



بررسی اهداف و عملکرد انتشار اوراق مالی در قوانین بودجه سنواتی و چالش‌های پیش روی آن (انتشار اوراق مالی؛ یک فرصت یا یک تهدید)

مجید حسنی^۱

علیرضا ابراهیم قزوینی^۲

حمزه ملکیان^۳

تاریخ دریافت: ۹۷/۱۲/۱۱

تاریخ پذیرش: ۹۸/۲/۲۹

چکیده

یکی از دغدغه‌های اصلی دولت‌ها خصوصاً در کشورهای در حال توسعه، چگونگی تأمین مالی برای نیل به اهداف و سیاست‌های اقتصادی خویش است. بکارگیری صحیح سیاست‌های پولی و مالی اتخاذ شده و همچنین ابزارهای موجود تأمین مالی در دستیابی به اهداف و برنامه‌ها، افزایش سطح خدمات اجتماعی و بالا بردن سطح رفاه عمومی نقش تعیین کننده‌ای خواهد داشت. بنابراین، بکارگیری صحیح ابزارهای مالی و دستیابی به اهداف پیش بینی شده حائز اهمیت می‌باشد. هدف تحقیق حاضر، تشریح و ارزیابی انواع اوراق مالی به عنوان ابزارهای مورد استفاده در تأمین منابع بودجه سالانه، میزان دستیابی به اهداف پیش بینی شده و چالش‌های پیش روی آن می‌باشد.

برای دستیابی به اهداف تحقیق با استفاده از روش تحقیق توصیفی - استنادی؛ قوانین بالادستی، قوانین بودجه سنواتی و دیگر قوانین مصوب مورد بررسی قرار گرفت و ضمن ارائه مبانی نظری و پیشینه انتشار اوراق مالی در ایران، به ارزیابی و تعریف انواع اوراق انتشار یافته از جمله اوراق قرضه، اوراق مشارکت، اسناد خزانه، اسناد خزانه اسلامی و صکوک اسلامی پرداخته شد. سپس با استفاده از روش توصیفی - تحلیلی عملکرد سالانه انتشار اوراق بهادار اسلامی و میزان دستیابی به اهداف پیش بینی شده در دوره زمانی ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۵ مورد تحلیل قرار گرفت. نتایج بررسی‌ها نشان می‌دهد، اهداف استفاده از ابزارهای مالی به طور کامل محقق نشده و ۷۳ درصد از این اوراق از جمله اسناد خزانه اسلامی، مراحبه، صکوک اجاره و سلف موازی به منظور تسویه بدهی مسجل دولت منتشر گردیده است.

واژگان کلیدی: اوراق قرضه، اوراق مشارکت، اسناد خزانه اسلامی، صکوک اسلامی، بازی پونزی

۱- کارشناس ارشد مدیریت دولتی

۲- کارشناس ارشد مدیریت دولتی

۳- نویسنده مسئول، کارشناس ارشد حسابداری، عضو پیوسته انجمن حسابداری ایران، ایمیل: h.malekian_1989@yahoo.com

۱- مقدمه

توسعه طرح‌های زیربنایی و صنایع اصلی و مادر، توسعه و پویایی اقتصاد در هر کشور را به همراه دارد. اولین و اصلی‌ترین گام برای توسعه زیرساخت‌های اقتصادی و بالابردن سطح معیشت، شاخص‌های رفاه عمومی و در نهایت دستیابی به عدالت اجتماعی در هر کشور، تأمین و بکارگیری تمامی منابع مالی موجود می‌باشد. یکی از دغدغه‌های اصلی دولت‌ها خصوصاً در کشورهای در حال توسعه، چگونگی تأمین مالی برای نیل به اهداف و سیاست‌های اقتصادی خویش است. تأمین منابع مالی به عنوان بازوی توانمند نهادهای مالی و از عوامل مهم در تعمیق نظام مالی هر کشوری محسوب می‌شوند (سلیمی، ۱۳۹۱، ۲۹۲). اغلب کشورهای در حال توسعه که اقتصادشان دولتی بوده و دولت‌ها نقش تعیین کننده‌ای در تعیین مسیر اقتصادی آن‌ها دارند؛ به دلیل ضعف‌های موجود در نظام درآمد عمومی و عدم تعادل در دخل و خرج عمومی از یک سو و بالا بودن سهم دولت در اجرای پروژه‌های عمرانی و صنعتی از سوی دیگر، همواره با محدودیت و کمبود منابع روبه رو هستند. ضمن اینکه اکثر کشورهای یاد شده میزان بدهی عمومی فراوانی داشته و بدهی تعدادی از آن‌ها سال به سال رو به افزایش است (چاپرا، ۱۹۹۲، ۲۱۴). بدهی‌های دولت، ناشی از انباشت کسری بودجه و نرخ بهره مربوط به بدهی معوقه می‌باشد و افزایش مداوم کسری بودجه می‌تواند بدهی انباشت شده را در طول زمان افزایش دهد و اثرات زیان باری را بر اقتصاد و حجم فعالیت اقتصادی هر کشور، به خصوص در کشورهای در حال توسعه داشته باشد (محمودی نیا و همکاران، ۱۳۹۵، ۸۷). موارد یاد شده دولتمردان و تصمیم گیرندگان را ناگزیر به کاربرد سایر روش‌های تأمین مالی برای اجرای طرح‌های زیربنایی و عمرانی، جبران کسری بودجه‌ای و تأمین منابع برای تسویه بدهی‌های معوق خویش نموده است. یکی از روش‌های استفاده از منابع مالی جامعه و به کارگیری آن در پروژه‌های تولیدی و سرمایه‌گذاری‌های زیربنایی انتشار اوراق از جمله انواع اوراق مالی می‌باشد.

صرف تأمین مالی بدون توجه به نتایج بکارگیری منابع موجود نمی‌تواند به بازگشت سرمایه و پرداخت بدهی‌های دولت کمک کند؛ لذا متوسل شدن به سرمایه گذاری بخش خصوصی جهت توسعه زیرساخت‌ها تنها هدف دولت‌ها در کشورهای توسعه یافته نبوده بلکه آن‌ها علاوه بر تأمین سرمایه، در جستجوی افزایش کارایی خدمات ارائه شده نیز می‌باشند (حقیقت و پورپرتوی، ۱۳۹۲، ۵۰). بکارگیری صحیح سیاست‌های پولی و مالی اتخاذ شده و همچنین ابزارهای موجود تأمین مالی در دستیابی به اهداف و برنامه‌ها، افزایش سطح خدمات اجتماعی و بالا بردن سطح رفاه عمومی نقش تعیین کننده‌ای خواهد داشت. بنابراین، بکارگیری صحیح ابزارهای مالی و دستیابی به اهداف پیش بینی شده حائز اهمیت می‌باشد.

با عنایت به سهم بالای بخش عمومی در اقتصاد ایران؛ بخش مهمی از منابع تأمین اعتبار و اهداف و سیاست‌های کلان اداره امور عمومی کشور، در بودجه ریزی سالانه لحاظ شده و به تصویب مجلس شورای اسلامی می‌رسد. مطابق با ماده (۱) قانون محاسبات عمومی مصوب (۱۳۶۶)، بودجه کل کشور 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 نیل سیاست‌ها و هدف‌های قانونی



می‌شود. بودجه یک کشور نشان دهنده جایگاه دولت در اقتصاد و به عبارتی تعیین کننده حدود دخالت دولت در اقتصاد ملی جامعه است. هدف تحقیق حاضر، تشریح و ارزیابی اوراق مالی به عنوان ابزارهای مورد استفاده در تأمین منابع بودجه سالانه، میزان دستیابی به اهداف پیش بینی شده و چالش‌های پیش روی این اوراق می‌باشد.

۲- مبانی نظری و ادبیات تحقیق

در این بخش، تاریخچه انتشار اوراق مالی در ایران و تعاریف قانونی برای اوراق منتشر شده ارائه گردیده و همچنین به منظور ارزیابی چالش‌های پیش روی انتشار اوراق، مبانی نظری بازی پونزی^۴ نیز تشریح می‌شود.

۲-۱- پیشینه قانونی انتشار اوراق مالی

با توجه به اهمیت تصویب قانون عملیات بانکی بدون ربا (مصوب ۱۳۶۲) در بکارگیری انواع و روند انتشار اوراق مالی، در تحقیق حاضر، بررسی و کنکاش سیاست‌های انتشار و بکارگیری انواع اوراق مالی از سوی دولت و همچنین، روند صدور مجوزهای انتشار انواع اوراق در قوانین بودجه سالانه و دیگر قوانین مصوب از سال ۱۳۲۰ تا کنون، به صورت سیر قانونی انتشار اوراق قبل و بعد از تصویب قانون عملیات بانکی بدون ربا طبقه بندی و ارائه می‌شود.

۲-۲- سیر قانونی انتشار اوراق مالی قبل از تصویب قانون عملیات بانکی بدون ربا

با نگاهی به قوانین و مقررات مصوب ملاحظه می‌گردد، برای اولین بار در ماده (۲) قانون اصلاح قانون بودجه سال ۱۳۲۰ کل کشور (مصوب آبان ماه ۱۳۲۰)^۵ به وزارت دارایی مجوز انتشار چهارصد میلیون ریال اسناد خزانه با سررسیدهای چهار ماهه داده شد. نکته جالب توجه در خصوص مجوز یاد شده این است که دولت در فروردین ماه سال ۱۳۲۱ با تصویب قانون اجازه انتشار هفتصد میلیون ریال اسکناس اضافی، قانون یاد شده را ملغی نمود.^۶ در ادامه و در سال ۱۳۲۲ و به منظور پرداخت مطالبات بانک ملی، مجوزی دیگر برای وزارت دارایی به منظور انتشار پانصد میلیون ریال اسناد خزانه صادر گردید.^۷

به دنبال ملی شدن صنعت نفت و به دلیل قطع شدن ناگهانی رقم قابل ملاحظه درآمد حاصل از فروش نفت در سال ۱۳۲۹ چالش‌ها و مشکلاتی در امور مالی کشور به وجود آمد. در پی این رویداد و به منظور فائق آمدن بر مشکلات موجود، در دی ماه سال ۱۳۳۰ ماده واحده‌ای تحت عنوان قانون

4 . Ponzi Game

۵. «وزارت دارایی مجاز است تا مبلغ چهارصد میلیون ریال اسناد خزانه با سررسیدهایی که از چهار ماه تجاوز نکند در جریان گذاشته و اعتبار لازم برای بهره آن در بودجه هر سال منظور دارد ...»

۶. ماده (۴) قانون اجازه انتشار هفتصد میلیون ریال اسکناس اضافی (مصوب ۱۳۲۱)

۷. ماده (۱) قانون اجازه صدور پانصد میلیون ریال اسناد خزانه (مصوب ۱۳۲۲/۰۶/۲۷)



اجازه انتشار دو میلیارد ریال برگ‌های وام یکصد ریالی به دولت به تصویب رسید که بر اساس آن باید اوراق قرضه ملی بلندمدت دو ساله با سود شش درصد منتشر می‌گردید.

پس از آن و تا آغاز دهه ۱۳۴۰، مجوزی برای انتشار اوراق داده نشد و عموماً تأمین منابع از طریق دیگر روش‌ها از جمله استقراض از سیستم بانکی صورت می‌گرفت تا اینکه هیأت وزیران در آبان ماه سال ۱۳۴۱ بر اساس تصویب‌نامه‌ای به وزارت دارایی مجوز انتشار سه میلیارد ریال اوراقی به نام اسناد خزانه صادر نمود. در بهمن ماه سال ۱۳۴۳ قانون انتشار اسناد خزانه به تصویب رسید که بر اساس آن به وزارت دارایی اجازه داده شد که با تصویب هیأت وزیران تا مبلغ ده میلیارد ریال اسناد خزانه منتشر نماید. از جمله ویژگی و امتیازات این اسناد شامل عدم 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 بینه دفاعی و اجرای برنامه‌های عمرانی کشور در تبصره (۳۳) قانون بودجه همان سال، به وزارت دارایی مجوز انتشار اوراق قرضه تا ده میلیارد ریال داده شد که سقف تأمین قسمتی از هزینه‌های وزارت جنگ تا میزان سه میلیارد ریال تعیین شده بود.^۸ علاوه بر تبصره یاد شده، در سال ۱۳۴۶ به استناد قانون انتشار اوراق قرضه بانک کشاورزی (مصوب ۱۳۴۶/۴/۱۵) مجوز انتشار اوراق قرضه به میزان حداکثر سه میلیارد ریال داده شد. بر اساس ماده واحده یاد شده مجوز انتشار اوراق به دو صورت سه ساله با بهره ۶٫۵ درصد و پنج ساله با بهره ۷ درصد بوده است.

در ادامه تأمین اعتبارات قسمتی از هزینه‌های وزارت جنگ، تبصره (۵) قانون بودجه سال ۱۳۴۷ نیز به این موضوع اختصاص یافته و بر اساس آن سقف اوراق قرضه دفاعی موضوع تبصره (۳۳) قانون بودجه سال ۱۳۴۶ کل کشور که می‌باید در سال ۱۳۴۷ انتشار می‌یافت؛ تا میزان چهار هزار و پانصد میلیون ریال تعیین گردید که در آبان ماه سال مذکور با تصویب قانون اصلاح تبصره (۳۳) قانون بودجه سال ۱۳۴۶ کل کشور، سقف انتشار اوراق به بیست میلیارد ریال افزایش داده شد. در سال ۱۳۴۸ همچنان موضوع تقویت بینه دفاعی مورد توجه بوده و در تبصره (۵) قانون بودجه آن سال سقف انتشار اوراق قرضه منتشره در سال بودجه‌ای مذکور تا میزان ده میلیارد ریال تعیین شد.

با تصویب قانون انتشار اسناد خزانه و اوراق قرضه در تاریخ ۱۳۴۸/۷/۲، قانون انتشار اسناد خزانه مصوب بهمن ماه ۱۳۴۳، تبصره (۳۳) قانون بودجه سال ۱۳۴۶ و قانون اصلاح تبصره (۳۳) قانون بودجه سال ۱۳۴۶ کل کشور لغو گردید. با نگاهی به قانون انتشار اسناد خزانه و اوراق قرضه می‌توان به این نتیجه رسید که هدف قانون‌گذار از تصویب قانون مذکور، به نوعی ارائه یک چارچوب مشخص و سرو سامان دادن به تاریخ، نوع و میزان و بهره انتشار دو نوع اوراق بدهی اسناد خزانه و اوراق قرضه و دیگر موضوعات مهم در این خصوص بوده است.

پس از تصویب قانون انتشار اسناد خزانه و اوراق قرضه، مجوزهایی در خصوص انتشار اوراق با در



نظر گرفتن مفاد قانون یاد شده صادر گردید. از جمله آن می‌توان به قانون اجرای برنامه نوسازی عباس آباد (مصوب خرداد ماه سال ۱۳۵۰)^۹ اشاره کرد که بر اساس آن به شهرداری پایتخت اجازه تملک و تصرف کلیه ارضی، عرصه و اعیان، مستحدثات و حق کسب و پیشه املاکی را که با تصویب انجمن شهر تهران و تأیید وزارت کشور در برنامه نوسازی عباس‌آباد واقع شده را با پرداخت بهای عادلانه به صورت اوراق قرضه طبق مقررات این قانون داده شده بود. طی سال‌های ۱۳۵۰ تا ۱۳۵۷ حدود ۱۰٫۵ میلیارد ریال از این اوراق تحویل مالکین اراضی عباس آباد گردید. (رحیمی، ۷۲، ۱۳۸۱) همچنین، تصویب قانون تبدیل قبوض اقساطی خرده مالکان مشمول قانون تقسیم و فروش املاک مورد اجاره به زارعین مستأجر و ملحقات آن به اوراق قرضه (مصوب ۱۳۵۳/۱۲/۶) که به استناد ماده (۱) آن خرده مالکانی که املاک آنان به زارعین مستأجر به اقساط دوازده ساله فروخته شده است، می‌توانستند با مراجعه به بانک تعاون کشاورزی ایران قبوض اقساطی بدهی زارعین را به نام بانک مزبور ظهرونیسی نموده و معادل بهای نقدی ملک خود از اوراق قرضه دریافت کنند.^{۱۰}

علاوه بر قوانین یاد شده، به استناد ماده (۴) قانون گسترش مالکیت واحدهای تولیدی (مصوب ۱۳۵۴) سازمان مالی گسترش واحدهای تولیدی تشکیل گردید. با توجه به اینکه مقرر گردیده بود که در مقابل سهام انتقالی از واحدهای تولیدی به سازمان یادشده اوراق قرضه تحویل شود؛ این اوراق از سال ۱۳۵۴ تا ۱۳۵۶ در چهار سری جمعاً به مبلغ ۴۵ میلیارد ریال منتشر گردید که مبلغ ۴۴ میلیارد ریال آن در اختیار صاحبان واحدهای تولیدی مشمول قانون قرار گرفت. مدت این اوراق دو، سه و پنج ساله و میزان بهره آن مساوی نرخ‌های بهره اوراق قرضه دولتی برای مدت‌های مشابه بود (همان، ۷۳). همچنین، در طول سال‌های ۱۳۵۴ الی ۱۳۵۸ اوراق قرضه‌ای از سوی بانک توسعه کشاورزی به منظور تأمین قسمتی از منابع مالی مورد نیاز خود منتشر گردید. در سال ۱۳۵۸ نیز به دنبال مصوبه شورای انقلاب، دولت اجازه انتشار ۳۵۰ میلیارد ریال اوراق قرضه بدون جایزه بابت بدهی خود به بانک مرکزی را دریافت نمود. این مجوز به عنوان آخرین مجوز انتشار اوراق قرضه برای دولت محسوب می‌شود. پس از انقلاب اسلامی و تصویب قانون عملیات بانکی بدون ربا در شهریور ۱۳۶۲، علاوه بر عملیات بانکداری غیر متعارف، بهره‌گیری از سایر ابزارهای ربوی نیز ممنوع و بدین ترتیب پرونده استقراض عمومی از طریق انتشار اوراق قرضه بسته شد. (موسویان و کریمی، ۱۳۸۸)

۹. به استناد ماده (۲) قانون مذکور «بهای اراضی تصرف شده به صورت اوراق قرضه به مالکان پرداخت گردیده و وزارت دارایی از اوراق قرضه موضوع قانون انتشار اسناد خزانه و اوراق قرضه مصوب سال ۱۳۴۸ به میزان مورد احتیاج در اختیار شهرداری خواهد گذارد. مدت اوراق قرضه موضوع این ماده هفت سال و بهره آن صدی ۹ در سال است که در پایان هر شش ماه توسط بانک مرکزی یا بانک‌های عامل آن قابل پرداخت خواهد بود.»

۱۰. مطابق با ماده (۴) قانون مذکور «اوراق قرضه موضوع ماده یک بر اساس قانون انتشار اسناد خزانه و اوراق قرضه مصوب مهر ماه ۱۳۴۸ تحت یک سری مشخص منتشر گردیده و حداکثر میزان آن معادل بهای نقدی قبوض مذکور در ماده یک و تاریخ انتشار آن دو ماه پس از تصویب این قانون خواهد بود...»

۲-۳- سیر قانونی انتشار اوراق بعد از تصویب قانون عملیات بانکی بدون ربا

پس از ممنوعیت انتشار اوراق قرضه محدودیت‌هایی در سیاست‌های پولی و مالی کشور ایجاد گردید و در سیاست گذاری‌های کلان نیز موضوع انتشار اوراق نادیده گرفته شد به عنوان نمونه در برنامه پنجساله اول توسعه نیز هیچگونه اشاره‌ای به انتشار اوراق نشده و در بخش سیاست‌های کلی برنامه، تقویت پول ملی، کاهش رشد نقدینگی و کنترل تورم را از طریق کاهش کسری بودجه مورد نظر قرارداده و استقرار از سیستم بانکی و بانک مرکزی به عنوان تنها راه جبران کسری بودجه و تأمین منابع لحاظ گردیده است. در سال آخر برنامه پنجساله اول توسعه برای اولین بار و به منظور نوسازی بافت‌های فرسوده و اجرای پروژه بزرگراه نواب شهرداری تهران اقدام به انتشار اوراق مشارکت با نرخ سود علی الحساب ۲۰ درصد نمود. با عنایت به ضرورت استفاده از ابزار اوراق برای اجرای طرح‌های عمرانی و تأمین کسری‌های بودجه سنواتی دولت؛ در برنامه پنجساله دوم توسعه بر اهمیت انتشار اوراق مشارکت و سرمایه‌گذاری به عنوان یکی از روش‌های کارآمد سیاست‌های پولی و مالی اشاره شد.^{۱۱} در بند (الف) تبصره (۸۵) قانون برنامه مذکور و برای تجهیز سرمایه در بخش مسکن، به وزارت مسکن و شهرسازی (سازمان ملی زمین و مسکن) اجازه انتشار اوراق مشارکت را از طریق بانک مسکن داده شده است. در همین راستا و سرانجام پس از مطالعات گسترده تیم اقتصادی کشور، به منظور تکمیل عملیات اجرایی طرح‌های بیمارستانی، تسریع در اتمام عملیات طرح‌ها و پروژه‌های عمرانی استانی و ملی، در بندهایی از بودجه سنواتی سال‌های ۱۳۷۴ و ۱۳۷۵ به سازمان برنامه و بودجه، وزارت امور اقتصادی و دارایی و همچنین وزارت راه و شهرسازی مجوز انتشار اوراق مشارکت داده شد.^{۱۲} در نهایت در سال ۱۳۷۶ قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت به تصویب مجلس شورای اسلامی رسید. همچنین به استناد ماده (۱۲) قانون مزبور، آیین نامه اجرای این قانون در شهریور ماه ۱۳۷۷ بنا به پیشنهاد مشترک وزارت امور اقتصادی و دارایی، سازمان مدیریت و برنامه ریزی (برنامه و بودجه)، بانک مرکزی و سازمان بورس اوراق بهادار به تصویب هیأت وزیران رسید. در راستای حسن اجرای نظام پولی و مالی کشور و همچنین به منظور تقویت پایه سرمایه بانک‌ها و افزایش توان حضور بانک‌های ایرانی در بانکداری بین‌المللی، در مواد (۹۱)^{۱۳} و (۹۳)^{۱۴} قانون برنامه پنجساله سوم توسعه به بانک مرکزی و دولت اجازه انتشار اوراق مشارکت داده شده است. در بند (ح) ماده (۱۰) قانون برنامه پنجساله چهارم توسعه نیز به منظور اجرای سیاست‌های پولی به بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، اجازه داده شده که از ابزار اوراق مشارکت و سایر ابزارهای مشابه در

۱۱. جزء (۲-۱-۳) بند (۲) بخش سوم قانون برنامه پنجساله دوم توسعه

۱۲. تبصره (۶۸) قانون بودجه سال ۱۳۷۴، بند (هـ) تبصره (۱۶) و تبصره (۳۹) قانون بودجه سال ۱۳۷۵

۱۳. «به بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران اجازه داده می‌شود باتصویب شورای پول و اعتبار، علاوه بر موارد مندرج در بند (۶) ماده (۲۰) قانون عملیات بانکی بدون ربا مصوب ۱۳۶۲، ۶۸۸ از اوراق مشارکت بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران به شرط عدم مغایرت با قانون عملیات بانکی بدون ربا استفاده نماید.»

۱۴. «به منظور تقویت پایه سرمایه بانک‌ها و افزایش توان حضور بانک‌های ایرانی در بانکداری بین‌المللی، به دولت اجازه داده می‌شود که در سال‌های برنامه سوم، حداکثر تا مبلغ پنج هزار میلیارد ریال اوراق مشارکت ویژه برای تقویت پایه سرمایه بانک‌ها، منتشر نماید.»



قالب عقود اسلامی موضوع قانون عملیات بانکی بدون ربا (مصوب ۱۳۶۲) با تصویب مجلس شورای اسلامی استفاده نماید.

مطابق با بند (الف) ماده (۸۳) قانون برنامه پنجساله پنجم توسعه: «به بانک مرکزی اجازه داده می‌شود در چهارچوب قانون بودجه سنواتی جهت تأمین مالی پروژه‌های زیربنایی توسعه‌ای دولتی نسبت به انتشار اوراق مشارکت و انواع صکوک اسلامی در بازارهای بین‌المللی اقدام نماید.» همچنین در بند (ب) ماده یاد شده نیز آمده است «به شرکت‌های دولتی و شهرداری‌ها اجازه داده می‌شود در راستای تأمین منابع ارزی طرح‌های سرمایه‌گذاری خود، پس از تأیید وزارت امور اقتصادی و دارایی و بانک مرکزی، اقدام به انتشار اوراق مشارکت و انواع صکوک اسلامی نمایند.» در بند (ف) ماده (۲۲۴) قانون برنامه مذکور نیز عنوان گردیده: «به منظور تأمین منابع ارزی مورد نیاز طرح‌های دارای توجیه فنی و اقتصادی و مالی و زیست محیطی شرکت‌های دولتی اجازه داده می‌شود در حدود ارقام مقرر در قوانین بودجه سنواتی حسب مورد نسبت به صدور اوراق صکوک اسلامی و یا اوراق مشارکت ارزی در بازارهای مالی داخلی و خارجی با رعایت ضوابط بانک مرکزی و در سقف مقرر در ماده (۸۱) این قانون اقدام نمایند.»

همانطور که ملاحظه می‌گردد در قانون برنامه پنجساله پنجم توسعه، هدف انتشار اوراق مالی تنها به عنوان ابزار سیاست‌های پولی فراتر رفته و با لحاظ ماده (۱) قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت (مصوب ۱۳۷۶)، انتشار اوراق مالی را به منظور مشارکت عمومی در اجرای طرح‌های عمرانی انتفاعی دولت مندرج در قوانین بودجه سالانه کل کشور و طرح‌های سودآور تولیدی و ساختمانی و خدماتی به دولت، شرکت‌های دولتی شهرداری‌ها موسسه‌ها و نهادهای عمومی غیردولتی در نظر گرفته است. همچنین در برنامه توسعه مذکور، با لحاظ قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید (مصوب ۱۳۸۸) علاوه بر اوراق مشارکت بر انتشار دیگر اوراق از جمله صکوک اسلامی نیز توجه شده است.

در طول برنامه‌های دوم، سوم و چهارم، مجوزهای صدور اوراق مندرج در قوانین بودجه سنواتی مربوط به انتشار اوراق مشارکت بوده است و در راستای اجرای سیاست‌های پولی مشخص شده در قوانین برنامه‌های پنجساله توسعه مذکور، انتشار اوراق مشارکت، عمدتاً به منظور تأمین مالی پروژه‌های عمرانی، تکمیل طرح‌های نیمه تمام، سرمایه‌گذاری در طرح‌های انتفاعی و در دست اجرا، قطار شهری و همچنین نوسازی بافت‌های فرسوده شهری بکار گرفته شده است.

با نگاهی به قوانین بودجه سنواتی مصوب در طول برنامه پنجساله پنجم توسعه (طی سال‌های ۱۳۹۵-۱۳۹۰)، ملاحظه می‌گردد به طور مشخص در قوانین یاد شده علاوه بر انتشار اوراق مشارکت مجوز انتشار دیگر اوراق مالی از جمله: صکوک اسلامی، اسناد خزانه اسلامی، اوراق مرابحه و سایر اوراق اسلامی داده شده است. نکته قابل تأمل در قوانین بودجه سنواتی سال‌های مذکور این است که در این قوانین ضمن توجه به انتشار انواع اوراق مالی در تأمین مالی پروژه‌های زیربنایی توسعه‌ای دولتی و تأمین منابع ارزی طرح‌های سرمایه‌گذاری دارای توجیه فنی و اقتصادی و مالی و زیست محیطی از انتشار اوراق به منظور پرداخت بدهی دولت به طلبکاران و تسویه مطالبات قطعی اشخاص حقیقی و حقوقی و تعاونی‌ها و دیگر موارد داده شده استفاده شده است.

در ادامه، تعاریف قانونی انواع اوراق مالی منتشر شده که در قالب بودجه سنواتی و دیگر قوانین در ایران منتشر شده است ارائه می‌گردد.

۲-۴- انواع اوراق مالی (تعاریف و ویژگی‌ها):

در طی سال‌های اخیر مطالعات زیادی در خصوص انواع اوراق تأمین مالی و مزایا و معایب آن‌ها ارائه گردیده است. در این بخش تعاریف قانونی اوراقی که از سال ۱۳۲۰ تا به امروز در بخش دولتی منتشر شده است ارائه می‌گردد.

۱) **اوراق قرضه:** مطابق با ماده (۲) قانون انتشار اسناد خزانه و اوراق قرضه (مصوب ۱۳۴۸) «اوراق قرضه اوراق بی‌نام یا بانامی است که برای تأمین قسمتی از اعتبارات مورد نیاز برنامه‌های عمرانی یا دفاعی انتشار می‌یابد». پیشنهاد انتشار اوراق قرضه گویای این است که در طول سال‌های انتشار اوراق هدف قانون‌گذار در نظر گرفته شده و برای تأمین بوجه برنامه‌های عمرانی و دفاعی اوراق قرضه انتشار یافته است. ویژگی اصلی اوراق قرضه نرخ سود معین این اوراق است. این سود بر اساس نرخ از سرمایه و نه سود واقعی در نظر گرفته می‌شود و در مواردی کمی مانند اسناد بلندمدت، این نرخ متغیر است و متناسب با نرخ تورم در نظر گرفته می‌شود. (تسخیری، ۱۳۸۷، ۱۰).

۲) **اسناد خزانه:** مطابق با ماده (۱) قانون انتشار اسناد خزانه و اوراق قرضه (مصوب ۱۳۴۸) «اسناد خزانه اسناد بی‌نامی است که برای تأمین احتیاجات مالی خزانه‌داری کل در جریان سال مالی انتشار می‌یابد». اوراق خزانه فقط بر مبنای تخفیف به فروش می‌رسند. تخفیف به سرمایه‌گذاران، اختلاف ما بین قیمتی که آن‌ها پرداخته‌اند با ارزش اسمی می‌باشد که در سررسید دریافت خواهند کرد. (فرانسیس و تیلور^{۱۵}، ترجمه پور رضوان روح، ۱۳۷۷، ۵۹) با توجه به ماهیت قرض و بهره این اوراق، در ایران انتشار آن ممنوع اعلام گردید.

پس از تصویب قانون عملیات بانکی بدون ربا در سال ۱۳۶۲ و ممنوعیت انتشار اوراق بدهی متعارف (اوراق قرضه و خزانه) و همچنین به دلیل بالا بردن سهم دولت در اجرای پروژه‌های عمرانی و صنعتی، رشد نقدینگی و کمبود منابع مالی دولت به تدریج تفکر بهره‌گیری از اوراق مشارکت مردمی در فعالیتهای اقتصادی گسترش یافت.

۳) **اوراق مشارکت:** مطابق ماده (۱) قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت مصوب ۱۳۷۶ «به منظور مشارکت عمومی در اجرای طرح‌های عمرانی انتفاعی دولت مندرج در قوانین بودجه سالانه کل کشور و طرح‌های سودآور تولیدی و ساختمانی و خدماتی به دولت، شرکت‌های دولتی، شهرداری‌ها، موسسه‌ها و نهادهای عمومی غیردولتی شرکت‌های سهامی عام و خاص و شرکت‌های تعاونی تولیدی اجازه داده می‌شود قسمتی از منابع مورد نیاز را از طریق انتشار و عرضه عمومی اوراق مشارکت تأمین نمایند». به طور خلاصه می‌توان گفت اوراق مشارکت، نوعی ابزار تأمین اعتبار طرح‌های عمرانی دولت، شهرداری‌ها، شرکت‌های دولتی و ... به شمار می‌رود و منبع آن اندوخته‌ها و منابع مالی مردم است. بزرگ‌ترین ابهامات و چالش‌های اوراق مشارکت عبارت است از عدم رتبه بندی ناشران اوراق



مشارکت، فقدان مرجع قانونی ناظر، عدم حضور و کم رنگ بودن بخش خصوصی، ابهام در مزیت‌های اوراق منتشره، ابهام در آثار اظهارنظر امین^{۱۶}، فقدان ضمانت اجرایی در مورد انتشار اطلاعات، تشکیل نشدن بازار ثانویه، ابهام در سود قطعی، سود علی الحساب و شبه ربوی بودن آن و عدم عطف برخی از اوراق مشارکت به طرحی خاص. (تنانی و حسین پور، ۱۳۹۳-۱۵۷)

۴) **اسناد خزانه اسلامی:** «اسناد با نام یا بی‌نامی که دولت به منظور تسویه بدهی‌های مسجل خود با حفظ قدرت خرید بابت طرح‌های تملک دارایی‌های سرمایه‌ای با قیمت اسمی و سرسید معین به طلبکاران غیردولتی واگذار می‌نماید. این اسناد معاف از مالیات می‌باشند.»^{۱۷} وجه تسمیه کلمه اسلامی در عبارت اسناد خزانه اسلامی آن است که برخلاف اسناد خزانه در کشورهای دیگر غیر اسلامی که می‌تواند بدهی صرف باشد، اسناد خزانه اسلامی باید بر مبنای بدهی‌های ناشی از معاملات حقیقی اقتصادی و نه دیون صوری و غیر واقعی انتشار یابد (کرمی و بیات، ۱۳۹۶، ۱۲۵ و ۱۲۶)

۵) **صکوک اسلامی:** صکوک گواهی‌هایی است با ارزش اسمی یکسان که پس از اتمام عملیات پذیره نویسی، بیانگر پرداخت مبلغ اسمی مندرج در آن توسط خریدار به ناشر است و دارنده آن مالک یک یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها، منافع حاصل از دارایی یا ذینفع یک پروژه یا یک فعالیت سرمایه گذاری خاص می‌شود. (سلمانپور زنوز و همکاران، ۱۳۹۵، ۸۶). نکته مثبت در اوراق صکوک وابسته بودن آن به دارایی می‌باشد. انتشار جهانی صکوک از ۸۷،۹ میلیارد دلار در سال ۲۰۱۶ به ۱۱۶،۷ میلیارد دلار در سال ۲۰۱۷ افزایش یافته است.^{۱۸} از جمله انواع صکوک که در طی سال‌های اخیر در قالب بندهای قانون بودجه سنواتی منتشر شده است می‌توان به صکوک اجاره، مرابحه و سلف اشاره کرد.

صکوک اجاره: به استناد بند (ز) ماده (۱) آیین‌نامه اجرایی بند (ز) تبصره (۶) قانون بودجه سال ۱۳۹۴ کل کشور (مصوب ۱۳۹۴) «اوراق بهادار اسلامی با نام که با مجوز بانک مرکزی به قیمت اسمی مشخص برای مدت معین منتشر می‌شود و دارنده آن به صورت مشاع، مالک بخشی از دارایی می‌باشد که منافع آن براساس قرارداد اجاره به مصرف‌کننده یا بانی واگذار می‌شود».

اوراق مرابحه: در بند (۱) ماده (۱) دستورالعمل انتشار اوراق مرابحه (مصوب ۱۳۹۰) این اوراق به این شکل تعریف شده است: «اوراق بهادار با نام قابل نقل و انتقالی است که نشان‌دهنده مالکیت مشاع دارنده آن در دارایی مالی (طلب) است که براساس قرارداد مرابحه حاصل شده است.» منظور از قرارداد مرابحه، فروش دارایی به بیشتر از قیمت خرید آن با ذکر میزان سود و مبلغ پرداختی بابت

۱۶. مطابق ماده (۲۲) آیین‌نامه اجرایی قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت «امین موظف است نسبت به مصرف وجوه، نگهداری حساب‌ها و صورت‌های مالی طرح رسیدگی و اظهار نظر نماید و گزارش‌های مربوط را حداکثر هر شش ماه یک بار به بانک مرکزی ارائه دهد.» همچنین استناد ماده (۲۳) «امین مکلف است نسبت به مقررات و ضوابط حاکم بر معاملات ناشر در طرح همچنین انطباق معاملات انجام شده با ضوابط و مقررات مربوط رسیدگی و اظهار نظر نماید. همچنین امین مکلف است ظرف مدتی که به موجب قرارداد منعقد شده با بانک مرکزی تعیین می‌شود، نسبت به کفایت روشهای حسابداری ناشر در طرح رسیدگی و اظهار نظر نماید.»

۱۷. بند (الف) ماده (۱) آیین‌نامه اجرایی بند (۴۲) قانون بودجه سال ۱۳۹۲ کل کشور (مصوب ۱۳۹۲)

خرید می‌باشد^{۱۹}.

قرارداد سلف: یکی از مهم‌ترین موردهای استفاده از صکوک از جمله صکوک سلف، تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی است که در آینده می‌توانند محصولات خود را تحویل نمایند. به عبارت دیگر قرارداد سلف نوعی قرارداد پیش فروش محصولات می‌باشد. در سال‌های اخیر به منظور فروش محصولات نفتی و همچنین محصولات استراتژیک از قراردادهای سلف استاندارد استفاده شده است. به استناد بند (۱۹) ماده (۱) قرارداد سلف استاندارد «قراردادی است که براساس آن عرضه کننده مقدار معینی از دارایی پایه را مطابق مشخصات قرارداد سلف استاندارد در ازای بهای نقد به فروش می‌رساند تا در دوره تحویل به خریدار تسلیم نماید».

اوراق تسویه خزانه: در سال‌های اخیر و به منظور تسویه بدهی‌های دولت به اشخاص حقیقی و حقوقی با مطالبات قطعی دولت از اشخاص مزبور اجازه انتشار اسناد تعهد آور خاصی تحت عنوان اوراق تسویه خزانه به دولت داده شده است. به استناد بند (ب) ماده (۱) آیین نامه اجرایی بند (و) تبصره (۵) قانون بودجه سال ۱۳۹۶ «اسناد تعهدی خاصی که به منظور تسویه بدهی‌های قطعی دولت به اشخاص متقاضی با مطالبات قطعی دولت از اشخاص مزبور توسط وزارت صادر و در اختیار اشخاص طلبکار و متقابلاً بدهکار قرار می‌گیرد».

با توجه به اهمیت منابع انتشار اوراق بدهی به عنوان منابع تأمین کسری بودجه می‌توان منابع حاصل از بکارگیری و انتشار اوراق مالی را به عنوان منابعی برای فراهم نمودن رشد و توسعه اقتصادی به شمار آورد.

۲-۵- بازی پونزی^{۲۰} و عدم پایداری بدهی دولت

یکی از ویژگی‌های اقتصاد سرمایه داری افزایش تعهدات بدهی و فاصله گرفتن آن از حد تعادلی خویش است. سیاست‌های پولی و مالی زاینده بدهی‌های دولتی و به دنبال آن بحران‌های اقتصاد سرمایه داری در طی سال‌های اخیر بر ضرورت توجه به پایداری بدهی بیش از پیش افزوده است. اصطلاح پایداری بدهی به سطح بدهی اشاره دارد که به یک کشور اجازه می‌دهد بدهی‌های حال و آینده خود را بدون هیچ گونه تمدید یا انباشت تعهدات تأمین نماید. پایداری به این معنا نیست که بودجه می‌بایست همیشه در توازن باشد، اما زمانی که کسری‌ها بیش از اندازه شوند و بدهی افزایش یابد قدرت پرداخت دیون دولت در مخاطره قرار می‌گیرد. (فتاحی و همکاران، ۱۳۹۳، ۶۸)

به دلیل عدم انسجام در سیاست‌های اقتصادی دولت و اخذ تصمیمات لحظه‌ای و افزایش بی سابقه هزینه‌ها که با پشتوانه افزایش درآمد نفتی انجام گرفته امروزه به وضعیتی رسیده که دولت بدون استقراض نمی‌تواند منابع مورد نیاز خود را تأمین نماید، نرخ رشد اقتصادی در سال‌های اخیر نیز به خوبی نشان می‌دهد این استقراض‌ها تأثیری در رشد اقتصادی کشور نداشته و تنها به تورم بخش پولی منجر شده است. (کمیحانی و گودرزی فرهانی، ۱۳۹۴، ۸) بنابراین ضروریست در سیاست‌های

۱۹. بند (۹) ماده (۱) دستورالعمل انتشار اوراق مرابحه (مصوب ۱۳۹۰)

20. Ponzi Game



پولی و مالی، بر پایداری بدهی و عدم اتخاذ سیاست‌هایی که منجر به برهم زدن توازن مالی و صرفاً افزایش بدهی‌های دولت می‌گردد؛ توجه ویژه شود. آنچه که در قوانین بودجه سنواتی به عنوان موضوع نگران کننده مطرح است انتشار اوراق مالی به عنوان جایگزینی برای اوراق بدهی از قبل منتشر شده می‌باشد که به نوعی بکارگیری ترفند بازی پونزی می‌باشد. در بازی پونزی هنگامی که سود واقعی بازار امکان پرداخت بهره‌های وعده داده شده را نمی‌دهد، بهره پول مشتریان اولیه از محل سرمایه مشتریان جدید پرداخت می‌شود. (قلیچ و همکاران، ۱۳۹۰، ۱۲۳) آنچه که مسلم است وابستگی بدهی‌های جاری بر درآمدهای مورد انتظار در آینده است که عدم تحقق درآمد منجر به عدم بازپرداخت بدهی و متعاقب آن بی اعتمادی در طرف مقابل می‌شود.

به عبارت دیگر، بازی پونزی به تداوم در ایجاد بدهی دولت گفته می‌شود. در این حالت دولت در بازپرداخت بدهی خود با مشکل مواجه شده و به ایجاد بدهی جدید اقدام می‌کند. از اینرو، دولت همواره بدهکار بوده و قادر به کاهش میزان بدهی نخواهد بود. (دفتر تحقیقات و سیاست‌های مالی، ۱۳۹۵) در سطح اقتصاد کلان هر چه تعداد واحدهایی که تعهدات خود را با بازی پونزی به تعویق می‌اندازند، بیشتر باشد، قدرت نظام مالی آن اقتصاد کمتر است و ضعیف‌تر می‌شود و احتمال وقوع بحران‌های مالی در آن کشور بیشتر خواهد شد. (آنتونی، ۲۰۰۶، نقل از قلیچ و همکاران)

۳- روش تحقیق

تحقیق حاضر از نظر هدف کاربردی می‌باشد و برای دستیابی به اهداف تحقیق با استفاده از روش تحقیق توصیفی - استنادی؛ قوانین بالادستی، قوانین بودجه سنواتی و دیگر قوانین مصوب مورد بررسی قرار گرفت و ضمن ارائه مبانی نظری و پیشینه انتشار اوراق مالی در ایران، به ارزیابی و تعریف انواع اوراق مالی انتشار یافته پرداخته شد. سپس با استفاده از روش توصیفی - تحلیلی عملکرد سالانه انتشار اوراق و میزان دستیابی به اهداف پیش بینی شده در دوره زمانی ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۵ مورد تحلیل قرار گرفت.

۴- یافته‌های پژوهش

۴-۱- بررسی مجوزهای انتشار اوراق مالی و عملکرد سالانه

در قوانین بودجه سال‌های ۹۵-۱۳۹۲ به دولت مجوز انتشار اوراق مشارکت، اسناد خزانه، اوراق صکوک و سایر اوراق اسلامی برای اجرای طرح‌های عمرانی، پرداخت بدهی دولت به طلبکاران و تسویه مطالبات قطعی اشخاص حقیقی و حقوقی و تعاونی‌ها و دیگر موارد داده شده است که به شرح جدول شماره (۱) می‌باشد.

جدول شماره (۱): سقف‌های تعیین‌شده برای انتشار اوراق بهادار اسلامی برای سال‌های ۹۵-۱۳۹۲

مبالغ به میلیارد ریال

ردیف	سال	بند قانون بودجه	نوع اوراق	نرخ سود و مدت اوراق منتشر شده توسط سازمان برنامه بودجه	سقف ریالی اوراق پیش‌بینی شده در بودجه	عملکرد سازمان برنامه بودجه در انتشار اوراق	نسبت عملکرد به پیش‌بینی	موضوع
۱	۹۲	بند ۳۹	اوراق مشارکت	۲۰٪ - ۴ ساله	۵۰,۰۰۰	۷,۷۰۰	۱۵٪	اجرای طرح‌های انتفاعی و طرح‌های تملک دارایی‌های سرمایه‌ای نیمه‌تمام مطابق جدول شماره (۱۸) قانون
۲	۹۲	بند (۲-۴۰)	اوراق مشارکت و صکوک اسلامی	۲۰٪ - ۴ ساله	۱۶,۰۰۰	۶,۲۰۰	۳۹٪	اجرای طرح‌های قطار شهری
۳	۹۳	بند تبصره (۶) (ب)	اوراق مشارکت	۲۱٪ - ۳,۵ ساله ۲۲٪ - ۴ ساله	۳۰,۰۰۰	۹۲۷	۳٪	اجرای طرح‌های انتفاعی دارای توجیه فنی، اقتصادی و مالی و طرح‌های تملک دارایی‌های سرمایه‌ای نیمه‌تمام مندرج در پیوست شماره (۱) قانون
۴	۹۳	بندهای (د) و (ه) تبصره (۶)	اوراق مشارکت و صکوک اسلامی	۲۱٪، ۲۲٪، ۱۸٪ - ۴ ساله	۷۰,۰۰۰	۱۴,۶۰۰	۲۱٪	اجرای طرح‌های قطار شهری
۵	۹۴	بند تبصره (۶) (ب)	اوراق مشارکت	۱۶٪، ۱۸٪ - ۴ و ۲۱٪ ساله	۵۰,۰۰۰	۴۹,۴۳۰	۹۹٪	اجرای طرح‌های انتفاعی دارای توجیه فنی، اقتصادی و مالی و طرح‌های تملک دارایی‌های سرمایه‌ای نیمه‌تمام مندرج در پیوست شماره (۱) قانون
۶	۹۴	بند تبصره (۶) (د)	اوراق مشارکت و صکوک اسلامی	۱۸٪ - ۲ و ۴ ساله	۷۰,۰۰۰	۱۸,۰۰۰	۲۶٪	اجرای طرح‌های قطار شهری
۷	۹۴	بند تبصره (۶) (ک)	اوراق صکوک اجاره	۱۸٪ - ۴ ساله	۱۰,۰۰۰	۵,۰۰۰	۵۰٪	تسویه مطالبات قطعی اشخاص حقیقی و حقوقی خصوصی و تعاونی از دولت و شرکت‌های دولتی

ردیف	سال	بند قانون بودجه	نوع اوراق	نرخ سود و مدت اوراق منتشر شده توسط سازمان برنامه بودجه	سقف ریالی اوراق پیش بینی شده در بودجه	عملکرد سازمان برنامه بودجه در انتشار اوراق	نسبت عملکرد به پیش بینی	موضوع
۸	۹۵	بند (ب) تبصره (۵)	اوراق مشارکت	۱۵٪ - ۴ ساله	۵۰,۰۰۰	۵۰,۰۰۰	۱۰۰٪	به منظور اجرای طرح‌های انتفاعی دارای توجیه فنی، اقتصادی و مالی و طرح‌های تملک دارایی‌های سرمایه‌ای نیمه تمام مندرج در پیوست شماره (۱)
۹	۹۵	بند (د) تبصره (۵)	اوراق مشارکت و صکوک اسلامی	۱۶٪ - ۴ ساله	۷۰,۰۰۰	۲,۰۴۳	۳٪	حداقل پنجاه درصد (۵۰٪) از سقف اوراق موضوع این بند به طرح‌های قطار شهری اختصاص می‌یابد.
۱۰	۹۵	بند (ه) تبصره (۵)	اسناد خزانه اسلامی	۰٪ - ۱ ساله	۷۵,۰۰۰	۷۵,۰۰۰	۱۰۰٪	تسویه بدهی مسجل خود بابت طرح‌های تملک دارایی‌های سرمایه‌ای و مابه‌التفاوت قیمت تمام‌شده برق و آب با قیمت تکلیفی فروش آن در سنوات قبل به شرکت‌های برق و آب
۱۱	۹۵	تبصره (۳۶)	اوراق اسناد خزانه و یا سایر اوراق اسلامی	۱۵٪ و ۲۰٪ - ۴ ساله ۲۰٪ - ۲ ساله ۰٪ - یک و ۲ ساله	۴۰۰,۰۰۰	۲۳۶,۴۶۷	۵۹٪	پرداخت بدهی دولت به طلبکاران از جمله بانک‌ها، پیمانکاران، شهرداری‌ها و بدهی‌های مربوط به خرید محصولات استراتژیک کشاورزی
۱۲	۹۵	تبصره (۳۷)	اوراق اسناد خزانه و یا سایر اوراق اسلامی	۱۶٪ و ۲۰٪ - ۴ ساله ۲۰٪ - ۲ ساله	۸۰,۰۰۰	۷۸,۸۹۸	۹۹٪	جهت تسویه تمام یا بخشی از بدهی‌های سازمان بیمه سلامت ایران
جمع					۹۷۱,۰۰۰	۵۴۴,۲۶۵	۵۶٪	

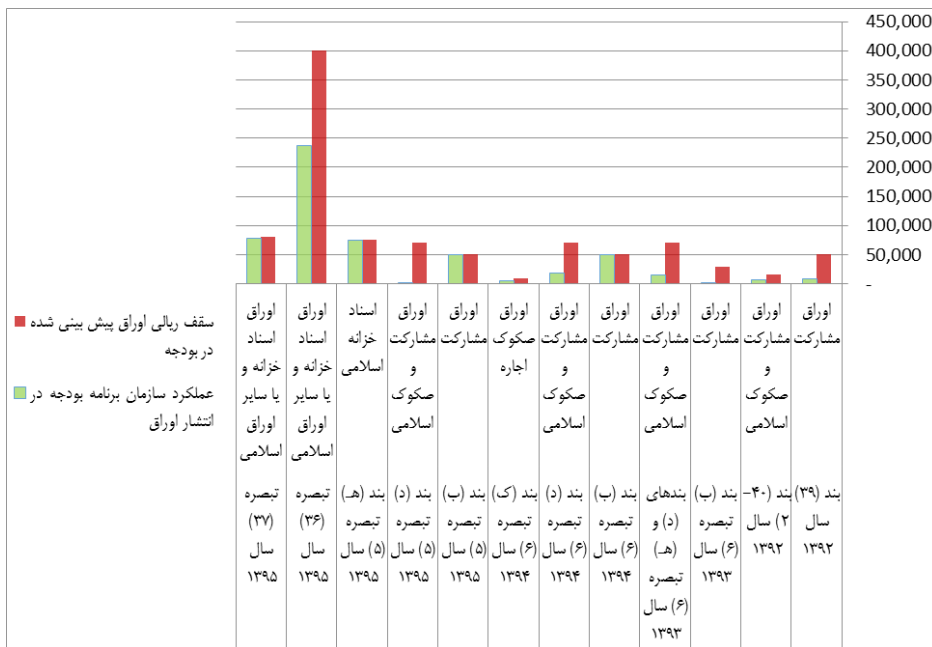
با توجه به اطلاعات ارائه شده در جدول شماره (۱)، در مجموع و طی سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۵ (به استثنای صکوک اجاره منتشر شده موضوع بند (ج) تبصره (۵) قانون بودجه سال ۱۳۹۵) به دولت و شهرداری‌ها و سازمان‌های وابسته به آن، مجوز انتشار انواع اوراق بهادار اسلامی تا سقف ۹۷۱,۰۰۰ میلیارد ریال داده شده است. همانطور که ملاحظه می‌گردد بیشترین سقف تعیین شده مربوط به تبصره (۳۶) قانون بودجه سال ۱۳۹۵ و کمترین سقف نیز مربوط به بند (ک) تبصره (۶) قانون بودجه سال ۱۳۹۴ می‌باشد.

با بررسی‌های به عمل آمده از داده‌های جمع آوری شده ملاحظه گردید، طی سال‌های یاد شده از

محل بندهای ذکر شده در جدول فوق مجموعاً به ارزش ۵۴۴,۲۶۵ میلیارد ریال اوراق منتشر گردیده است که به میزان ۵۶ درصد از سقف مشخص شده در قانون بودجه می‌باشد. ضمن اینکه، از محل بند (ح) تبصره (۵) قانون بودجه سال ۱۳۹۵ به میزان ۲۲,۰۰۰ میلیارد ریال صکوک اجاره منتشر شده است. این مقایسه حاکی از آن است که طی سال‌های ۹۵-۱۳۹۲ از تمام سقف تعیین‌شده در قانون برای انتشار اوراق بهادار اسلامی بهره گرفته نشده است.

در نمودار شماره (۱) مقایسه بین سقف تعیین شده و عملکرد انتشار اوراق ارائه می‌گردد.

نمودار شماره (۱) مقایسه سقف ریالی اوراق پیش بینی شده در قانون با میزان اوراق انتشار یافته



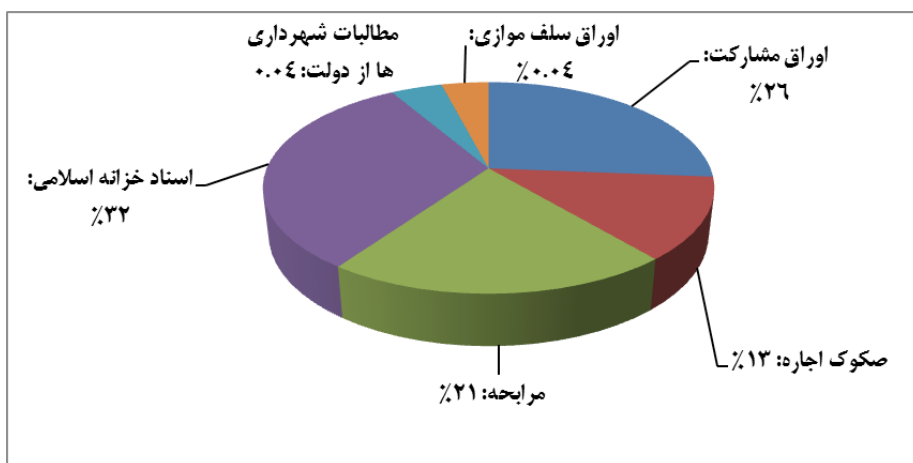
به طور کلی، اوراق انتشار یافته از محل بندهای ذکر شده را می‌توان به ۶ نوع اسناد خزانه اسلامی، اوراق مشارکت، اوراق مرابحه، صکوک اجاره، سلف و مطالبات شهرداری‌ها طبقه بندی نمود که در جدول ذیل اسناد قانونی و حجم اوراق منتشر شده ارائه می‌گردد.

جدول شماره (۲): انواع اوراق بدهی منتشر شده

ردیف	نوع اوراق	استناد قانونی	حجم انتشار (میلیارد ریال)
۱	اسناد خزانه اسلامی	بند (هـ) تبصره (۵) قانون بودجه ۱۳۹۵ و تبصره (۳۶) قانون اصلاح بودجه سال ۱۳۹۵	۱۸۰,۰۰۰
۲	اوراق مشارکت	بندهای (۳۹) و (۲-۴۰) قانون بودجه ۱۳۹۲؛ بندهای (ب)، (د) و (هـ) تبصره (۶) قانون بودجه ۱۳۹۳؛ بندهای (ب) و (د) تبصره (۶) قانون بودجه ۱۳۹۴؛ بندهای (ب) تبصره (۵) و (د) تبصره (۵) قانون بودجه ۱۳۹۵؛	۱۴۸,۹۰۰
۳	اوراق مربایحه	تبصره (۳۶) و (۳۷) قانون اصلاح قانون بودجه سال ۱۳۹۵	۱۱۸,۴۹۸
۴	اوراق صکوک اجاره	بند (ک) تبصره (۶) قانون بودجه ۱۳۹۴؛ بند (ح) تبصره (۵) بودجه سال ۱۳۹۵ و تبصره (۳۶) قانون اصلاح قانون بودجه سال ۱۳۹۵	۷۱,۰۰۰
۵	اوراق سلف	تبصره (۳۶) قانون اصلاح قانون بودجه سال ۱۳۹۵	۲۲,۸۶۷
۶	مطالبات شهرداری‌ها	تبصره (۳۶) قانون اصلاح بودجه سال ۱۳۹۵	۲۵,۰۰۰
	جمع		۵۶۶,۲۶۵

نمودار شماره (۲): سهم هر یک از اوراق از مجموع اوراق انتشار را نشان می‌دهد.

نمودار شماره (۲): اوراق منتشر شده به تفکیک (ارقام به میلیارد ریال)



همان‌طور که ملاحظه می‌گردد، بیشترین سهم اوراق منتشره مربوط به اسناد خزانه اسلامی بوده که ۳۲ درصد از کل اوراق انتشار یافته را در شامل می‌شود و کمترین سهم نیز مربوط به اوراق سلف و مطالبات شهرداری‌ها بوده که ۰.۰۴ درصد از کل اوراق انتشار یافته می‌باشد.

۴-۲- بررسی روند تسویه اصل و بهره اوراق انتشار یافته

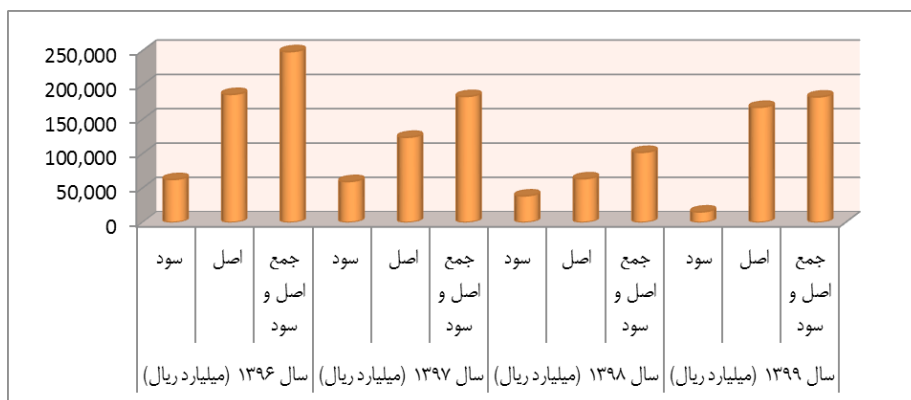
متناسب با تاریخ سررسید اوراق انتشار یافته و فروش رفته، بخشی از اصل و سود اوراق در طی سال‌های قبل از سال ۱۳۹۶ تسویه گردیده است. نحوه تسویه مابقی اصل و سود اوراق منتشر شده متناسب با تاریخ سررسید و به تفکیک در طی سال‌های ۱۳۹۶ الی ۱۳۹۹ به صورت جدول ذیل است:

جدول شماره (۳): روند تسویه اصل و سود اوراق منتشر شده طی سال‌های ۱۳۹۶-۱۳۹۹

سال ۱۳۹۶ (میلیارد ریال)			سال ۱۳۹۷ (میلیارد ریال)			سال ۱۳۹۸ (میلیارد ریال)			سال ۱۳۹۹ (میلیارد ریال)		
اصل	سود	جمع اصل و سود	اصل	سود	جمع اصل و سود	اصل	سود	جمع اصل و سود	اصل	سود	جمع اصل و سود
۱۸۶,۲۸۸	۶۲,۳۳۸	۲۴۸,۶۲۶	۱۲۳,۸۴۹	۵۹,۴۱۵	۱۸۳,۲۶۵	۶۳,۴۳۰	۳۸,۴۵۲	۱۰۱,۸۸۲	۱۶۷,۵۴۱	۱۵,۱۰۶	۱۸۲,۶۴۷

مطابق با جدول در مجموع، بدهی ناشی از اوراق فروخته شده از سال ۱۳۹۲ تا سال ۱۳۹۵ که می‌بایست در طول سال‌های ۱۳۹۶-۱۳۹۹ تسویه گردد، مبلغ ۴۱۹,۷۱۶ میلیارد ریال بوده که مبلغ ۵۴۱,۱۰۸ میلیارد ریال مربوط به اصل و مبلغ ۱۷۵,۳۱۱ میلیارد ریال مربوط به سود اوراق می‌باشد. در نمودار شماره (۳) نحوه تسویه اصل و سود اوراق فروش رفته در طی سال‌های ۱۳۹۶ تا ۱۳۹۹ ارائه گردیده است.

نمودار شماره (۳): میزان تسویه اصل و سود اوراق فروش رفته در طی سال‌های ۱۳۹۶ تا ۱۳۹۹



همان‌طور که در نمودار هم مشخص است، متناسب با تاریخ سررسید، بیشترین تسویه اوراق در سال ۱۳۹۶ و کمترین تسویه در سال ۱۳۹۸ صورت می‌گیرد.



۴-۳- نتایج ارزیابی عملکرد انتشار اوراق بدهی طی دوره تحقیق

با نگاهی به عملکرد انتشار اوراق بدهی در طول دوره ملاحظه می‌گردد در مجموع ۳۶۵,۴۱۷ میلیارد ریال (به میزان ۷۳ درصد مجموع اوراق منتشر شده) انواع اوراق اسناد خزانه اسلامی، مرابحه، سلف و ... به‌منظور تسویه بدهی‌های مسجل طرح‌های تملک دارایی‌های سرمایه‌ای؛ مابه تفاوت قیمت تمام‌شده برق و آب با قیمت تکلیفی فروش آن در سنوات قبل به شرکت‌های برق و آب؛ پرداخت بدهی دولت به طلبکاران از جمله بانک‌ها، پیمانکاران، شهرداری‌ها و بدهی‌های مربوط به خرید محصولات استراتژیک کشاورزی و همچنین بدهی‌های سازمان بیمه سلامت ایران و تنها میزان ۱۴۸,۹۰۰ میلیارد ریال (۲۷ درصد از مجموع اوراق منتشر شده) جهت اجرای طرح‌های انتفاعی دارای توجیه فنی، اقتصادی و مالی و طرح‌های تملک دارایی‌های سرمایه‌ای نیمه‌تمام و طرح‌های قطار شهری و انتشار یافته است.

همچنین، با توجه به مبانی قانونی ارائه شده در جدول شماره (۱) و مقایسه آن با میزان اوراق فروش رفته ملاحظه می‌شود که در طی دوره زمانی تحقیق به میزان ۵۲۴,۵۱۱ میلیارد ریال (۷۳ درصد کل اصل و سود اوراق فروش رفته در طول سال‌های ۹۵-۱۳۹۲) بدهی بابت فروش اوراق اسناد خزانه، مرابحه، صکوک اجاره و سلف موازی، ایجاد گردیده که مطابق با قوانین یاد شده، این اوراق به‌منظور تسویه بدهی مسجل دولت به بانک‌ها، پیمانکاران، شهرداری‌ها و مهم‌تر اینکه تسویه اصل و سود اوراق سررسید شده گردیده است. به دیگر سخن، در طی سنوات اخیر، بر خلاف هدف اصلی انتشار اوراق مالی که تأمین منابع لازم برای اجرای طرح‌های عمرانی و زیربنایی می‌باشد؛ بخش عمده انتشار اوراق مالی صرف تعهدات هزینه‌ای کشور شده و آن بخش از اوراق بدهی انتشار یافته بابت ساماندهی و تسویه بدهی‌های مسجل دولت نیز از هدف اصلی خویش منحرف گردیده، به طوری که به‌منظور تسویه اصل و سود اوراق مذکور در تاریخ سررسید اوراق جدید منتشر شده است.

۴-۴. نگاهی به قانون بودجه سال ۱۳۹۶

در جدول شماره (۴)، میزان اوراق مالی در نظر گرفته شده در بندهای تبصره (۵) و بند (و) تبصره (۱۶) بودجه سال ۱۳۹۶ ارائه می‌گردد.

جدول شماره (۴): سقف‌های تعیین‌شده انتشار اوراق بهادار اسلامی در بندهای تبصره (۵) و بند (و) تبصره (۱۶) بودجه سال ۱۳۹۶

ردیف	بند قانون بودجه	سقف ریالی اوراق	نوع اوراق	بابت
۱	بند (الف) تبصره (۵)	۱۰۰,۰۰۰	اوراق مشارکت ریالی و یا صکوک اسلامی	اجرای طرح‌های دارای توجیه فنی، اقتصادی و مالی خود با اولویت اجرای طرح (پروژه) های میداین نفت و گاز مشترک با همسایگان و مهار آب‌های مرزی، طرح‌های حمل و نقل به‌ویژه ریلی با اولویت مطالعه طرح و اجرای خط سواحل مکران- سراوان و استان خراسان رضوی و وسایط نقلیه برقی، مسکن و توسعه شهری و روستایی، طرح‌های آبرسانی و تأمین آب شرب و کشاورزی و احیای قنوت، احداث و تکمیل طرح‌های آب‌شیرین‌کن و ...
۲	بند (ب) تبصره (۵)	۲۰۰,۰۰۰	اوراق بهادار اسلامی (اسناد مشارکت و صکوک)	طرح‌های تملک دارایی‌های سرمایه‌ای نیمه‌تمام و طرح‌های ساماندهی دانشگاه‌ها مندرج در پیوست شماره (۱)
۳	بند (د) تبصره (۵)	۵۰,۰۰۰	اوراق مشارکت و صکوک اسلامی	حداقل پنجاه درصد (۵۰٪) از سقف اوراق موضوع این بند به طرح‌های قطار شهری
۴	بند (ه) تبصره (۵)	۹۵,۰۰۰	اسناد خزانه اسلامی	بابت طرح‌های تملک دارایی‌های سرمایه‌ای و مابه‌التفاوت قیمت تضمینی محصولات کشاورزی با قیمت فروش در بورس به قیمت اسمی به طلبکاران
۵	بند (و) تبصره (۵)	۵۰,۰۰۰	اوراق تسویه خزانه	بدهی‌های قطعی خود به اشخاص حقیقی و حقوقی تعاونی و خصوصی را که در چهارچوب مقررات مربوط تا پایان سال ۱۳۹۵ ایجاد شده، با مطالبات قطعی دولت
۶	بند (ز) تبصره (۵)	۱۰۰,۰۰۰	اسناد خزانه اسلامی	صرف تخصیص‌های اولویت‌دار ابلاغی از سوی سازمان برنامه و بودجه کشور
۷	بند (ح) تبصره (۵)	۵۰,۰۰۰	اوراق بهادار اسلامی	بازپرداخت اصل و سود اوراق سررسیدشده در سال ۱۳۹۶
۸	بند (ط) تبصره (۵)	۵۰,۰۰۰	اوراق مشارکت ارزی- ریالی	سرمایه‌گذاری در طرح‌های نفت و گاز با اولویت میداین مشترک
۹ *	بند (ی) تبصره (۵)	۳ میلیارد دلار	اوراق بهادار اسلامی ارزی- ریالی	بازپرداخت اصل و سود اوراق مشارکت ارزی- ریالی سررسیدشده
۱۰	بند (و) تبصره (۱۶)	۱۷۵,۰۰۰	اسناد خزانه اسلامی	پرداخت بابت بدهی دولت به پرداخت بدهی دولت به طلبکاران از جمله بانک‌ها، پیمانکاران، شهرداری‌ها و سایر
	جمع	۹۶۹,۰۰۰		

مطابق با جدول شماره (۴)؛ قانونگذار محترم از محل بندهای تبصره (۵) و بند (و) تبصره (۱۶) بودجه سال ۱۳۹۶ در مجموع اجازه انتشار اوراق بهادار اسلامی ریالی - ارزی به مبلغ ۹۶۹,۰۰۰ میلیارد ریال داده است. با مقایسه این مبلغ با جمع منابع عمومی دولت در این سال می‌بینیم که در سال ۱۳۹۶ انتشار اوراق بهادار اسلامی برابر ۲۷,۹ درصد از منابع عمومی می‌باشد.

با توجه به ویژگی‌های خاص اوراق بهادار اسلامی در تأمین منابع دولت برای تکمیل و اجرای طرح‌های تملک سرمایه‌ای، اگرچه در صورت بهره‌برداری از ظرفیت کامل قانونی اوراق مالی، جلب مشارکت آحاد جامعه در توسعه کشور، اهداف ارتقای تولید و اشتغال نیز محقق خواهد گردید؛ اما لزوم توجه به نحوه تأمین مالی لازم به منظور بازپرداخت اصل و سود اوراق، همچنین کنترل و انتشار برنامه‌ریزی شده و صحیح نوع اوراق، بیش از پیش حائز اهمیت است. در صورت عدم توجه به این مهم، انتشار اوراق منجر به ایجاد بدهی بابت تسویه بدهی‌های سنواتی می‌شود. به عبارت دیگر، دولت ناچار می‌گردد به منظور تسویه اصل و سود بدهی‌هایی که در گذشته ایجاد گردیده و بابت آن‌ها اوراق منتشر نموده است؛ با استفاده از ترفند پونزی اوراق جایگزین منتشر نماید که این مهم نوعی آینده‌فروشی به حساب می‌آید. کما اینکه، در بند (ح) و (ی) تبصره (۵) قانون بودجه سال‌های ۱۳۹۶^{۲۱} نیز به ترتیب به دولت و وزارت نفت از طریق شرکت‌های دولتی تابعه ذی ربط به منظور بازپرداخت اصل و سود اوراق سرسید شده در سال مذکور، اجازه انتشار اوراق بهادار اسلامی اسلامی تا معادل ۵۰,۰۰۰ میلیارد ریال و ۳,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰ دلار داده شده است.

نتیجه این امر می‌تواند دستاوردهای اقتصادی دولت در تأدیه بدهی با بستانکاران خود را مورد چالش قرار داده و بی‌اعتمادی جامعه به اوراق بدهی منتشره شده و در نهایت از بین رفتن اقبال خرید و یا پذیرش اوراق و عدم تسویه بدهی را به همراه خواهد داشت که نتیجه آن توقف طرح‌های عمرانی و تحمیل هزینه‌های مالی و کسری بودجه را بر دولت ایجاد می‌نماید. ضمن اینکه در دراز مدت، چالش دولت در تسویه بدهی‌های ایجاد شده منجر به برهم زدن تعادل بدهی گردیده و زمینه تضعیف قدرت نظام مالی اقتصاد و احتمال وقوع بحران‌های مالی در کشور را فراهم خواهد نمود.

۲۱. بند (ح) قانون بودجه سال ۱۳۹۶: «به دولت اجازه داده می‌شود جهت بازپرداخت اصل و سود اوراق سرسید شده در سال ۱۳۹۶ تا معادل پنجاه هزار میلیارد (۵۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰) ریال اوراق بهادار اسلامی با سرسید تا پنج‌ساله منتشر نماید. اصل و سود و هزینه‌های مترتب بر انتشار این اوراق در بودجه‌های سنواتی کل کشور پیش‌بینی می‌شود.»

بند (ی) قانون بودجه سال ۱۳۹۶: «به وزارت نفت از طریق شرکت‌های دولتی تابعه ذی‌ربط اجازه داده می‌شود به‌منظور بازپرداخت اصل و سود اوراق مشارکت ارزی - ریالی سرسید شده، تسهیلات بانکی و تضامین سرسید شده و همچنین بازپرداخت بدهی‌های سرسید شده به پیمانکاران قراردادهای بیع متقابل طرح‌های بالادستی نفت و گاز تا سقف معادل سه میلیارد (۳,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰) دلار از محل انتشار اوراق بهادار اسلامی ارزی - ریالی با رعایت قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت مصوب ۱۳۷۶/۶/۳۰ با اصلاحات و الحاقات بعدی و یا قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران مصوب ۱۳۸۴/۹/۱ با تصویب هیأت وزیران استفاده نماید. شرکت‌های مذکور موظف‌اند اصل و سود اوراق منتشر شده را حداکثر تا پنج سال از محل منابع داخلی خود تسویه نمایند.»

۵- نتیجه گیری

نتایج بررسی‌ها نشان می‌دهد که اهداف استفاده از ابزارهای نوین مالی به طور کامل محقق نشده است و ۷۳ درصد از اوراق مالی از جمله اوراق اسناد خزانه اسلامی، مرابحه، صکوک اجاره و سلف موازی به منظور تسویه بدهی مسجل دولت بابت مسجل دولت به بانک‌ها، پیمانکاران، شهرداری‌ها و مهم‌تر اینکه تسویه اصل و سود اوراق سررسید شده گردیده است. بر خلاف هدف اصلی انتشار اوراق مالی که تأمین منابع لازم برای اجرای طرح‌های عمرانی و زیربنایی می‌باشد؛ بخش عمده انتشار اوراق مالی صرف تعهدات هزینه‌ای کشور شده و آن بخش از اوراق بدهی انتشار یافته بابت ساماندهی و تسویه بدهی‌های مسجل دولت نیز از هدف اصلی خویش منحرف گردیده، به طوری که به منظور تسویه اصل و سود اوراق مذکور در تاریخ سررسید اوراق جدید منتشر شده است.

از میان اوراق بدهی منتشر شده، اوراق صکوک، به دلیل داشتن پشتوانه دارایی از مقبولیت قابل قبولی برخوردار است؛ به طوری که در طی سال‌های اخیر در سطح بین المللی نیز شاهد رشد انتشار آن می‌باشیم. با توجه به حجم دارایی‌های مازاد دولت و مجوز بند (پ) ماده (۱۰) قانون برنامه پنجساله ششم توسعه، به عنوان راه کار کاربردی تحقیق حاضر پیشنهاد می‌گردد دولت از پتانسیل اوراق صکوک بیشتر استفاده نموده و قبل از انتشار سایر اوراق نسبت به شناسایی محل تأمین منابع لازم برای بازپرداخت به موقع اصل و سود اوراق انتشار یافته اقدام نماید.

منابع

- ۱- تسخیری، محمد علی، مبانی شرعی اوراق بهادار اسلامی (صکوک)، فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، ۱۳۸۷، صفحه ۲۲-۷
- ۲- تنانی، محسن و حسین پور، امیر حسین، اوراق مشارکت؛ مباحث، مشکلات، ابهامات، نارسایی‌ها و پیشنهاداتی در جهت حل آن‌ها، فصلنامه پژوهش حسابداری، ۱۳۹۴، صفحه ۱۶۸-۱۴۹.
- ۳- حقیقت، جعفر و پورپیرتوی، میر طاهر. بررسی اقتصادی روش‌های مختلف تأمین مالی پروژه احداث انبار نفت استراتژیک تهران، فصلنامه اقتصاد محیط زیست و انرژی، بهار ۱۳۹۲، صفحات ۷۳-۴۹.
- ۴- دفتر تحقیقات و سیاست‌های مالی، معاونت امور اقتصادی، وزارت امور اقتصاد و دارایی؛ تأثیر بدهی بانکی بخش دولتی بر رشد اقتصادی و کانال اثرگذاری آن، ۱۳۹۵
- ۵- رحیمی، زهرا؛ بررسی آثار اقتصادی انتشار اوراق مشارکت و روش‌های گسترش کاربرد آن در تأمین مالی؛ تهران: پژوهشکده پولی و بانکی، ۱۳۸۱، صص ۱۳۵-۶۵.
- ۶- سلیمانپور زنوز، علی؛ رحیم زاده، فرزاد و شکوهی فرد، سیامک، نقد و بررسی ابزارهای مالی کاربرد پذیر (صکوک) در بانکداری و مالیه عمومی، مجله اقتصادی، شماره ۱ و ۲، ۱۳۹۵، صفحات ۷۳-۹۰.
- ۷- سلیمی، علیرضا؛ ضرورت توسعه اوراق بهادار اسلامی، فصلنامه راهبرد، زمستان ۱۳۹۱، صفحه ۳۱۸-۲۹۱



- ۸- فتاحی، شهرام؛ حیدری دیزگرانی، علی و عسکری، الناز، بررسی پایداری بدهی دولت در اقتصاد ایران، فصلنامه سیاست‌های مالی و اقتصادی، سال دوم، ۱۳۹۳، صفحات ۸۶-۶۷
- ۹- فرانسس و تیلور، تئوری و مشکلات سرمایه‌گذاری‌ها (اوراق قرضه خزانه نهادهای دولتی و وابسته به ایالات متحده)، ترجمه فریده پور رضوان روح، نشریه حسابدار، سال سیزدهم شماره ۱۲۸، سال ۱۳۷۷، صفحات ۶۱-۵۷.
- ۱۰- قلیچ، وهاب، تقوی، مهدی و خدابخش، محسن؛ اثر تعهدات بدهی در شکنندگی نظام بانکی (تجربه بانک‌های اسلامی در بحران اخیر)، فصلنامه پول و اقتصاد، ۱۳۹۰، صفحات ۱۵۳-۱۲۱
- ۱۱- کرمی، هومن و بیات، سعید، تحلیل آماری و آسیب شناسی بازار اسناد خزانه اسلامی، فصلنامه روند، بهار ۱۳۹۶، شماره ۷۷ صفحات ۱۴۶-۱۱۵.
- ۱۲- کمیجانی، اکبر و گودرزی فرهنگی، یزدان، پایداری مالی دولت در اقتصاد ایران با رویکرد مدل هم‌انباشتگی، مطالعات و سیاست‌های اقتصادی، ۱۳۹۴، صفحه ۳-۲۶
- ۱۳- محمودی نیا، داود؛ انجوردا، جکوب؛ دلالی اصفهانی، رحیم؛ بخشی دستجردی، رسول و فخار، مجید؛ تقابل استراتژی بین دولت و بانک مرکزی در چارچوب بازی‌های همکارانه و غیرهمکارانه (کاربردی از بازی‌های دیفرانسیلی خطی درجه دوم)، فصلنامه تحقیقات مدل‌سازی اقتصادی، تابستان ۱۳۹۵، شماره ۲۴، ۱۲۱-۸۳
- ۱۴- موسویان، حجه الاسلام 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.
- 15-Antoni, E.D. (2006). Minsky on Financial Instability, a Handbook of Alternative Monetary Economics, Edited by: Philip. Arestis and Malcolm, Swyer, Edward Eglar.
- 16-Chapra, M. U.; Islam and the International Debt Problem; Journal of Islamic Studies, Vol. 3 (2), 1992.pp 214

