاکائی، جمال، یونس تیموری و حسین حسینی (۱۳۹۹). بررسی تجارب کشورهای همجوار پیرامون شیوه‌های تأمین کسری بودجه و درس‌هایی برای اقتصاد ایران، تهران: مرکز پژوهش‌های توسعه و آینده‌نگری.
- کامپو، سالواتور و دانیل توماسی (۱۳۸۹). مدیریت هزینه‌های عمومی، ترجمه گروه مترجمان، تهران: مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی.
- کردیچه، محمد (۱۳۹۷). بودجه و قاعده‌مندی سیاست مالی، تهران: مؤسسه عالی آموزش و پژوهش مدیریت و برنامه‌ریزی.
- گرائی‌نژاد، غلامرضا (۱۳۹۹). مقاله‌های درباره بودجه و کاربردهای آن در ایران، تهران: پرچین.

- گرمایی، ابوالفضل (۱۴۰۰). بررسی وضعیت بازار بدهی ایران، سازمان برنامه و بودجه کشور، معاونت امور اقتصادی و هماهنگی برنامه و بودجه، امور اقتصاد کلان، گزارش شماره ۹۶-۷.
- گزارش‌های عملکرد برنامه‌های پنجم و ششم توسعه، انتشارات سازمان برنامه و بودجه کشور.
- مرکز آمار ایران.
- مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی (۱۳۹۹). بدهی عمومی به زبان ساده؛ مسیر آتی آن در ایران، شماره مسلسل ۲۳۰۱۷۱۸۰.
- موسویان، سیدعباس و مجتبی کریمی (۱۳۸۸). بررسی فرایند تأمین مالی از طریق انتشار اوراق اجاره (صکوک اجاره)، دومین کنفرانس بین‌المللی توسعه نظام تأمین مالی در ایران، تهران: مرکز مطالعات تکنولوژی دانشگاه صنعتی شریف.
- نورث، داگلاس سسیل (۱۳۹۶). فهم فرایند تحول اقتصادی، ترجمه میرسعید مهاجرانی و زهرا فرضی‌زاده، تهران: نهادگرا.
- Adelman, Irma (1999). "Fallacies in Development Theory and Their Implications for Policy" University of California at Berkeley, Working Paper, No.877.
- Agreement between the Ministry of Finance and Central Bank of Iceland on Treasury debtmanagement:http://eng.fjarmalaraduneyti.is/media/finances/Agreement_between_MoF_and_CBoI.pdf.
- Arslan, Y., Drehmann, M., & Hofmann, B. (2020). *Central bank bond purchases in emerging market economies* (No. 20). Bank for International Settlements.
- Axilrod, S. (2009). "Inside the Fed", Cambridge: The MIT Press.
- Baker, S. R., Bloom, N., Davis, S. J., & Terry, S. J. (2020). *Covid-induced economic uncertainty* (No. w26983). National Bureau of Economic Research.
- Baldwin, R. E., & Weder, B. (Eds.). (2020). *Mitigating the COVID economic crisis: Act fast and do whatever it takes*. CEPR press.
- Bank for International Settlements (2005a). Report by the Study Group on Central Bank Capital.
- Bank for International Settlements (2009). Monetary policy frameworks and central bank market operations, Markets Committee.
- Berglöf, E., Brown, G., Clark, H., & Okonjo-Iweala, N. (2020). What the G20 should do now. *VOXEU*. <https://voxeu.org/article/what-g20-should-do-now>.
- Bindseil, U. (2014). *Monetary policy operations and the financial system*. OUP Oxford.
- Bindseil, U., & Jablecki, J. (2011). The optimal width of the central bank standing facilities corridor and banks' day-to-day liquidity management.
- BIS Market Committee. (2013). Central bank operating frameworks and collateral markets. *CGFS Paper*, 53.
- Blommestein, H. J., & Turner, P. (2011). Interactions between Sovereign Debt Management and Monetary Policy Under Fiscal Dominance and Financial Instability. Available at SSRN 1964627.
- Bolton, P., Despres, M., da Silva, L. A. P., Samama, F., & Svartzman, R. (2020). The Green Swan—Central Banking and Financial Stability in the age of climate change. Bank for International Settlements.
- Carracedo, M., & Dattels, P. (1997). Survey of public debt management frameworks in selected countries. *Coordinating Public Debt and Monetary Management*, 96-162.
- Chen, Q., Filardo, A., He, D., & Zhu, F. (2012). The impact of central bank balance sheet policies on the emerging economies. *BIS Papers*, (66).

- Cohen, D. (1997). A note on solvency indicators. *Center for Economic Policy Research, Working Paper*, (1753).
- Dack, Jozef Van't (1999). "Implementing Monetary Policy in emerging market economies: an overview of issues"|| ,Bank for International Settlements, Policy Papers No. 5 March
- Developing Government Bond Markets: A Handbook", World Bank/ IMF, 2001, Chapter7: "Developing Secondary Market Structures for Government Securities"
- Developing the Domestic Government Bond Market: From Diagnostics to Reform Implementation," World Bank, 2007
- Essl, S. M., Kilic Celik, S., Kirby, P., & Proite, A. (2019). Debt in low-income countries: Evolution, Implications, and remedies. *World Bank Policy Research Working Paper*, (8794).
- European Primary Dealerships Handbook", AFME/ European Primary Dealers Association <http://www.afme.eu/contactform.aspx?ekfrm=2088>.
- Filardo, A. J., Mohanty, M. S., & Moreno, R. (2012). Central bank and government debt management: issues for monetary policy. *BIS Paper*, (67d).
- Hoogduin, L, B Öztürk and P Wiert (2010). "Public debt managers' behaviour: interactions with macro policies", DNB Working Papers, No 273
- Horn, S., Reinhart, C. M., & Trebesch, C. (2019). China's overseas lending (No. W26050). *NBER Working Paper. Massachusetts*.
- International Monetary Fund. Executive Board. (2000). *Debt-and Reserve-related Indicators of External Vulnerability: On May 1, 2000, the Executive Board Held a Seminar on Debt-and Reserve-related Indicators of External Vulnerability*. International Monetary Fund.
- Kose, M. A., & Ohnsorge, F. (2021). *A Decade After the Global Recession*. Washington, DC: World Bank.
- Lind, M. (2012). "Land of promise: an economic history of the United States", New York: Harper Collins.
- Managing Public Debt (2007). From Diagnostics to Reform Implementation, World Bank.
- Mbaye, S., Badia, M. M. M., & Chae, K. (2018). *Bailing out the people? When private debt becomes public*. International Monetary Fund.
- McLeay, M., Radia, A., & Thomas, R. (2014). *Money creation in the modern economy*. *Bank of England Quarterly Bulletin*, Q1.
- Moser-Boehm, P. (2006, March). The relationship between the central bank and the government. In *Central banks and the challenge of development, A special meeting of governors held at the BIS, Basel* (pp. 14-15).
- Pessoa, M., & Williams, M. J. (2013). *Government cash management: relationship between the treasury and the Central Bank*. International Monetary Fund.
- Potter, S. M., & Smets, F. (2019). Unconventional monetary policy tools: a cross-country analysis. BIS. Primary Dealer Systems", DRAFT Background Note, World Bank, Gemloc advisory services, March 2010.
- Primary Dealers in Government securities: Policy Issues and Selected countries Experience", IMF Working Paper, Marco, 2003.
- Reinhart, C and Sbrancia, M.B. (2015). "The Liquidation of Government Debt". IMF Working Paper WP/15/7, International Monetary Fund, Washington, DC
- Reinhart, C. M., Reinhart, V. R., & Rogoff, K. S. (2012). Public debt overhangs: advanced-economy episodes since 1800. *Journal of Economic Perspectives*, 26(3), 69-86.

-
- Richard, A., & Daniel, T. (Eds.). (2001). *Managing public expenditure a reference book for transition countries: A reference book for transition countries*. OECD Publishing.
- Roger, M. S., & Stone, M. M. R. (2005). *On target? The international experience with achieving inflation targets*. International Monetary Fund.
- Rostow, W. W., & Hatch, R. W. (1955). *An American Policy in Asia*. Published jointly by the Technology Press of Massachusetts Institute of Technology, and Wiley, New York.
- Schaechter, M. A., Kinda, M. T., Budina, M. N., & Weber, A. (2012). *Fiscal Rules in Response to the Crisis: Toward the "Next-Generation" Rules: A New Dataset*. International Monetary Fund.
- Sound Practice in Government Debt Management", Graeme Wheeler, World Bank 2004.
- State bank of Pakistan (2014), "Monetary policy frameworks in the SAARC region", Monetary policy department.
- Togo, E. (2007). *Coordinating public debt management with fiscal and monetary policies: an analytical framework* (Vol. 4369). World Bank Publications.
- www. Sifma. Org: [SIFMA Capital Markets Fact Book \(2021\)](#)

پیوست

معرفی گزارش بررسی نظام مالی دولت (۱)؛ بخش خزانه‌داری کل

مدیریت منابع مالی، یکی از مهم‌ترین وظایف دولت‌هاست که عملکرد بخش‌های مختلف و وضعیت عمومی جوامع را از حیث اقتصادی و اجتماعی تحت تأثیر قرار می‌دهد. زیرا مدیریت مالی حوزه‌های وسیعی از جمله تهیه و تدوین بودجه، مدیریت عملکرد مالی دولت، تنظیم قوانین حسابداری و کنترل و نظارت در این حوزه‌ها را در بر می‌گیرد. با توجه به اهمیت وظایف یاد شده، گزارش «بررسی نظام مالی دولت (۱)؛ بخش خزانه‌داری کل کشور» به بررسی ارتباط خزانه‌داری با سازمان (های) متولی سیاست‌های مالی در کشورهای منتخب و ایران پرداخت و از دهه ۱۹۸۰ به این سو، در نظام مالی دولت‌ها در سطح بین‌الملل، اصلاحات قابل توجهی در سیستم مدیریت مالی و هزینه‌های عمومی کشورها انجام شده است.

نتایج مطالعه یاد شده حاکی از آن است که الگوی واحدی به عنوان الگوی ایده‌آل برای سازماندهی ارتباط خزانه‌داری با سازمان (دستگاه) متولی سیاست‌های مالی وجود ندارد. بسیاری از کشورهای پیشرفته و کشورهای با درآمد متوسط توانسته‌اند طی دو سه دهه اخیر خزانه‌داری کل خود را از حالت متمرکز به غیرمتمرکز یا دوگانه دریاورند و از این طریق به پاسخگویی و شفافیت فعالیت‌های خزانه‌داری افزوده‌اند. همچنین، بسیاری از کشورها مؤسساتی را به عنوان بازوی کمکی خزانه ایجاد کرده‌اند تا آن‌ها را در امر مدیریت بدهی کمک کنند؛ از دیگر سو، در برخی از موارد کارکردهای خزانه را یکجا دیده‌اند. به عنوان مثال، برنامه‌ریزی و مدیریت نقدینگی را با هم ادغام کرده‌اند. نظر به اینکه چرخه مدیریت مالی دولت نیازمند هماهنگی و تعامل است، تفکیک وظایف میان دو دستگاه اجرایی را موجب می‌شود و گاهی ناهماهنگی‌هایی به وجود می‌آید. همچنین، کارشناسان توسعه بر این باورند در کشورهای در حال گذار باید خزانه و سازمان (دستگاه اجرایی) متولی بودجه یکی باشد؛ به بیان دیگر، کل فرایند مدیریت مالی دولت بر عهده یک دستگاه باشد، زیرا ایجاد هماهنگی بین مراکز دولتی اغلب ضعیف است. بر این اساس، گزارش مزبور پیشنهاد می‌دهد: بررسی ساختار سازمانی بهینه برای تشکیلات مالی بر اساس مطالعه‌ای جامع بر مبنای تجارب موفق بین‌المللی، تحلیل و نظرات خبرگان و ساختار نهادی کشور در راستای اصلاح نظام برنامه‌ریزی و بودجه‌ریزی در دستور کار قرار گیرد.

همچنین، با توجه به اینکه یکی از اصلاحات در حوزه خزانه‌داری در دهه‌های اخیر، تغییر سیستم خزانه‌داری است و این تغییرات در بسیاری از کشورها از منظر ساختار سازمانی حاصل گردیده و در بعضی دیگر در قالب ایجاد و استقرار حساب واحد خزانه، منجر به بهبود عملکرد خزانه‌داری شده است. زیرا «حساب واحد خزانه» یک سیستم حسابداری عمومی است که از طریق متمرکز ساختن حساب‌های دولتی منجر به بهبود نظام‌های دریافت و پرداخت و نظارت مستمر بر مخارج دولتی می‌شود. به بیان دیگر، هدف اصلی اجرای حساب واحد خزانه بیشینه کردن استفاده از منابع نقد از طریق کاهش و تجمیع هزینه‌های شناور است. بر این اساس، گزارش یاد شده بر مبنای جعبه‌ابزار (پرسشنامه) پیشنهادی بانک جهانی به ارزیابی حساب واحد خزانه در ایران پرداخته است. پرسشنامه مزبور، بر اساس نقطه نظرات «خزانه‌داری کل کشور»، «بانک مرکزی» و «دبیرخانه

شورای اجرایی فناوری اطلاعات» تکمیل شده است. بر مبنای نتایج این ارزیابی، عملکرد حساب واحد خزانه در ایران، شصت و هفت و چهار دهم (۶۷/۴) درصد است. به بیان دیگر، متوسط^۱ مایل به خوب (نسبتاً خوب) ارزیابی می‌شود. حال آنکه بررسی جزئی آن نمایانگر چالش (ضعف)هایی در این حوزه است که با تنظیم قوانین کارآمد و ایجاد زیرساخت‌های لازم برطرف خواهند شد. به‌طور کلی بررسی حساب واحد خزانه در ایران در قالب پنج حوزه «تحلیل چارچوب قانونی و تنظیم‌گری عملیات»، «ارزیابی عملکرد فرایندهای TSA و نظام‌های بین بانکی»، «تحلیل عملکرد ظرفیت‌ها و توانایی‌های خزانه‌داری در ایران»، «بررسی عملکرد کنترل امنیت اطلاعات خزانه‌داری» و «تحلیل عملکرد سازوکارهای نظارتی فرایندهای خزانه‌داری» طبقه‌بندی می‌شوند. بررسی این حوزه‌ها نشان می‌دهد که می‌توان با در نظر گرفتن چارچوب‌های قانونی و دستورالعمل‌های مناسب، ایجاد زیرساخت‌های لازم در حوزه نرم‌افزاری، سیستم‌های الکترونیکی و ارتقاء ظرفیت‌های نیروی انسانی لازم در حوزه خزانه‌داری و بانک مرکزی، وضعیت موجود در این حوزه‌ها را ارتقاء داد که منجر به شکل‌گیری یک حساب واحد خزانه کارآمد خواهد شد.

علاوه بر موارد فوق‌الذکر موارد ذیل را نیز پیشنهاد داده است:

- اصلاح و پایش قوانین مرتبط با حساب واحد خزانه به گونه‌ای که هر دستگاه و سازمانی از بودجه عمومی منتفع شده و قواعد حساب واحد خزانه بر آن حاکم باشد. این مهم را می‌توان برای پوشش منابع عمومی فرابودجه‌ای نیز در دستور کار قرار داد.
- پشتیبانی سیاسی کلیت حاکمیت از تحقق حساب واحد خزانه (اصل «۵۳» قانون اساسی)، به عبارت دیگر، از مستثنا نمودن دستگاه‌ها و سازمان‌ها پرهیز شده و ضمانت اجرایی قوانین حاکم افزایش یابد.
- دامنه شمول حقوق و دستمزد کارکنان دولتی گسترش یافته و کلیه رفاهیات را در بر گیرد، به گونه‌ای که پرداختی از سمت دستگاه به کارکنان صورت نگیرد. همچنین، اطلاعات پرداخت شرکت‌های دولتی، شهرداری و سایر نهادهای عمومی غیردولتی نیز به مرور در چارچوب حساب واحد خزانه قابل رصد شوند.
- گستره پرداخت به ذی‌نفع نهایی توسط خزانه‌داری افزایش یابد؛ به بیان دیگر، حتی‌المقدور به جای پرداخت به دستگاه، پرداخت به ذی‌نفع نهایی صورت گیرد.
- ترتیبات قانونی واریز سهم شرکت نفت از بودجه (چهارده و نیم (۱۴/۵) درصد) و بودجه ستاد صندوق توسعه ملی به خزانه‌داری و تخصیص بر مبنای قواعد حاکم در دستور کار قرار گیرد.
- آموزش فنی برای کاربران نهایی و مدیران در کل فرایند به‌صورت مداوم ادامه یابد.
- ارزیابی سالانه حساب واحد خزانه در ایران و کمک از کارشناسان سازمان‌های بین‌المللی مانند بانک جهانی برای تقویت نقاط قوت و رفع نقاط ضعف.

۱. عملکرد بین ۵۰ تا ۶۹/۹ درصد «متوسط» و بین ۷۰ تا ۸۹/۹ درصد «خوب» است.