

نقدشوندگی اسناد خزانه اسلامی در بازار ثانویه و اقبال عمومی به آن در فضای سرمایه-گذاری و داد و ستد و اثرپذیری آن از طریق سازوکارها و محدودیت‌های بودجه‌ای جهت کنترل تورم

علیرضا دهنمکی^۱

امیرمحمد صادقی^۲

چکیده:

انتشار اوراق قرضه دولتی یکی از روش‌های تأمین مالی دولت‌ها در مواجهه با کسری بودجه است. استفاده از این ابزار در کوتاه‌مدت و بلندمدت تبعاتی همچون انباشت بدهی، بالا رفتن هزینه بهره، ناپایداری اقتصادی را در کنار سایر مزایای گذرای همچون عدم تغییر پایه پولی و کاهش اثر تورم‌زایی دارد؛ لذا استفاده از این ابزار بدون توجه به آثار مالی و اقتصادی آن می‌تواند دولت‌ها را در آینده خصوصاً در شرایط تورمی و کسری بودجه با مشکلات جدی روبه‌رو کند. در این مقاله به بررسی این موضوع پرداختیم که چنانچه بازارهای ثانویه و مالی کاملاً فعال و مورد توجه عامه باشند و با ایجاد شرایطی که اوراق دولتی نه تنها به عنوان یک سند با ارزش، بلکه به عنوان یک دارایی به کارگیری شود، می‌تواند در بازارهای مالی و اقتصادی مواجه با بروز شوک‌های اقتصادی اثرگذار باشد. در این زمان که سرمایه‌گذاران در بازارهای ثانویه و مالی حضور فعالی دارند و تقاضا برای اسناد بیش از عرضه آن باشد، می‌توانیم شاهد یک صرف نقدینگی در اسناد دولتی باشیم. بعد از بروز تورم، رویه‌های در نظر گرفته شده مالی می‌تواند شامل تغییر در میزان حجم انتشار اسناد، برای تأثیر بر صرف نقدینگی باشد که این رویه باعث ایجاد شرایط بایات در زمان بروز نوسانات قیمتی می‌شود. لکن در شرایط کنونی ایران، حسب مشاهدات، از آنجا که استفاده از اسناد خزانه اسلامی و حجم نقدینگی طی سنوات گذشته رو به رشد بوده است، توجه به این موضوع ضرورت فزاینده‌ای دارد. دولت می‌تواند با گسترش بازارهای مالی و بازار ثانویه (فرا بورس و بورس) و به تبع آن اسناد خزانه اسلامی و استفاده هم‌زمان از آن به عنوان یک سند مالی معتبر در اقتصاد و مبادلات تجاری تحت عنوان یک دارایی با ارزش، در کنار محدودسازی سفته‌بازی در بازارهای مالی غیرمولد به واسطه اصلاح نظام مالیاتی و شفافیت در این حوزه، به وسیله تغییر حجم اسناد خزانه منتشره و کنترل نقد شوندگی و صرف ناشی از آن در بازارهای مالی، گردش نقدینگی در اقتصاد و انتظارات تورمی را در کنار سایر سیاست‌های مالی و پولی مدیریت نماید.

واژگان کلیدی: بودجه، تعادل اقتصادی، بازارهای مالی و ثانویه، تورم، اسناد خزانه اسلامی، نقد شوندگی.

^۱ - حسابرس دیوان محاسبات استان مرکزی

^۲ - حسابرس دیوان محاسبات استان لرستان

مقدمه

۶۵

کشورهای در حال توسعه به جهت انبوه پروژه‌های توسعه‌ای و ضروری خود، همراه با کسری منابع مالی جهت تأمین مالی طرح‌های اقتصادی خود رو به رو هستند. در این کشورها، نهاد دولت به عنوان بزرگ‌ترین بنگاه اقتصادی، متصدی اجرا و پیاده‌سازی پروژه‌های راهبردی و توسعه‌ای است؛ لذا چگونگی تأمین مالی به جهت کاهش اثرات کسری بودجه احتمالی، یکی از مسائل و دغدغه‌های همیشگی دولت‌ها به ویژه دولت‌های کشورهای در حال توسعه است. (لانگ نکر، ۲۰۱۶). ابزارهای عمده دولت‌ها در اتخاذ سیاست‌های مالی مؤثر، متغیرهای مهم و اثرگذار در بودجه دولت می‌باشند. دولت‌ها قادرند با استفاده از تغییرات انبساطی و انقباضی این ابزارها، عرضه و تقاضای اقتصاد را متأثر نمایند. این تأثیرات ناشی از تغییر در درآمد-مصارف دولت (بودجه)، در یک فضای پویا، خود عاملی بر تغییرات کسری (مازاد) بودجه و پایداری یا ناپایداری آن در کوتاه مدت و بلندمدت خواهد بود. با توجه به آنکه تصفیه بدهی دولت با بنگاه‌های اقتصادی، سرمایه‌گذاری را در اقتصاد افزایش می‌دهد، لزوم توجه به روش‌های تأمین مالی که معایب کمتری دارند و درعین حال به استحکام نظام اقتصادی لطمه وارد نکرده و منجر به آسیب‌پذیری آن نشود و هدف انعطاف‌پذیری اقتصاد را تأمین نماید، اهمیت می‌یابد. پایداری مالی در کنار پایداری بدهی به شرایط عنوان می‌شود که دولت بتواند بین درآمدها و مخارج خود بدون آنکه برای توانایی پرداخت دیون و هزینه‌های تعهد داده، تهدیدی به وجود آید، تعادل ایجاد کند. صدرایی و همکاران (۱۳۹۹)، در کشور ایران، عدم تعادل در منابع درآمدی بودجه و مصارف آن همواره دولت‌ها را در شرایط کسری بودجه و ناپایداری مالی قرار داده است. این نابرابری در دوره‌هایی که درآمدهای نفتی دولت‌ها به دلیل شوک‌های قیمتی، دستخوش تغییرات و کسری شدید شده‌اند تأثیرات به‌شدت مخربی بر اقتصاد ایران گذاشته است. از این رو دستیابی به پایداری مالی برای دولت‌ها، به عنوان یک هدف اقتصادی مطرح‌شده و نویددهنده منافع زیادی، مانند دستیابی به رشد اقتصادی و ثبات کلان اقتصادی می‌باشد (فلاحی و دیگران، ۱۳۹۶). شرط تأمین پایداری بودجه در تأمین پایداری بدهی یعنی بیشتر بودن نرخ رشد تولید ناخالص داخلی نسبت به نرخ رشد بدهی دولت است. گیلارد و کمپ (۲۰۱۷). یکی از این روش‌ها در تأمین مالی کسری بودجه بهره‌گیری از انتشار اوراق بهادار است. این نوع تأمین مالی بسته به نوع اوراق منتشرشده می‌تواند در دوره‌های بعدی اثرات مخربی بر پایداری مالی دولت به عنوان یک شاخص عملکردی داشته باشد صدرایی و همکاران (۱۳۹۹). موسویان و الهی (۱۳۸۹) بیان می‌دارند که دولت می‌تواند اوراق بهادار استاندارد در اختیار طلبکاران قرار دهد و آنان نیز می‌توانند این اسناد را نزد بانک‌ها و در بازار ثانویه به فروش رسانند. این اوراق ابتدا از یک طرف به عنوان دولت در نقش ناشر این اوراق قرار دارد و در سوی دیگر طلبکاران غیردولتی هستند که اوراق جهت تصفیه مطالبات آن‌ها منتشر می‌شود. در کنار این دو طرف، طرف سوم که به قصد انتفاع از ما به تفاوت ارزش اسمی اوراق و ارزش تنزیل شده اوراق، اقدام به خرید می‌نماید نیز وجود دارد صدرایی و همکاران (۱۳۹۹). استفاده از اسناد خزانه دولتی در ایران برای اولین بار به سال ۱۳۲۰ و انتشار این اسناد به مبلغ ۴۰۰ میلیون ریال با سررسید چهار ماه بازمی‌گردد؛ اما انتشار این اسناد برای اولین بار پس از نوآوری‌های مالی اسلامی در حوزه ابزارسازی مالی در بازار سرمایه در تاریخ ۱۳۹۴/۸/۷ امکان‌پذیر شد (موسویان، ۱۳۹۲). از شروط مهم موفقیت دولت در حفظ و توسعه بازار

بدهی اوراق بدهی، ایجاد اعتبار در این بازار است. سرمایه‌گذاران بالقوه ترجیح می‌دهند اوراق بدهی دولتی را به عنوان یک دارایی امن به منظور متعادل کردن ریسک و بازده سبد دارایی خود نگهداری کنند، اگر اطمینان کافی از پرداخت سود و اصل اوراق بدهی از سوی دولت وجود نداشته باشد، نرخ بازده انتظاری این اوراق (به دلیل وجود صرف ریسک) افزایش یافته و هزینه تأمین مالی دولت افزایش می‌یابد. همچنین، در صورت تداوم این رفتار امکان ادامه تأمین مالی از طریق بازار اوراق بدهی با تهدید مواجهه می‌شود (کریمی و بیات ۱۳۹۶). ضمناً اسناد خزانه اسلامی می‌تواند به عنوان یک ابزار سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت برای سرمایه‌گذارانی که می‌خواهند نقدشوندگی دارایی خود را حفظ کنند، محسوب می‌شود. اسناد خزانه اسلامی در بازار ثانویه خرید و فروش می‌شوند. بانک مرکزی می‌تواند با خرید و فروش این اوراق، سیاست‌های پولی مورد نظر را برای تنظیم حجم نقدینگی اعمال نماید. (نظری پور و صدرایی، ۱۳۹۵) نقدشوندگی یکی از ابعاد مهم فرایند تخصیص بهینه منابع به شمار می‌آید. قابلیت نقدشوندگی یک دارایی مالی از طریق قابلیت تبدیل آن دارایی به وجه نقد در هر زمان و بدون تحمل زیان ارزیابی می‌شود. اوراق بهادار قابل معامله را می‌توان از طریق فروش کافی در بازار در هر زمان به وجه نقد تبدیل کرد، اما تضمینی در قبال زیان وجود ندارد. یکی از مهم‌ترین کارکردهای بازارهای مالی به ویژه بازار سرمایه، تبدیل انواع دارایی‌ها به اوراق بهادار و سپس افزایش قابلیت نقدشوندگی اوراق بهادار و کاهش صرف ریسک مربوط به نقدشوندگی است. بازارهای مالی از یک سو از طریق فراهم آوردن امکان ترکیب ابزارهای پول و سرمایه ضمن تخصیص بهینه، دسترسی به پول نقد را تسهیل می‌نمایند و از سوی دیگر از طریق بهبود سازوکارها و وضع مقررات، فضای بازار اوراق بهادار را به محیطی امن و جذاب برای آحاد جامعه تبدیل می‌کنند تا از این طریق وجوه مردم به صحنه تولید راه یابد و صحنه تولید آبیاری شود و از طرف دیگر، آحاد مردم از سود فعالیت‌های تولیدی منتفع گردند. همه این موارد امکان‌پذیر است اگر برخی شرایط فراهم و از جمله نقدشوندگی بالا باشد (سعیدی، ۱۳۸۹). با توجه به حجم ناچیز بازار بدهی در ایران، توسعه بازار بدهی اوراق دولتی به منظور تأمین مالی دولت و حتی تبدیل بدهی‌های پیشین دولت به اوراق بدهی با جذب پس‌اندازهای داخلی (و حتی پس‌اندازهای بین‌المللی) اهمیت ویژه‌ای پیدا می‌کند. (کریمی و بیات ۱۳۹۶). بنا بر نظر بارو (۱۹۷۴)، وقتی که بازارها کامل و پویا و سرمایه‌گذاران دارای تصمیمات رفتاری همگرا و متوازن هستند و با اقسام مالیات‌های گوناگون مواجه می‌شوند و هیچ محدودیتی در معامله‌گری و نقدشوندگی ندارند، توازن باید در شرایطی برقرار شود که در آن مردم تمایل و انگیزه زیادی به بدهی‌های دولتی ندارند، چون معتقدند از قرار معلوم باید همان بدهی قابل خرید از دولت را با انواع مالیات‌های مختلف طی ادوار جاری و آتی بپردازند. طبق پژوهش صورت گرفته توسط پاور (۱۹۹۶)، طی دوره ۱۹۸۶ تا ۱۹۹۳ حجم تجارت در بازار ثانویه در آمریکا، به دلیل ایجاد بدهی دولتی جهت تأمین مالی از طریق اسناد دولتی (از ۷ تا ۲۷۳ میلیارد دلار) افزایش پیدا کرد. بازار مزبور نه تنها فقط نقدشوندگی بیشتر معاملات را برای سهام‌داران به ارمغان آورد بلکه یک پل ارتباطی قوی بین سیاست‌های پولی و مالی برقرار کرد. در این خصوص، مبلغ و ارزش میزان اسناد دولتی در ابتدای امر یا در زمان انتشار، تعیین‌کننده ارزش مرتبط با حجم مبادلات آتی ناشی از این گونه دارایی‌ها را در بازار ثانویه خواهد بود. با توجه به اینکه کم رنگ بودن اسناد خزانه دولتی در بازارهای مالی و فضای تجارت عمومی، موجب تضعیف ابزاری بودجه‌ای دولت برای متأثر کردن اقتصاد متلاطم و بی‌ثبات می‌شود، ما در این مقاله با روی این موضوع تمرکز

کردیم، زمانی که اسناد خزانه دولتی مورد اقبال عموم در بازارهای مالی و حتی تجارت قرار بگیرد و دارای قابلیت معامله بالا و نقدشوندگی زیاد یا صرف نقدشوندگی باشد، می‌توان نشان داد با گسترش بازار مالی این اسناد، چرخه تورم می‌تواند تا حد خیلی زیادی متأثر از رفتار سرمایه‌گذاران در بازار حاکم بر اسناد دولتی متأثر شود و این موضوع این نیز می‌تواند موجب افزایش شدید کارایی و انعطاف‌پذیری در فرآیند بودجه‌ریزی و به تبع آن حجم انتشار اسناد خزانه، مدت سررسید و ... جهت برقراری توازن و پایداری مالی و کنترل تورم شود؛ بنابراین این پژوهش نسبت به پژوهش‌های داخلی پیشین که بیشتر بر پیامدهای اقتصادی اسناد خزانه اسلامی و به طور محدود بر نحوه دادوستد این اسناد در بازار ثانویه تمرکز داشته‌اند، ایده جدیدی را در مورد لزوم نقدشوندگی و سهولت معامله‌گری اسناد خزانه اسلامی حین گسترش بازارهای مالی و تجاری این اسناد و پیامدهای مثبت و منفی آن بر بودجه و تورم ارائه می‌کند.

پیشینه پژوهش

در داخل پژوهش‌های کافی در مورد نقدشوندگی اسناد خزانه در بازار سرمایه، صورت نگرفته است، لکن پیرامون موضوعات مشابه، پژوهش‌های انجام شده به شرح زیر است:

صدرایی و همکاران (۱۳۹۹)، با موضوع بررسی تأثیر انتشار اسناد خزانه اسلامی بر پایداری مالی در دولت ایران با رویکرد مدل تعادل عمومی پویای تصادفی، نشان دادند در شرایطی که دولت در کنار سایر اوراق بدهی از اسناد خزانه اسلامی بهره می‌برد، نسبت بدهی به تولید که در مطالعه به عنوان شاخص پایداری مالی در نظر گرفته شده است در بلندمدت در زمان شوک‌های بهره‌وری، شوک پولی و شوک نفتی، ناپایداری مالی بودجه دولت را نشان می‌دهد و در مقابل در شوک‌های سرمایه‌گذاری بخش خصوصی، مارک آپ، شوک ارزی و شوک مخارج عمرانی و مصرفی، پایداری بودجه را نشان می‌دهد. کرمی و سعید بیات (۱۳۹۶)، در پژوهشی تحت عنوان تحلیل آماری و آسیب‌شناسی بازار اسناد خزانه اسلامی، دریافتند که اسناد خزانه اسلامی بازار نقد شونده‌ای دارد و دارندگان این اسناد به راحتی می‌توانند در صورت نیاز به پول نقد اوراق خود را بدون صرف ریسک نقدشوندگی در بازار ثانویه به فروش رسانند. پس می‌توان احتمال داد که تقاضای کافی از این اوراق در بازار فرابورس وجود دارد. ذاکر نیا و حبیب الهی (۱۳۹۵)، در مقاله‌ای با عنوان «ارائه مدل قیمت‌گذاری اسناد خزانه اسلامی مبتنی بر چارچوب اوراق بهادار سازی» عنوان می‌دارند که بهترین مقیاس برای سنجش و تعیین نرخ تنزیل یا قیمت‌گذاری اسناد خزانه اسلامی میانگین بازدهی آن بازاری است که این اسناد در ازای طلب آن‌ها صادر شده است؛ یعنی در اسناد خزانه اسلامی خرید کالا، نرخ تنزیل، میانگین بازدهی برآوردی در آن بازاری است که دولت کالاهای مورد نیاز خود را از آن خریداری نموده است. در اسناد خزانه اسلامی خرید خدمت نرخ تنزیل، میانگین نرخ بازدهی حاصل از بهره‌برداری آن پروژه یا طرح عمرانی خاص هست و در اسناد خزانه اسلامی تأمین وجوه نرخ تنزیل، میانگین برآورد نرخ بازدهی معاملات طلا در افق زمانی اسناد منتشره بهترین ملاک تعیین نرخ هست. نظر پور و صدرایی (۱۳۹۵)، در پژوهشی تحت عنوان شناسایی و رتبه‌بندی اسناد خزانه اسلامی در بازار اوراق بهادار ایران، دریافتند که از میان ریسک‌های موجود در فرآیند انتشار و عملیات بازار ثانویه، از منظر خبرگان بازار سرمایه، احتمال وقوع ریسک‌های نرخ سود بانکی، نقد شوندگی اوراق،

تورم و نرخ ارز بیشتر از سایر ریسک‌ها است و شدت تأثیر وقوع شرایطی که ریسک‌های نرخ سود بانکی، نقدشوندگی، اعتباری و تورمی را ایجاد نماید، از اهمیت بالایی برخوردار است. موسوی، محسنی و طاهری (۱۳۸۸)، نشان می‌دهند در ایران بین نسبت بدهی به تولید یا مازاد اولیه، رابطه بین عامل سیکل‌های تجاری با مازاد اولیه، بین نسبت مخارج موقت به تولید با مازاد اولیه رابطه منفی برقرار است. جلالیان (۱۳۸۳)، با بررسی تأثیر وجود بازار اوراق مشارکت بر اقتصاد ایران به این نتیجه می‌رسد که چون حجم اوراق در این بازار بسیار ناچیز است، وجود اوراق مشارکت بر متغیرهای اقتصاد کلان ایران تأثیر نداشته است، سپس پیشنهاد می‌کند که سهم اوراق مشارکت در بازار ایران افزایش یابد تا بخش بیشتری از تأمین مالی تولید از این طریق امکان‌پذیر شده و اثرات مثبت آن بر اقتصاد آشکار شود.

برانتسن و والر (۲۰۱۸) نشان دادند که می‌توان در اقتصاد اسناد دولتی را به عنوان ابزار پولی در کنار بازار ثانویه در تجارت مورد استفاده قرار داد، ضمن اینکه به عنوان وثایق و ضمانت‌نامه و یا جهت پرداخت‌های آتی نیز می‌تواند مورد قبول عامه و دارای اعتبار باشد. ولد و همکاران (۲۰۱۲)، بر اساس یک مدل تعادل عمومی پویای تصادفی که برای کشور اسپانیا برآورد شده است نشان می‌دهند، اقدامات تثبیت اقتصادی برای کاهش سریع بدهی‌ها و کسری بودجه، اگرچه رشد هزینه‌های کوتاه‌مدت را کم نخواهد کرد، ولی می‌تواند در بلندمدت ریسک ناشی از افزایش بدهی‌های دولت در ایجاد یک ناپایداری شدید را کاهش دهد. بانک جهانی (۲۰۰۷)، در یک رویکرد شبیه‌سازی پویا وضعیت پایدار مالی بودجه را در کشور ترکیه مورد بررسی قرار داده و نشان می‌دهد چنانچه شرایط اقتصاد ترکیه به همین مسیر ادامه دهد، نسبت بدهی عمومی به تولید ناخالص داخلی کاهش خواهد یافت و سیاست‌گذار نگرانی کمتری از تأثیر تغییرات تورم بر پایداری مالی دولت خواهد داشت. بارنت و اوزوسکی (۲۰۰۳) برای بحث پایداری مالی در کشورهای تولیدکننده نفت دو مورد را بیان می‌دارند؛ نخست اینکه پایداری سیاست‌های مالی دولت‌ها باید مبتنی بر بودجه غیرنفتی باشد و دوم اینکه حصول به پایداری مالی در این کشورها تنها در صورتی امکان‌پذیر است که بخشی از درآمد نفت به دارایی‌های مالی تبدیل شود و بهره متعلق به این دارایی‌ها به تأمین مالی کسری بودجه غیرنفتی اختصاص یابد.

تعریف و تاریخچه اسناد خزانه اسلامی:

افشاری و دیگران (۱۳۹۱) بیان می‌دارند که تمام کسری‌های بودجه در ایران تبدیل به پول شده و همواره یک سیاست مالی غیرمسئولانه برای تأمین بدهی‌های دولت اتخاذ می‌شود. راه‌های متداول تأمین مالی کسری بودجه دولت، انتشار اوراق قرضه است که باعث می‌شود دولت بتواند از محل درآمدهای آینده خود در زمان حال خرج کرده و هزینه‌های خود را اجرایی نمایند. در ایران، سهم قابل توجهی از مخارج دولت توسط درآمدهای نفتی تأمین می‌شود و درآمدهای نفتی نیز در طول سنوات گذشته نوسانات زیادی را تجربه کرده و موجب ناپایداری درآمدهای دولت شده است. کاهش درآمدهای نفتی و به وجود آمدن کسری بودجه و نبود بازار اوراق بدهی دولتی توسعه یافته به منظور جبران کاهش درآمدهای نفتی، با به وجود آوردن بی‌ثباتی‌های مالی، موج بی‌ثباتی‌های اولی تر نیز شده است. در سال‌های اخیر به دلیل افت قیمت جهانی نفت و کاهش صادرات نفت به دلیل تحریم‌های بین‌المللی، دولت با شوک

درآمدی شدیدی مواجه شده و با انباشت بدهی‌های دولت، بی ثباتی‌های مالی بیشتر شده است (کرمی و بیات ۱۳۹۶). ازجمله ابزارهای مفید برای مدیریت اثربخش تأمین مالی بدهی‌های دولت در سایر کشورها و تأخیر در تصفیه نقدی بدهی‌ها با منابع محدود دولتی، انتشار اسناد خزانه دولتی است (دوپوینت، ۱۹۹۹). این اسناد در سررسید یا با درآمدهای احتمالی دولت یا با انتشار اسناد خزانه با سررسید جدید تصفیه می‌شوند. این نوع تأمین مالی علی‌الخصوص در زمانی که دولت‌ها با رکود شدید منابع مالی روبرو هستند، اجازه می‌دهد دولت ضمن تعویق بدهی خود به دوره‌های رونق، منابع مالی موجود خود را در حوزه‌های دیگر به جهت کاهش آسیب‌پذیری و تسهیل رشد صرف نمایند (کابیشک و دیگران، ۲۰۱۳). مقدسی (۱۳۷۳) برای اولین بار پیشنهاد داده است که دولت در برابر خرید کالا برای خود اسناد مالی با سررسید مشخص منتشر نموده و به بانک‌ها ارائه نمایند. این اسناد به گونه‌ای می‌باشند که بانک‌ها و مؤسسات مالی قادر خواهند بود برای تأمین منابع مالی، در صورت نیاز، آن را در بازار ثانویه به بانک مرکزی و یا مردم بفروش رسانند. این اولین بار است که در متون پژوهشی ابزاری برای قابلیت انتقال و انتقال بدهی دولت عنوان شده است. اسناد خزانه اسلامی، اوراق بهاداری مبتنی بر خرید دین است. دین به هر مال کلی گفته می‌شود که طلب یک فرد از فرد دیگر است. با فرض اینکه بدهی مبنای صحیح شرعی دارد و بدهی مسجل است و نه صوری، دائن می‌تواند تمام یا بخشی از بدهی را به شخص ثالث با قیمتی کمتر از قیمت اسمی بفروشد. با فروش دین مالکیت دین به غیر دائن واگذار می‌شود و این امکان برای مالک جدید نیز میسر است که دین را مجدداً بفروش رساند؛ بنابراین اسناد خزانه اسلامی، ابزاری مالی مبتنی بر بدهی مسجل دولت به نظام بانکی، ذینفعان و تأمین‌کنندگان منابع بوده و به وسیله خزانه‌داری کل وزارت امور اقتصادی و دارایی منتشر می‌شود (اردکانی و موسویان، ۱۳۹۱).

اسناد خزانه در بودجه سال ۱۳۹۲ به میزان ۵۰ هزار میلیارد ریال پیش‌بینی شد، اما منتشر نشد. در سال ۱۳۹۳ نیز ۳۰ هزار میلیارد ریال پیش‌بینی شد که از آن مقدار ۱۰ هزار میلیارد ریال منتشر شد. در سال ۱۳۹۴ انتشار اسناد خزانه اسلامی به میزان ۵۰ هزار میلیارد ریال پیش‌بینی شده که ۴۰ هزار میلیارد ریال آن منتشر شده و ۱۰ هزار میلیارد ریال آن باقی مانده است. نماد معاملاتی اسناد خزانه اسلامی با نام «اخزا ۱» برای نخستین بار در تاریخ مهرماه ۱۳۹۴ با قیمت اسمی هر ورقه یک میلیون ریال و سررسید ۲۳ اسفند ۱۳۹۴ در بازار فرابورس عرضه شد. پس از اخزا ۱، تاکنون اسناد دیگر خزانه اسلامی در قالب نمادهای اخزا ۲، ...، اخزا ۱۰ هر یک با مبالغ ۱۰ هزار میلیارد ریال با سررسیدهای مختلف و کمتر از یک سال به تدریج منتشر شده است.

نقش اسناد خزانه اسلامی در بودجه سالیانه:

حکمرانی ضعیف به عنوان یک مانع مهم در رسیدن به پایداری مالی دولت است. این مسئله خود را در بودجه ناکارآمد دولت نشان می‌دهد. هدف‌گذاری مناسب و تعهد در رسیدن به هدف، گام مناسبی در رسیدن به پایداری مالی است (صدراپی و همکاران ۱۳۹۹). پایداری مالی در کنار پایداری بدهی به شرایطی عنوان می‌شود که دولت بتواند بین درآمدها و مخارج خود بدون آنکه برای توانایی پرداخت دیون و هزینه‌های تعهد داده شده‌اش، تهدیدی به وجود آید، تعادل ایجاد کند (بارل و کربای، ۲۰۰۹). آرمسترانگ و اُکیموتو (۲۰۱۶)، پایداری بودجه را در گرو پایداری بدهی‌های دولت دانسته و دو چالش مهم که منجر به ناپایداری مالی می‌شود را تداوم کسری بودجه و انباشت عظیم اوراق

دولتی که برای تأمین مالی کسری بودجه منتشر شده، می‌دانند. پرداخت زیاده اوراق به عنوان یک منبع هزینه‌ای جدید، پایداری مالی دولت را تحت تأثیر قرار خواهد داد. استمرار افزایش بدهی‌ها دولت را وارد بازی پانزی خواهد کرد که در نهایت ناپایداری مالی را منجر می‌شود (بوهن، ۱۹۹۱). با کاهش درآمد ملی، درآمد مالیاتی دولت نیز کاهش می‌یابد. در این صورت از یک سوی دولت مواجه با انبوهی از مطالبات است که پرداخت آن‌ها را به آینده موکول نموده و از سوی دیگر در آینده با کاهش درآمدهای خود روبرو می‌شود. این مسئله منجر به ناپایداری بودجه دولت می‌شود. یک روش سیاست مدارانه در زمانی که دولت با شوک بهره‌وری مواجه می‌شود، هر دو روش تأمین مالی انتشار اوراق بدهی و یا انتشار اوراق دین برای تأمین مالی و یا به تأخیر انداختن بدهی دولت، بودجه را ناپایدارتر می‌نماید و در زمان شوک‌های پولی و نفتی، استفاده از اسناد خزانه اسلامی یعنی به تأخیر انداختن تسویه بدهی اقدام مناسبی نیست. در زمان روبرو شدن اقتصاد با شوک‌های ارزی نیز استفاده از هر دو ابزار بدهی و دین، توصیه می‌شود اگرچه در بلندمدت، انتشار اوراق بدهی انتخاب بهتری است صدرایی و همکاران (۱۳۹۹). قضاوی و بازمحمدی (۱۳۸۹)، نیز امکان سنجی استفاده از اسناد خزانه اسلامی را به منظور سیاست‌گذاری پولی مورد توجه قرار می‌دهند. یافته‌های پژوهش آن‌ها نشان می‌دهد که امکان فقهی و اقتصادی انتشار اسناد خزانه اسلامی به منظور به‌کارگیری سیاست‌گذاری پولی وجود دارد. پس از بررسی و تصویب انتشار اسناد خزانه اسلامی در شورای فقهی بانک مرکزی و کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهار، از مهر ۱۳۹۴ تاکنون، از اسناد خزانه اسلامی به عنوان تنها ابزار بدهی دولت استفاده شده است. سلیمی (۱۳۹۱)، با تأکید بر سه ویژگی قانونی بودن، پذیرفته شدن و کارا بودن اوراق صکوک، نتیجه‌گیری می‌کند که این اوراق جایگزین مناسبی برای اوراق قرضه بین‌المللی در ایران است و دولت باید از به‌کارگیری این اوراق در بازار بدهی حمایت کند.

با توجه به آمار اسناد خزانه منتشر شده و واگذار شده طی سنوات ۱۳۹۵ الی ۱۳۹۹ به شرح جدول ذیل، همان‌طور که مشاهده می‌گردد طی زمان استفاده دولت‌ها از ابزار اسناد خزانه به عنوان یکی از روش‌های تأمین مالی مخارج دولت رو به افزایش بوده است، که حاکی از اهمیت موضوع و لزوم توجه تخصصی‌تر در این حوزه است. نظر به اینکه کسری بودجه دولت می‌تواند اثری تورم‌زا در اقتصاد داشته باشد، لذا با توجه به گسترش استفاده از ابزار اسناد خزانه در بودجه سالیانه، ضرورت استفاده صحیح از آن در کنار بسط و گسترش تأثیرگذاری آن بر اقتصاد و بازارهای مالی و پولی به جهت موقعیت خاص استراتژیک اقتصاد ایران، فوق‌العاده با اهمیت و قابل توجه بوده است. آمار میزان اسناد خزانه اسلامی منتشرشده طی چهار سال گذشته و درصد تشکیل‌دهنده از منابع درآمدی دولت مستخرجه از گزارش‌های تفریغ بودجه دیوان محاسبات کشور در جدول ذیل درج شده است:

جدول (۱) سهم اسناد خزانه منتشره از میزان کل منابع بودجه کشور (مبالغ به میلیون ریال)

ردیف	سال	میزان کل منابع بودجه کشور (شامل درآمد، واگذاری دارایی‌های مالی و سرمایه‌ای)	میزان اسناد خزانه منتشر شده	درصد تشکیل‌دهنده
۱	۱۳۹۶	۱۱,۳۷۹,۲۷۰,۰۰۰	۹۱,۳۸۰,۰۰۰	۰/۰۸٪
۲	۱۳۹۷	۱۳,۰۵۱,۵۶۰,۰۰۰	۳۴۲,۴۶۰,۰۰۰	۲٪
۳	۱۳۹۸	۱۹,۳۵۴,۶۶۰,۰۰۰	۳۵۰,۰۰۰,۰۰۰	۲٪
۴	۱۳۹۹	۲۳,۹۱۵,۵۹۰,۰۰۰	۵۱۷,۰۰۰,۰۰۰	۲/۱٪

اسناد خزانه اسلامی و جایگاه آن در بازار سرمایه و تجارت:

مجمع جهانی اقتصاد در سال ۲۰۱۵ با انتشار گزارشی با عنوان «شتاب بخشی به توسعه بازار سرمایه: بازار اوراق بدهی شرکتی» تلاش کرد تا با بیان منافع توسعه بازار اوراق بدهی، کشورها را به تسریع در توسعه بازار اوراق بدهی تشویق کند. کمک به رشد اقتصادی، توسعه جایگاه بخش خصوصی در اقتصاد، تقویت فرآیند سرمایه‌گذاری، متنوع سازی منابع ایجاد اعتبار و تأمین مالی در اقتصاد و سرانجام، تقویت نظم و شفافیت بازار از جمله منافع توسعه بازار اوراق بدهی است که در این گزارش اشاره شده است. با توسعه و تعمق بازار اوراق بدهی دولتی، سهم تأمین مالی بازارمحور، کسری بودجه دولت در این خصوص، نسبت به تأمین مالی بانک محور افزایش می‌یابد. به این ترتیب با توجه به بانک محور بودن نظام تأمین مالی در ایران، شبکه بانکی به جای تأمین مالی بخشی از کسری بودجه دولت، منابع خود را می‌تواند در اختیار فعالیت‌های مولد بخش خصوصی قرار دهد. (کرمی و بیات ۱۳۹۶). نوئل (۲۰۰۰) چارچوبی برای تحلیل و انجام اصلاحات سیاسی در راستای توسعه بازار اوراق بدهی در کشورهای در حال توسعه و یا در حال گذار ارائه می‌دهد. یافته‌های وی نشان می‌دهد که توسعه بازار بدهی در کشورهای در حال توسعه، بر فرآیند توسعه اقتصادی کشور تأثیر هم جهت دارد.

تندالکار و هانکوک (۲۰۱۴)، در اتخاذ رویکردی بین‌المللی، به ارزیابی مسئله بازار اوراق بدهی شرکتی می‌پردازند. این گزارش بر اساس ارزیابی تجربه کشورهای گوناگون در دهه اخیر، در زمینه توسعه بازار اوراق بدهی شرکتی به تحلیل مهم‌ترین مسائل مرتبط در این زمینه می‌پردازد. یافته‌های پژوهش آن‌ها نشان می‌دهد که در دهه اخیر، بازار اوراق بدهی شرکتی در کشورهای گوناگون به لحاظ حجم بازار بزرگ‌تر شده و به‌طور پیوسته بر بخش حقیقی اقتصاد

اثرگذار بوده است. همچنین، بازار اوراق بدهی به لحاظ قلمرو به سمت بین‌المللی شدن نیز حرکت کرده است. افزون بر این، پس از بحران مالی سال ۲۰۰۸ بازار اوراق بدهی شرکتی به عنوان حد فاصلی بین تأمین کوتاه‌مدت بانکی و تأمین مالی بلندمدت نقش‌آفرینی کرده و به‌طور خاص ظرفیت و توانایی مناسبی به‌منظور ارائه خدمات به نیازهای مالی کوچک و متوسط را به‌خوبی داشته است. برگر و وارناک (۲۰۰۶)، با ارائه شواهدی استدلال می‌کنند که نهادها و نوع سیاست‌گذاری‌ها در توسعه بازار اوراق بدهی نقش دارند و اندازه بازار این اوراق را تعیین می‌کنند. مطالعات متعددی نشان می‌دهند که بازار اوراق بدهی (دولتی یا شرکتی) در اقتصادهایی که سیستم مالی عمیق‌تر، تورم پایین‌تر، کسری بودجه بزرگ‌تر، مبانی حقوقی و قانونی قوی‌تر و نیز حساب سرمایه بازتری دارند، بزرگ‌تر و توسعه‌یافته‌تر است.

بر همین اساس قضای و بازمحمدی (۱۳۸۹) با معرفی اسناد خزانه اسلامی، انواع بدهی‌های مشمول ابزار پیشنهادی خود را برشمرده و بازارهای اولیه و ثانویه این ابزار را معرفی می‌نمایند. حکیم (۲۰۰۷) نیز از اسنادی با عنوان اسناد خزانه قابل‌پذیرش در اسلام نام می‌برد. این اسناد قابل نقل و انتقال بوده و ماهیت یک ابزار پولی را برای دولت‌ها دارند. لکن هر چه اعتبار دولت در بازار اوراق بدهی دولتی افزایش یابد، می‌تواند کمک کند تا دولت حجم بیشتری از این اوراق را با هزینه مالی کمتر به فروش برساند. (کرمی و بیات ۱۳۹۶).

قیمت اسناد خزانه اسلامی از طریق سازوکار عرضه و تقاضا در هر روز معاملاتی کشف می‌شود؛ بنابراین، با توجه به قیمت و تاریخ سررسید، بازدهی انتظاری این اوراق در روزهای معاملاتی قابل محاسبه است. با توجه به اینکه بازپرداخت این اوراق توسط دولت (وزارت امور اقتصادی و دارایی) تضمین شده است، در صورت معتبر دولت، این اوراق باید از منظر سرمایه‌گذاران بدون ریسک نکول تلقی شود؛ بنابراین، انتظار می‌رود، بازدهی اسناد خزانه اسلامی به‌طور معناداری از نرخ سود سپرده‌های کوتاه مدت و یا بلند مدت بانکی بیشتر نباشد. می‌توان استنباط کرد هر چند پرداخت مبلغ اسمی این اوراق در تاریخ سررسید از سوی وزیر امور اقتصاد و دارایی تضمین شده است، اما در ذهن خریداران اسناد خزانه اسلامی نرخ بازده مورد انتظاری این اسناد دارای یک صرف ریسک نکول است؛ پس این اوراق در بازار بدون ریسک تلقی نمی‌شوند. یکی از شرایط اوراق مورد استفاده توسط بانک مرکزی برای عملیات بازار باز، بدون ریسک بودن اوراق است. (کرمی و بیات ۱۳۹۶).

با توجه به اطلاعات مندرج در جدول ذیل، همان‌طور که قابل ملاحظه است، ارزش معاملات اسناد خزانه طی سنوات ۱۳۹۶ الی ۱۳۹۹ رو به افزایش بوده است و این میزان، بخش قابل توجهی از بازار فرابورس ایران را تشکیل می‌دهد، لیکن طی سال‌های ۱۳۹۸ و ۱۳۹۹ با توجه به رونق بازار فرابورس و افزایش معاملات، این موضوع نسبت کمتری را ارزش معاملات فرابورس تشکیل داده است. علی‌ای حال، بزرگی ارزش معاملات اسناد خزانه در بازار فرابورس نشان‌دهنده، رو به جلو بودن بسط بازار مالی در این حوزه است.

جدول (۲) میزان اسناد خزانه معامله شده در بازار بورس (مبالغ به میلیون ریال)

ردیف	سال	مجموع میانگین ارزش معاملات اسناد خزانه طی سال	میانگین ارزش معاملات فرابورس طی سال	نسبت ارزش معاملات اسناد به فرابورس
۱	۱۳۹۶	۳۱۸,۹۲۲	۹۷۷,۲۵۷	۳۲٪
۲	۱۳۹۷	۷۳۹,۳۲۳	۱,۶۲۷,۱۱۵	۴۵٪
۳	۱۳۹۸	۸۱۱,۵۸۰	۳,۹۹۰,۱۲۸	۲۰٪
۴	۱۳۹۹	۱,۰۶۱,۱۴۴	۱۶,۱۴۹,۱۸۲	۶/۶٪

قابلیت نقدشوندگی و معامله‌گری اسناد خزانه دولتی و اهمیت آن

قابلیت نقدشوندگی مطالبات پیمانکاران از دولت به دلیل وجود بازار ثانویه، مسیر دومی است که پایداری مالی را به صورت غیرمستقیم تحت تأثیر قرار خواهد داد. با امکان تنزیل اسناد خزانه داده شده به پیمانکاران در بازار ثانویه، وجوه قفل شده پیمانکاران بخش خصوصی آزاد شده و این مسئله امکان تزریق مجدد این منابع برای اجرای طرح‌های پیمانکاری جدید را به اقتصاد افزایش می‌دهد (صدرائی، شهرکی و توکلیان، ۱۳۹۸) نقدشوندگی یک دارایی عبارت است از قابلیت خرید یا فروش آن دارایی در کمترین زمان و هزینه ممکن. یکی از کارکردهای بازار سرمایه، تأمین نقدشوندگی است. در حقیقت بازارهای ثانویه ضمن فراهم کردن نقدشوندگی، از طریق کشف قیمت و توانایی انتقال ریسک، باعث کاهش هزینه سرمایه می‌گردند (حسینی و همکاران، ۱۳۹۰) نقدشوندگی معیارهای زیادی دارد، که هیچ کدام قادر به اندازه‌گیری تمام ابعاد آن نیستند (روبین، ۲۰۰۷).

امروزه با توجه به شرایط اقتصادی و نوسانات شاخص بازار سهام، برای عملکرد مناسب بازارهای مالی، نقدشوندگی که یکی از مهم‌ترین مؤلفه‌های تصمیم‌گیری در بورس اوراق بهادار تهران به شمار می‌آید، اهمیتی دوچندان پیدا کرده است. عواملی نظیر تعداد خریداران سهام، تعداد روزهایی که سهام یک شرکت داد و ستد شده، میانگین حجم داد و ستدهای روزانه نسبت به کل سهام منتشر شده، بر میزان نقدشوندگی مؤثر می‌باشد (محمدزاده و اختیاری، ۱۳۹۵). مورتل و لپسون (۲۰۰۹)، به این نتیجه رسیدند که بین نقدشوندگی و تصمیمات مرتبط با ساختار سرمایه ارتباط قوی وجود دارد و همچنین افزایش نقدشوندگی باعث افزایش میزان انتشار سهام می‌شود. این نتایج نشان می‌دهد که شرکت‌های نقدشونده‌تر از مزایای هزینه‌های انتشار پایین‌تر بهره‌مند شده و در انتخاب‌های خود برای تأمین مالی به سراغ سهام می‌روند و شرکت‌هایی که سهام آن‌ها نقدشوندگی بیشتری دارد و تمایل به استفاده از اهرم مالی پایین‌تر است (محمدزاده و اختیاری، ۱۳۹۵). تفاوت بین پایین‌ترین قیمت پیشنهادی فروش و بالاترین

قیمت پیشنهادی خرید، شکاف عرضه و تقاضا نامیده می‌شود. هرچه شکاف عرضه و تقاضا کمتر باشد، سهام یا اوراق از قابلیت نقدشوندگی بالاتری برخوردار است (رویان، ۱۹۹۶). گردش معاملات: این معیار از حاصل تقسیم تعداد سهام معامله شده بر تعداد سهام در جریان شرکت به دست می‌آید. از آنجایی که این نسبت با شکاف عرضه و تقاضا همبستگی معکوس دارد، در بسیاری از پژوهش‌ها از آن به عنوان معیار نقدشوندگی استفاده می‌شود. بالاتر بودن نسبت سهام معامله شده به تعداد سهام در جریان بیانگر میزان روانی معاملات است و هرچه این نسبت بیشتر باشد، می‌تواند نشان دهنده نقدشوندگی بالاتر باشد (نوبهار، ۱۳۸۸). جوردیا (۲۰۰۹)، معتقد است که یکی از فرضیه‌های منطقی این است که ریسک به تغییرات نقدشوندگی مربوط است و سطح نقدشوندگی بر بازده دارایی مؤثر است. در این تحقیق رابطه بین بازده مورد انتظار سهام و نوسانات فعالیت‌های معاملاتی به عنوان شاخصی برای نقدشوندگی و همچنین اوراق مشارکت به عنوان یکی از مهم‌ترین مباحث در نقدشوندگی مورد بررسی قرار گرفت. لذا نقدشوندگی اسناد بدهی دولتی در سطوح مختلف خرد و کلان اقتصادی و تصمیمات سرمایه‌گذاری افراد فعال در سطح اقتصاد و بازار سرمایه جهت ایجاد برقراری توازن تأثیرگذار خواهد بود.

داده‌های جدول ذیل نشان می‌دهد که حجم ارزش معاملات اسناد خزانه و فرابورس مالی مرتبط با آن، در مقایسه با حجم نقدینگی فعال در اقتصاد بسیار کم بوده است که بیانگر عدم اقبال کافی عمومی و ناکافی بودن بازار مالی درگیر در اسناد خزانه در راستای تأثیرگذاری بر حجم پول در گردش در اقتصاد ایران است، لیکن از آنجا که لاجرم، استفاده دولت‌ها از اسناد خزانه را ناممکن ساخته و تورم ناشی از عوامل داخلی و خارجی مؤثر بر اقتصاد کماکان رو به افزایش بوده، استفاده کاراتر اسناد خزانه در این خصوص کاملاً پر اهمیت است.

جدول (۳) حجم ارزش معاملات اسناد خزانه در مقایسه با حجم نقدینگی (مبالغ به میلیون ریال)

ردیف	سال	مجموع میانگین ارزش معاملات اسناد خزانه طی سال	میانگین ارزش معاملات فرابورس طی سال	میانگین حجم نقدینگی طی سال	نسبت ارزش معاملات اسناد به فرابورس	نسبت ارزش فرابورس به حجم نقدینگی	نرخ تورم
۱	۱۳۹۶	۳۱۸,۹۲۲	۹۷۷,۲۵۷	۱۳,۹۲۷,۷۸۰,۰۰۰,۰۰۰	٪۳۲	۰/۱٪۰۰۰۰۰۷	۹/٪۶
۲	۱۳۹۷	۷۳۹,۳۲۳	۱,۶۲۷,۱۱۵	۱۶,۹۰۵,۲۲۰,۰۰۰,۰۰۰	٪۴۵	۰/۱٪۰۰۰۰۰۹	۲۶/٪۹
۳	۱۳۹۸	۸۱۱,۵۸۰	۳,۹۹۰,۱۲۸	۲۱,۵۲۷,۵۶۰,۰۰۰,۰۰۰	٪۲۰	۰/۱٪۰۰۰۰۱	۳۴/٪۸
۴	۱۳۹۹	۱,۰۶۱,۱۴۴	۱۶,۱۴۹,۱۸۲	۳۰,۸۷۷,۰۸۰,۰۰۰,۰۰۰	۶۱/٪۶	۰/۱٪۰۰۰۰۰۵	۳۴/٪۲

حجم میزان معاملات صورت گرفته از بابت اسناد خزانه اسلامی

۵-۲- دست کاری صرف نقدینگی ناشی از نقد شوندگی بازار اسناد دولتی با استفاده از سازوکار بودجه‌ای، جهت کنترل تورم

با تغییرات قیمت‌های ارز غالب در بازار، تعادل قیمت‌ها در بازارهای دیگر به هم خورده و قیمت‌های نسبی تغییر خواهند کرد. در این شرایط فرض کنید دارنده اسناد خزانه اسلامی که موفق به فروش اسناد خزانه خود در بازار سرمایه نشده (به دلیل عدم وجود متقاضی) مجبور است، اوراق خود را تا سررسید نگه دارد و در سررسید مبلغ اسمی را دریافت کند. در این فاصله سایر دارایی‌های سرمایه‌ای به دلیل تعدیل قیمت ارز غالب در بازار از سود سرمایه‌ای به شدت بالاتری برخوردار شده‌اند. در صورتی که دارنده اوراق از بازدهی ثابتی برخوردارند. (نظری پور و صدراپی، ۱۳۹۵). کشاورز حداد و مهدوی (۱۳۸۴)، در مقاله آیا بازار سهام در اقتصاد ایران کانالی برای گذر سیاست پولی است؟ به بررسی نقش بازار سهام در سازوکار انتقال سیاست پولی پرداختند. در این راستا ایشان ارتباط بین تلاطم شرطی، واریانس شرطی بازده بازار سهام و تلاطم شرطی متغیرهای پولی عرضه پول را مورد توجه قرار دادند. نتایج به دست آمده از مدل‌های اقتصادسنجی که توسط ایشان به کار گرفته شد نشان داد که علیت از سمت میزان نرخ رشد اعتبارات پرداختی به بخش خصوصی به سمت بازده بازار سهام وجود دارد و افزایش تلاطم در میزان اعتبارات پرداختی به بخش خصوصی باعث افزایش تلاطم در بازده بازار سهام می‌شود. همچنین علیت از سمت نرخ رشد عرضه پول به سمت بازده بازار سهام وجود دارد و افزایش تلاطم در میزان نرخ رشد عرضه پول باعث کاهش بازده بازار سهام می‌شود که این موضوع بر کلیت بازار سهام شامل اسناد دولتی اثرگذار است.

لذا همواره رابطه مستقیم و اثرگذاری فی مابین بازار ثانویه و سیاست‌های مالی و پولی از جمله بودجه سالیانه متصور است. بانک مرکزی دارای مجموعه‌ای از ابزارهای سیاست پولی برای مدیریت کلان نقدینگی می‌باشد که از آن جمله می‌توان به عملیات بازار باز اشاره کرد که باعث تغییر در نرخ‌های بهره و حجم پول می‌شوند. اهمیت نقدشوندگی برای عملکرد مناسب بازارهای مالی، بسیار برجسته می‌باشد. در حال حاضر به خوبی قابل درک است که کاهش، یا بدتر از آن، تبخیر نقدشوندگی ممکن است باعث ایجاد یک سقوط بزرگ در قیمت دارایی‌ها شود که توسط اصول خود قابل توجیه نمی‌باشد. نقدینگی در سطح خرد و کلان نقش مهمی ایفا می‌کند. نقدینگی خرد به شرایط تجارت دارایی‌های فردی، یعنی هزینه، سرعت، حجم و تأثیر قیمت تبدیل پول نقد به دارایی‌های مالی و بالعکس اشاره دارد. (درخشان، ۱۳۸۹).

ایبروگ و اوستبرگ (۲۰۱۰)، در مقاله پول و نقدشوندگی در بازارهای مالی: به تجزیه و تحلیل روندی می‌پردازند که از طریق آن بانک اقدام به بازیابی نقدینگی در زمانی می‌کند که آن‌ها با شرایط بودجه کمتر مواجه هستند. در راستای تجارت «کشش نقدینگی به عقب»، آن‌ها دریافته‌اند که افزایش سختی در بازار بین بانکی با فعالیت‌های تجاری بیشتر در سهام با نقدشوندگی بالا نسبت به آن‌هایی که نقدشوندگی کمتری دارند در ارتباط است. جرج پیتر (۲۰۱۳)، در مقاله‌ای تحت عنوان سیاست پولی و اثر آن بر نقدشوندگی بازار سهام شواهدی نشان داده‌اند، دال بر اینکه

سیاست‌های پولی انبساطی توسط بانک مرکزی اروپا باعث افزایش نقدشوندگی بازار سهام در سه بازار منطقه یورو (فرانسه، آلمان و ایتالیا) شده است. لذا حتی دولت‌ها می‌تواند با افزایش نقدشوندگی در بازار ثانویه سیاست انتشار اسناد را تحت تأثیر قرار دهد.

مسئله دیگری که در مورد تبعات تورمی و وجود بازدهی متفاوت در سایر بازارها در حیطه اسناد دولتی وجود دارد این است که در شرایطی که نرخ بازدهی جدیدی در خارج از بازار اسناد خزانه ایجاد می‌شود و دادوستد اسناد دولتی با درصد بازدهی کم و پایین صورت می‌گیرد و منابع سرمایه‌گذاری شده در اسناد، دائماً در جستجوی کسب بازدهی کافی هستند، سرمایه‌گذاران فعال در این اسناد، کاملاً متوجه ریسک پنهان ناشی از محصور منابع فعلی و آتی خود در بازار اوراق دولتی می‌شوند که قبلاً در این بازار وجود داشته و از آن اطلاع کافی نداشته‌اند (تامارا و ویکتوریا، ۲۰۲۱) که این موضوع باعث تجدیدنظر در رفتار سرمایه‌گذاران در خصوص حفظ و نگهداری اسناد خزانه دولتی می‌شود و این مسئله نیز منجر بروز تبعات خارجی ناشی از انتقال منابع از بازار اسناد دولتی به سایر بازارها می‌شود.

از نظر حسابداری ما به التفاوت ارزش اسمی دریافتی از دولت و ارزشی که اسناد در بازار ثانویه توسط پیمانکار تنزیل می‌شود، در بخش منابع تراز خانوار یا بنگاه خریدار اسناد، قرار گرفته و منجر به افزایش ثروت بخش خصوصی می‌شود (صدرائی، شهرکی و توکلیان، ۱۳۹۸). افزایش ثروت بخش خصوصی بر اساس مدل‌های پایه اقتصادی، منجر به تحرک در رشد اقتصادی خواهد شد. لذا استفاده دولت از اسناد خزانه اسلامی در به تعویق انداختن بدهی‌های حال خود و قابلیت بازار ثانویه این ابزار، از کانال افزایش ثروت بخش خصوصی نیز می‌تواند درآمدهای دولت را متأثر نموده و پایداری مالی را ایجاد نماید. استفاده از اسناد خزانه اسلامی و استمرار در بهره‌گیری از آن برای تأمین مالی بدهی‌های دولت و به تعویق انداختن آن، منجر می‌شود.

که حجم اسناد در بازار پول و سرمایه افزایش یابد. در این صورت انبوهی از طلبکاران دولتی قرار دارند که نسبت به امکان تسویه این اوراق به ارزش اسمی در سررسید، دچار عدم اطمینان می‌شوند. این مسئله منجر به هجوم این افراد به بازار ثانویه برای تنزیل اسناد به قصد نقد نمودن آنی مطالبات خود می‌شوند. افزایش عرضه اسناد در بازار ثانویه منجر به افزایش نرخ تنزیل در بازار ثانویه می‌شود. با افزایش نرخ تنزیل، متوسط نرخ سود در اقتصاد نیز افزایش می‌یابد. این مسئله منجر به کاهش سرمایه‌گذاری بخش خصوصی و در نتیجه تأثیر منفی بر رشد اقتصادی می‌شود (صدرائی، شهرکی و توکلیان، ۱۳۹۸). انتشار اوراق بدهی دولتی علاوه بر برطرف کردن مشکل تنگنای اعتباری بانک‌ها، دولت را از استقراض از بانک مرکزی و بانک‌ها به منظور تأمین مالی کسری بودجه احتمالی بی‌نیاز کرده و از این رو با کاهش سلطه مالی، استقلال بانک مرکزی در تصمیم‌گیری و اجرای سیاست پولی افزایش می‌یابد. با برقرار شدن بازار اوراق بدهی دولتی که از نقدشوندگی و عمق کافی برخوردار است، بانک مرکزی به عنوان نهاد سیاست‌گذار اولی می‌تواند با خرید و فروش اوراق بدهی کوتاه‌مدت دولتی در بازار ثانویه این اوراق به عملیات بازار باز به منظور مدیریت نقدینگی و تقاضای کل اقتصاد بپردازد. (کرمی و بیات ۱۳۹۶).

بنابراین در شرایطی که تمامی ظرفیت‌های اقتصادی جهت برقراری پایداری به کارگیری شده‌اند، بدون توجه به ابزارهای مالی، سیاست‌های بودجه‌ای فعال خیلی قدرت کافی جهت ایجاد حالت‌های مختلفی از توازن یا پایداری رل ندارند. هر زمان که حالت پایداری منحصر به فردتر و خاص‌تر باشد، سیاست پولی بدون در نظر گرفتن ماهیت مالی این سیاست‌ها، در ایجاد پایداری کارایی خود را از دست می‌دهد. به علاوه سیاست‌های پولی فعال تمایل دارند که در بروز حالت پایداری تعیین‌کننده باشند. در طرف دیگر سیاست پولی می‌تواند منجر به ایجاد چندین شرایط توازن اقتصادی شود که تنها یکی از آن‌ها دوام دارد و بقیه ناپایدار می‌باشد. کلیه سازوکارهای فوق تماماً بستگی به این دارد که در بلندمدت نرخ تورم با چه نرخ هدفگذاری شده است. زمانی که بالا ارزیابی شود، ممکن است حالت‌های پایداری محدودی حتی در شرایط وجود سیاست‌های پولی فعال بیشتر وجود نداشته باشد؛ اما زمانی که بانک مرکزی یک رویکرد فعال را دنبال می‌کند و نرخ تورم پایین در نظر گرفته شده است، احتمال زیاد بدون توجه به وجود سیاست‌های مالی، یک توازن پولی مشخصی ایجاد می‌شود. این بدین معنی است که سیاست پولی فعال به عنوان یک ابزار ایجادکننده شرایط متعادل کارایی خود را در جای خود دارد. نهایتاً به این نتیجه می‌رسیم که مبادلات در بازار ثانویه تثبیت سیاست‌های پولی رو متزلزل می‌کند و این موضوع به ماهیت سیاست پولی مربوطه نیز بستگی دارد، این سیاست‌ها فقط موجب تقویت و تضعیف شرایط تثبیت‌کننده حاکم بر سیاست‌های مالی می‌شوند. (دومینگو و پرکوراس ۲۰۱۸). لذا این موضوع بر قرار است که در شرایط بلندمدت غیرتورمی سیاست‌های پولی کارایی خود را دارند، اما در شرایطی که در بلندمدت با ادوار تورمی دارای نوسان پیش رو هستیم، سیاست‌های پولی فعال خیلی تأثیر نخواهند داشت.

زمانی که عامه مردم در بازار ثانویه حضور پررنگ دارند و تقاضا برای اسناد بیش از عرضه آن است، دولت قادر است تا از طریق دستکاری میزان انتشار اسناد، بازدهی و صرفه واقعی اسناد دولتی را تغییر دهد. نتیجتاً در زمانی که بودجه‌ریزی با محدودیت مواجه است نحوه استفاده توأمان نرخ تورم و حجم اسناد دولتی ابزاری مؤثر خواهد بود؛ بنابراین این باور وجود دارد، صرف نظر از وجود چند حالت متوازن به عنوان گزینه پیش‌رو، همواره دسترسی به حالت‌های پایداری باثبات با ابهام همراه بوده است و شرایط جدیدی از راهکارهای مختلف (از جمله اسناد دولتی و بازار ثانویه) به‌منظور برقراری حالت پایداری پیش رویمان جهت اجرا قرار می‌گیرد.

با توجه به پژوهش‌های کم و بیش مرتبط انجام شده فرید من (۱۹۶۸)، سارجنت و والاس (۱۹۸۱) و لیپر (۱۹۹۱) در میان پژوهش‌های انجام شده، تعداد زیادی از پژوهشگران روی نحوه استفاده از ترکیب سیاست‌های پولی و مالی در شرایط مختلف مطالعاتی داشتند. طبق مطالعه و پژوهش صورت گرفته توسط کازنزنوری و دیبا (۲۰۰۵)، ضمن برقراری شرایط محدودکننده مربوط به مصرف نقدینگی متوجه شدند، صرف ایجاد شده ناشی از نقدشوندگی اسناد دارای اثرات تبعی محیطی، قابلیت استفاده در بازار کالایی یا مصرفی را نیز دارد. آن‌ها پی به این موضوع بردند که نرخ بهره و یک سیاست مالی غیرفعال زمانی موجب پایداری می‌شود که بتواند شدیداً بر تصمیمات اخذ شده مربوط به سایر سیاست‌ها تأثیرگذار باشد. لذا زمانی که نقدشوندگی اسناد خزانه همراه با مزیت متوجه سرمایه‌گذار باشد، می‌توان با استفاده از ابزار اسناد دولتی، شرایط متنوع‌تری از توازن ایجاد کرد. در چنین شرایطی، آندولفاتو و ویلیام

سون (۲۰۰۵)، در پژوهش خود فرض را بر این گذاشتند که در مناطق مختلف دنیا اسناد یا اوراق قرضه به عنوان ابزار پولی پذیرفته شده و قانونی باشد، آنان نشان دادند که زمانی که اسناد صرف نقدینگی دارند، ایجاد دوره‌های عاری از تورم ممکن است. در همین راستا آندولفاتو و مارتین (۲۰۱۸) نشان داد، در محیطی که پول نقد به عنوان ابزار پولی خیلی جایگاهی ندارد، فرض را بر این گذاشتند که اسناد دولتی در فضای داد و ستد و چرخه اقتصادی هم مستقیماً به عنوان یک ابزار پولی، هم غیرمستقیم جهت تضمین یا وثیقه‌ای برای پرداخت‌های آتی در جامعه دارای اعتبار و مورد پذیرش است. والر و برستنسن (۲۰۱۸)، نشان دادند که اگر ایجاد هر گونه تعهد و دین محدود به استفاده از این اسناد به عنوان وثیقه یا تضمین شود، ارزش بازار بدهی‌های دولتی، خود مسبب ایجاد شوک‌های اقتصادی می‌شود، حتی زمانی که مالیات طی ادوار جاری و آتی و نحوه مصرف (وجه نقد، دارایی‌های سرمایه‌ای) دستخوش تغییرات نمی‌شود؛ بنابراین، چنانچه بازار ثانویه به اندازه کافی گسترده و اسناد خزانه اسلامی بخش قابل توجهی از آن باشد، با برقراری شرایط نقدشوندگی یا صرف نقدینگی در مورد اسناد خزانه از طریق دست‌کاری میزان اسناد منتشره، سررسید اسناد و دیده شدن در فرآیند بودجه‌ریزی، با ایجاد برقراری سیاست مالی فعال، ابزار فعال‌تر و کم‌هزینه‌تری جهت کنترل تورم در بلندمدت به واسطه مدیریت نقدینگی در اقتصاد می‌توان ایجاد کرد.

نتیجه‌گیری

فرآیند بودجه‌ریزی و نحوه اجرای آن نقش به‌سزایی در پایداری اقتصاد دارد، لکن شرایط کسری بودجه و تورم‌زا در اقتصاد، ابزار و سازوکارهای دولت را در مواجهه با کنترل اوضاع در این شرایط دچار محدودیت می‌کند. دولت‌ها در شرایط کسری بودجه و برای جبران آن، اقدام به تأمین مالی خود از طرق مختلف می‌نمایند. یکی از این روش‌ها در تأمین مالی کسری بودجه بهره‌گیری از انتشار اوراق بهادار است. انتشار اوراق بهادار در تأمین مالی کسری بودجه دولت از یک سوی می‌تواند بر بهبود پایداری مالی به واسطه تصفیه مخارج دولت تأثیرگذار باشد، ولی در مقابل این نوع تأمین مالی بسته به نوع اوراق منتشر شده که بازپرداخت فرع اوراق را نیز دربردارد و یا ندارد، می‌تواند در دوره‌های بعدی اثرات مخربی بر پایداری مالی دولت به عنوان یک شاخص عملکردی داشته باشد. مهم‌ترین مزیت تأمین مالی کسری بودجه دولت از طریق انتشار اوراق عدم تغییر در پایه پولی است. این روش اغلب به عنوان یک روش مناسب و مؤثر برای تأمین کسری دولت بدون ایجاد بحران ارزی و افزایش تورم، مورد استفاده قرار می‌گیرد؛ اما روی دیگری نیز دارد، استمرار تأمین مالی از این طریق خطرات خاص خود را دارد. اول، احتمال دارد که منجر به ایجاد ابر تورم در آینده شود؛ زمانی که بدون محدودیت دولت‌ها اقدام به ایجاد بدهی می‌کنند این موضوع منجر به ناپایداری اقتصادی شود. دوم، این روش نیز مانند دریافت وام از نظام بانکی، منجر به کاهش سرمایه‌گذاری بخش خصوصی به جهت بالا رفتن هزینه بهره می‌شود. ضمناً منجر به افزایش هزینه تأمین مالی دولت در دوره بعدی شده و لذا کسری بودجه را در بلندمدت شدیدتر می‌کند. لذا توجه اهمیت بسیار بالای نحوه به‌کارگیری اوراق بدهی کاملاً ملموس است. لکن با ایجاد شرایطی که اوراق دولتی نه تنها به عنوان یک سند با ارزش، بلکه چنانچه به عنوان یک دارایی به‌کارگیری شود، می‌تواند جهت گسترده‌تر کردن بازار و منشأ جلب توجه عامه و سرمایه‌گذاران در شرایط شوک‌های

اقتصادی باشد. این مقاله یک رویه و رویکرد جدیدی از چگونگی استفاده مؤثر و کارآمد سیاست‌های پولی فعال تحت شرایطی که اقتصاد دچار بی ثباتی و ابهام است، ارائه می‌کند. زمانی که سرمایه‌گذاران، در بازارهای ثانویه و مالی حضور فعالی داشته باشند، با بزرگ‌تر کردن بازار اوراق بدهی و زمانی که تقاضا برای اسناد بیشتر از عرضه آن باشد، ما می‌توانیم شاهد یک صرف نقدینگی در اسناد دولتی باشیم و اینجاست که اسناد دولتی در شرایط تورمی و زمانی که تعادل و پایداری اقتصاد متزلزل و غیر کارا است، نقش سازنده‌ای دارد. در چنین موقعیتی، ما به این موضوع پی بردیم که سیاست‌های پولی فعال و غیرفعال به ترتیب شرایط ثبات تورمی را بالا و پایین می‌کنند. علاوه بر این، صرفه ایجاد شده مزبور جایگزین انتظارات تورمی می‌شود و باعث بهبود سیاست‌های پولی و مالی که ابزاری در جهت ایجاد شرایط معین پایداری و تعادل هستند، می‌شوند. بعد از بروز تورم، رویه‌های در نظر گرفته شده مالی می‌تواند در برگیرنده تغییر در میزان حجم انتشار اسناد، برای اثر پذیری صرف نقدینگی باشد که این رویه باعث ایجاد شرایط باثبات در زمان ایجاد نوسانات قیمتی می‌شود. در نهایت، بررسی‌های ما این موضوع را می‌رساند که با بزرگ‌تر کردن بازار مالی اسناد دولتی و بالا بردن حجم داد و ستد معاملات اسناد دولتی در بازار ثانویه، یک رویه جدید در سیاست‌های مالی ایجاد می‌کند که می‌تواند از طریق دست‌کاری صرف نقدینگی و نقدشوندگی آن تا حدی زیادی شرایط نرمالی برای کنترل تورم فراهم می‌کند. لکن در شرایط کنونی ایران که آثار تورمی و کسری بودجه دولت و تبع آن حجم نقدینگی طی سنوات گذشته روبه رشد بوده است، این موضوع بیش از پیش احساس می‌شود، به‌خصوص در شرایطی که تحریم‌های بین‌المللی راه‌های درآمدی دولت از طریق فروش نفت را مختل نموده و فعالیت‌های غیر مولد اقتصادی مانند سفته‌بازی در بازار سکه، دلار، مسکن و ... شدت گرفته است، علی‌ای حال، با توجه به اینکه مشاهدات ما نشان می‌دهد، در شرایط کنونی با بالا رفتن استفاده دولت از اسناد خزانه اسلامی طی سنوات گذشته (۱۳۹۵ الی ۱۳۹۹)، افزایش حجم نقدینگی و افزایش تورم و با توجه به اینکه حجم معاملات اسناد خزانه در فرابورس بخشی کوچکی از گردش نقدینگی در اقتصاد ایران محسوب می‌شود، پیشنهاد می‌شود که با گسترش بازار مالی اسناد خزانه اسلامی در کنار بازار ثانویه (فرابورس و بورس) و همچنین استفاده از آن به عنوان یک سند مالی معتبر در اقتصاد، در مبادلات تجاری مانند وثیقه، ضمانت و دادوستد با محدودسازی سفته‌بازی در بازارهای مالی غیرمولد به‌واسطه اصلاح نظام مالیاتی و شفافیت در این حوزه، دولت می‌تواند با دست‌کاری حجم اسناد خزانه منتشره به واسطه کنترل نقدشوندگی و صرف ناشی از آن در بازار مالی، گردش نقدینگی در اقتصاد و انتظارات تورمی را مدیریت نماید.

فهرست منابع

- ۱- افشاری، زهرا؛ شیرین بخش، شمساله و مریم بهشتی (۱۳۹۱) "بررسی پایداری مالی در ایران"، فصلنامه پژوهشهای اقتصادی، سال دوازدهم، شماره ۴۵، صص ۲۷-۴۵.
- ۲- جلالیان، کتایون. (۱۳۸۳) "تأثیر عرضه اوراق مشارکت بر متغیرهای اصلی اقتصاد کلان". فصلنامه پژوهشنامه اقتصادی، دوره ۴، شماره ۳، صفحه ۱۳۱-۱۴۷.
- ۳- حسینی، سید علی؛ کرمی، غلامرضا و شفیع پور، سید مجتبی (۱۳۹۰) "بررسی ارتباط عملکرد شرکت‌ها و نقدشوندگی بازارسهم"، فصلنامه بورس اوراق بهادار، شماره ۱۱، سال سوم، صص ۲۵-۴۲.
- ۴- خادم الحسینی اردکانی، مجید؛ موسویان، سیدعباس (۱۳۹۱) "مهندسی مالی اسناد خزانه" فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، سال دوازدهم شماره ۴۵.
- ۵- سلیمی، علیرضا (۱۳۹۱) "ضرورت توسعه اوراق بدهی بهادار اسلامی" فصلنامه راهبرد، سال بیست و یکم، شماره ۶۵، صص ۲۱۹-۳۱۸.
- ۶- صدرائی، محمد حسین؛ شهرکی، جواد و حسین توکلیان (۱۳۹۸) "نقش اسناد خزانه اسلامی در تحقق مؤلفه‌ها و اهداف سیاستهای ابلاغی اقتصاد مقاومتی". تحقیقات مالی اسلامی، انتشار آنلاین.
- ۷- صدرایی، محمد حسین؛ شهرکی، محمد جواد و توکلیان حسین (۱۳۹۹) "بررسی تأثیر اسناد خزانه اسلامی بر پایداری مالی دولت ایران با رویکرد مدل تعادل عمومی پویای تصادفی" نشریه علمی (فصلنامه) پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی، شماره ۹۴، سال ۲۸، صفحه ۳۹۶-۳۳۳.
- ۸- ذاکر نیا، احسان؛ حبیب الهی، محمدهادی (۱۳۹۵) "ارائه مدل قیمت گذاری اسناد خزانه اسلامی مبتنی بر چارچوب اوراق بهادار سازی" دانش سرمایه‌گذاری، شماره ۱۸، صص ۵۱-۶۵.
- ۹- فلاحتی، علی؛ فتاحی، شهرام؛ حیدری، علی و نعیم شکری (۱۳۹۶) "بررسی پایداری مالی و شوک‌های مالی گذرا در اقتصاد". فصلنامه اقتصاد مالی، سال یازدهم، شماره ۴۱، صفحه ۱۵۴-۱۲۳.
- ۱۰- قضاوی، حسین؛ باز محمدی، حسین (۱۳۸۹) "عملیات بازار باز در چارچوب بانکداری بدون ربا مطالعه موردی: اسناد خزانه اسلامی" گزارش پژوهشی پژوهشکده پولی و بانکی.
- ۱۱- کرمی، هومن؛ سعید، بیات (۱۳۹۶) "تحلیل آماری و آسیب‌شناسی بازار اسناد خزانه اسلامی" فصلنامه روند، سال ۲۴، شماره ۷۷، صفحات ۱۱۵-۱۴۶.
- ۱۲- محمد زاده، امیر؛ اختیاری، پروانه (۱۳۹۵) "شوک‌های نقدینگی کلان بر نقدشوندگی بازار سهام" چهارمین کنفرانس بین‌المللی پژوهش‌های نوین در مدیریت، اقتصاد و حسابداری. ۱۳۹۵، برلین آلمان.
- ۱۳- موسویان، سید عباس (۱۳۹۲) "ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)" سازمان انتشارات پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.

۱۴- موسوی محسنی، رضا؛ طاهری، حامد (۱۳۸۸) "ارزیابی پایداری مالی در ایران" فصلنامه پژوهشهای اقتصادی ایران، سال سیزدهم، شماره ۴۱، صص ۱۳۷-۱۲۳.

۱۵- موسویان، سید عباس؛ الهی، مهید (۱۳۸۹) "امکان سنجی فقهی تشکیل بازار بین بانکی در بانکداری اسلامی". فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، شماره ۸۳، صص ۸۹-۱۱۸.

۱۶- مقدسی، محمدرضا (۱۳۷۳) "سیاست پولی انتخاب ابزاری بهعنوان جایگزین" معاونت امور اقتصادی وزارت اقتصاد و دارایی، طرح پژوهشی.

۱۷- نوبهار (۱۳۸۸) "بررسی ارتباط بین نقدشوندگی و بازده سهام در بازار" پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران.

۱۸- نظر پور، محمد نقی؛ صدرایی، محمد حسین (۱۳۹۵) "شناسایی و رتبه بندی ریسکهای اسناد خزانه اسلامی در بازار اوراق بهادار ایران" دوفصلنامه علمی-پژوهشی تحقیقات مالی اسلامی، سال ششم، شماره دوم (پیاپی ۱۲)، صص ۱۳۳-۱۶۶.

۱۹- Armstrong Sh. and T. Okimoto (۲۰۱۶). "Fiscal Sustainability in Japan". Asia & the Pacific Policy Studies vol. ۳ No. ۲ pp. ۲۳۵-۲۴۳

۲۰- Burger J. D. and F. E. Warnock. (۲۰۰۶). Local Currency Bond Markets. IMF Staff Paper no. ۵۳ (Special Issue). pp. ۱۳۳-۴۶.

۲۱-Barro R. (۱۹۷۴). "Are Government Bonds Net Wealth?" *Journal of Political Economy* ۸۲ ۱۰۹۵-۱۱۱۷.

۲۲-Bohn H. (۱۹۹۱). "The Sustainability of Budget Deficits in a Stochastic Economy". *Journal of Money Credit and Banking* Vol. ۲۷ No. ۱ pp ۲۵۷-۲۷۱

۲۳-Barnett S. and R. Ossowski (۲۰۰۳). Operational Aspects of Fiscal Policy in Oil Producing Countries. In *Fiscal Policy Formulation and Implementation in OilProducing Countries* ed. by J. M. Davis R. ssowski and A. Fedelino WashingtonInternational Monetary Fund

۲۴-Barrell R. and S. Kirby (۲۰۰۹). "Fiscal Sustainability". *National Institute Economic Review* ۲۰۸(۱) pp. ۶۱-۷۵

۲۵-Dupont D. and P. Brian (۱۹۹۹). The Treasury securities market: overview and recent development. *Federal Reserve Bulletin*

۲۶-Dupont d & sack b (۱۹۹۹). The treasury securities market: overview and resent developments.fed. res. Bull. ۸۵ ۷۸۵.

۲۷-Derakhshan M (۲۰۱۰) the first volume single-equation econometric with the classical hypothesis (first part) Tehran: Organization of Study and Compilation of Humanities Books (SAMT)• (in Persian)

۲۸-Longenecker j.g. (۲۰۰۹). Small business management: launching and growing new ventures. Cengage learning.

۲۹-Noel M. (۲۰۰۰). Building Sub-national Debt Markets in Developing and Transition Countries: A Framework for Analysis Policy Reform and Assistance Strategy

۳۰- Robin A. (۲۰۰۷). Ownership levelOwnership Concentration and Liquidity. Journal of financial market ۲۱۹-۲۴۸.

۳۱- Ryan H. (۱۹۹۶). The Use of Financial Ratios as Measures of Determinants of Risk in The Determination of The Bide-Ask Spread. Journal of Financial and Strategic Decisions

۳۲-Tendulkar R and HancockG. (۲۰۱۴). Corporate Bond Markets: A Global Perspective. Staff Working Paper of the IOSCO Research Department vol ۱

۳۳- Saeedi A Dadar O. (۲۰۱۰) the relationship between stock liquidity and liquidity indicators of the previous period in the Tehran Stock Exchange Journal of Industrial Management Studies Volume ۵ Number ۱۰ Spring pp. ۳۳to ۲۳(in persian)

۳۴-World Economic Forum. (۲۰۱۵). Accelerating Emerging Capital Markets Development: Corporate Bond Markets.

۳۵-keshavarz H. (۲۰۰۵) "Is the stock market in the economy through monetary policy is the conduit for?" ۱۳۸-۱۲۳Journal of Economic Research• (in persian)

۳۶- Fernandez A O. M. Gachter M. Larch and G. Peter (۲۰۱۳) 'Does monetary policy determine stock market liquidity? New evidence from the Euro zone' Journal of Empirical Finance forthcoming

۳۷-Guillard M. and K. Kempf (۲۰۱۷). "Public Debt Sustainability and Defaults". CESifo Group Munich.

۳۸-Hakim. Sam (۲۰۰۷) "Islamic money market instruments" Handbook of Islamic Banking Edward Elgar

۳۹- International Monetary Fund. (۲۰۰۷). Fiscal Sustainability: A ۲۱st Century Guide for the Perplexed

۴۰- Namdari H. (۲۰۰۴) "causality between stock price index at Tehran Stock Exchange and exchange rates on the open market" Allameh Tabatabaei University No. ۶ from ۱۲۳ to ۱۵۶ (in persian)

۴۱- Nyborg K.G. and P. Ostberg (۲۰۱۰) 'Money and liquidity in financial markets' CEPR Discussion Papers ۷۹۰۵

۴۲- Power P. (۱۹۹۶). "Sovereign Debt: The Rise of the Secondary Market and its Implications for Future Restructurings" *Fordham Law Review* ۶۴ ۲۷۰۱-۲۷۷۲

۴۳- Tamara V. Teplova Victoria A. Rodina (۲۰۲۱) the reinvestment risk premium in the valuation of British and Russian government bonds research in international business and finance. No ۵۵ pag ۲ to ۱۸

۴۴- Veld J. Pagano A. Ratto M. Roeger W. and I.P. Szekely (۲۰۱۲). "Sovereign Debt Sustainability Scenarios Based on an Estimated Model for Spain". *European Commission Economic Paper Series* ۴۶۶ Directorate General Economic and Financial Affairs.