

## افزایش سهم بازار بدهی در تأمین مالی اقتصاد ایران؛ فرصت‌ها، تهدیدها

هدی حاجی دولابی \*

### چکیده

توسعه و تعمیق بازار بدهی می‌تواند باعث افزایش شفافیت مالی، تعیین غیردستوری نرخ بهره در بازار، اثرگذاری بیشتر سیاست‌های پولی با آزادی عمل بیشتر بانک مرکزی در راستای تحقق اهداف ضد تورمی خود، تأمین منابع لازم برای کاهش بدهی‌های دولت به پیمانکاران، افزایش توان بانک‌ها در تأمین مالی کوتاه‌مدت بنگاه‌های کوچک و متوسط و گذار از اقتصاد بانک‌محور به اقتصاد بازارمحور شود. البته، گفتنی است، به‌رغم آثار مثبت توسعه بازار بدهی در نظام مالی هر کشور، عدم توجه به زیرساخت‌های لازم برای این توسعه می‌تواند فرصت بهره‌مندی از ظرفیت‌های این بازار را با تهدید مواجه سازد. بر این اساس، در این مقاله سعی شده با برشمردن ضرورت توسعه بازار بدهی در ایران، الزامات این توسعه با توجه به تجربه کشورهای موفق در این زمینه بیان شود. در این راستا، ابتدا توضیحاتی در خصوص تجربه کشورهای مختلف در به‌کارگیری و توسعه بازار اوراق بدهی بیان می‌شود، سپس، تصویری از ساختار بازار بدهی در ایران و زیرساخت‌های مورد نیاز با توجه به تجربه کشورهای موفق در این زمینه برای توسعه بازار بدهی و چگونگی تأمین مالی بهینه از طریق این بازار، ترسیم می‌شود.

واژگان کلیدی: بازار بدهی، بدهی بخش دولتی، اوراق بدهی دولتی و شرکتی، ابزار سیاست پولی.

طبقه‌بندی JEL: H63, G38

## ۱. مقدمه

انباشته شدن بدهی‌های دولت یکی از اصلی‌ترین مشکلاتی است که در سال‌های گذشته به‌طور پیوسته، باعث بروز مشکلات فراوان و مزمنی در اقتصاد کشور شده است. به‌طور کلی، منابع دولت از محل درآمدهای مالیاتی، فروش دارایی و ثروت مانند منابع طبیعی نفت و گاز و ایجاد بدهی (تعهدات) تجهیز می‌شود. یکی از برنامه‌های اصلی دولت در چند سال اخیر تشکیل و گسترش استفاده از ابزارهای بدهی برای بهادارسازی بدهی‌ها و تبدیل آنها به اوراق بدهی بوده است. بازار بدهی در شکل درست آن افزون بر اینکه در سامان‌دهی و مدیریت بدهی‌ها به دولت کمک می‌کند، پیامدهای مثبت دیگری همانند گسترش ابزارهای بانکی، تقویت توان سیاست مالی و کمک به سیاست‌گذار برای کشف نرخ سود را نیز دارد. افزون‌براین، بنگاه‌های اقتصادی می‌توانند با تأمین مالی از طریق این بازار منابع جدیدی را خارج از نظام بانکی برای خود ایجاد کرده و بار سنگین و ریسک ناشی از تأمین مالی کنونی را از دوش نظام بانکی و اقتصاد کاهش دهند.

اهمیت انتشار اوراق بدهی به‌عنوان یکی از منابع تأمین مالی در سال‌های پس از بحران اقتصادی سال‌های ۲۰۰۸-۲۰۰۷ و کند شدن رشد اقتصادی کشورها افزایش یافته است. دلیل این امر تکیه کمتر شرکت‌ها به نظام بانکی برای تأمین منابع مورد نیاز خود و نیز افزایش استقراض دولت‌ها بوده است. در نبود یک بازار اوراق بدهی فعال، شرکت‌ها برای تأمین منابع مالی خود به‌شدت به سیستم بانکی وابسته هستند. نهادهای مختلف بین‌المللی به‌طور مرتب به پیامدهای ناگوار عمق کم بازارهای مالی کشورهای در حال توسعه و وابستگی بیش از حد اقتصاد آنان به منابع سیستم بانکی اشاره کرده و بر لزوم ایجاد ساختارهای متنوع مالی تأکید ورزیده‌اند. در این زمینه می‌توان به بحران بانکی سال‌های ۱۹۹۸-۱۹۹۷ کشورهای آسیای جنوب شرقی اشاره کرد که نبود تنوع در نهادهای واسطه‌گری مالی آنها باعث تشدید و طولانی شدن این بحران شد. آموزه‌های این تجربه نشان می‌دهد در صورت اختلال کانال‌های اصلی واسطه‌گری مالی در اقتصاد، وجود مسیرهای دیگر برای تبدیل

پس‌اندازها به سرمایه‌های قابل‌استفاده می‌تواند از گسترش بحران جلوگیری کند، یکی از این مسیرها استفاده از فرصت‌های موجود در بازار بدهی است.

پرسش اصلی این پژوهش آن است که چه الزامات کلی برای ایجاد و توسعه بازار بدهی به‌منظور اجرایی کردن آن در تأمین کسری بودجه دولت و تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی وجود دارد؟ با توجه به پرسش پژوهش، سعی شده در این مقاله پس از بیان تجربیات کشورهای دیگر در توسعه بازار بدهی، به شناسایی الزامات توسعه این بازار پرداخته و سپس، قابلیت این روش در پاسخگویی به انگیزه‌های متفاوت بازیگران بازار تبیین شود.

## ۲. مفاهیم بازار بدهی

- تعریف بازار مالی: با تفکیک کل نظام اقتصادی به دو بخش واقعی<sup>۱</sup> و مالی<sup>۲</sup>، بخش مالی را می‌توان به‌عنوان زیرمجموعه‌ای از نظام اقتصادی تعریف کرد که در آن وجوه، اعتبارات و سرمایه در چارچوب قوانین و مقررات مشخص از سوی پس‌اندازکنندگان و صاحبان پول و سرمایه به سوی متقاضیان جریان می‌یابد. هدف اصلی سیستم مالی، فراهم‌سازی وسیله مبادله و تسهیل فرآیند استقراض و وام‌دهی بین عوامل اقتصادی است که با کمبود و مازاد مالی روبه‌رو هستند. دستیابی به این هدف به نوبه خود، سبب ارتقای کارایی اقتصادی و بهبود استفاده از منابع جامعه می‌شود که سرانجام، به افزایش حجم سرمایه در سطح کلان و به دنبال آن افزایش سطح استاندارد زندگی منجر خواهد شد. بنابراین، نظام مالی با هدف تخصیص بهینه منابع مالی، به دنبال کمک به رشد اقتصادی و افزایش سطح عمومی رفاه است.

## جدول ۱. طبقه‌بندی بازارهای مالی بر اساس معیارهای مختلف

معیار	زیرمجموعه
بر اساس نوع دارایی	<p>۱. بازار سهام: در این بازار، سهام شرکت‌ها که نشان‌دهنده مالکیت دارنده آن در شرکت است، داد و ستد می‌شود.</p> <p>۲. بازار اوراق بدهی<sup>۱</sup>: بازاری است که در آن ابزارهای با درآمد ثابت (اوراق قرضه) دادوستد می‌شوند.</p> <p>۳. بازار اوراق مشتقه: بازاری است برای معاملات ابزارهایی مبتنی بر دارایی مالی یا فیزیکی که از جمله می‌توان به اختیار معامله<sup>۲</sup> و قرارداد آتی اشاره کرد.</p>
بر اساس مرحله عرضه اوراق بهادار	<p>۱. بازار اولیه: واگذاری اوراق بهادار و تأمین اعتبار برای نخستین بار در بازار دست اول انجام می‌شود. بر این اساس، فروشنده اوراق در واقع همان ناشر است.</p> <p>۲. بازار ثانویه: این بازار قابلیت نقدشوندگی اوراق بهادار منتشرشده در بازار اولیه را افزایش می‌دهد، همچنین، شرایطی فراهم می‌کند که قرض‌دهندگان و قرض‌گیرندگان در صورت لزوم به آسانی بتوانند تصمیمات سرمایه‌گذاری خود را تغییر داده و به فروش اوراق خریداری شده و یا خرید اوراق دیگر اقدام کنند.</p>
بر اساس سررسید تعهدات مالی	<p>۱. بازار پول: برای دادوستد پول و دارایی‌های دیگر مالی جانشین نزدیک پول است که سررسید کمتر از یک‌سال دارند.</p> <p>۲. بازار سرمایه: به دادوستد ابزارهای مالی با سررسید بیشتر از یک‌سال و دارایی‌های بدون سررسید گفته می‌شود.</p>

مأخذ: یافته‌های این پژوهش.

- اوراق بهادار: اوراق بهادار اسنادی هستند که درآمد یا دارایی آتی قرض‌دهندگان را گواهی می‌کند، همچنین، تعهداتی را که برای افراد یا بنگاه‌های منتشرکننده این اوراق (ناشران) ایجاد می‌کند، نشان می‌دهد.<sup>۳</sup> این اوراق از منظر اینکه گواهی مالکیت دارنده آن نشان‌دهنده مشارکت

1. Debt Market

2. Option

3. Matthews, Giuliadori and Mishkin. (2013), P. 24.

دارنده گواهی در سود و زیان ناشر است یا تنها سند مؤید بدهی است، به اوراق دارایی (مانند سهام) و بدهی (مانند اوراق قرضه) تقسیم می‌شود.

- اوراق بدهی: اوراق بدهی، توافقی قراردادی است که با آن قرض‌گیرنده تعهد می‌کند تا به دارنده این اوراق (ابزار مالی) مقدار مشخصی دارایی (بیشتر در قالب پول) در دوره‌های زمانی مشخص (بهره و پرداخت‌های اصلی)<sup>۱</sup> تا یک زمان معین (تاریخ سررسید)<sup>۲</sup> پرداخت کند. سررسید ابزارهای بدهی شامل تعداد سال‌ها از زمان ایجاد بدهی تا زمان پایان مدت تعهد<sup>۳</sup> است. ابزارهای مالی را با توجه به تاریخ سررسید آنها به کوتاه‌مدت (در صورتی که سررسید یک سال و کمتر باشد) و بلندمدت (در صورتی که سررسید بیشتر از یک سال باشد) تقسیم‌بندی کرده‌اند. در مقابل ابزارهای بدهی، اوراق دارایی<sup>۴</sup> وجود دارد که نشان‌دهنده شریک‌بودن دارنده آن در درآمد خالص (درآمد پس از هزینه‌ها و مالیات) و دارایی یک بنگاه یا واحد اقتصادی است.<sup>۵</sup> اوراق دارایی اغلب پرداخت‌های دوره‌ای (سود قابل تقسیم)<sup>۶</sup> را برای دارندگان آنها فراهم می‌کنند و تمام آنها در زمره اوراق بلندمدت جای می‌گیرند، زیرا تاریخ سررسید معینی ندارند.<sup>۷</sup>
- بازار بدهی و طبقه‌بندی آن: از مهم‌ترین اقدامات در جهت افزایش رقابت و کارایی نظام مالی، توسعه بازار بدهی است. ابزارهای بازار بدهی هشداردهنده‌های مناسبی به سیاست‌گذاران کلان اقتصادی هستند تا بر اساس نرخ‌های موجود در این بازار به اتخاذ تصمیمات مناسب با شرایط جدید اقدام کنند. به‌عنوان مثال، منحنی بازدهی اوراق بدهی<sup>۸</sup> می‌تواند راهنمای مناسبی در سیاست‌های پولی و تنظیم نرخ سود بازار باشد.

1. Principal Payments

2. Maturity Date

3. Expiration Date

4. Equities

5. Matthews, et al. (2013).

6. Dividends

7. Matthews, et al. (2013), P. 25.

۸. منحنی بازدهی، منحنی است که رابطه بین بازده تا سررسید اوراق را در سررسیدهای مختلف نشان می‌دهد و شکل کلی و شیب این رابطه می‌تواند راهنمای مناسبی برای سیاست‌گذاران پولی باشد.

- بازار بدهی متشکل از بازار بدهی کوتاه‌مدت در بازار پول و بازار بدهی بلندمدت در بازار سرمایه است. بازار بدهی بلندمدت را می‌توان با توجه به ماهیت منتشرکننده آن به دو دسته تقسیم‌بندی عمومی<sup>۱</sup> و خصوصی<sup>۲</sup> و نیز بین‌المللی و داخلی<sup>۳</sup> دسته‌بندی کرد.<sup>۴</sup>
- بازار بدهی عمومی: این بازار در بیشتر موارد شامل اوراق قرضه دولتی می‌شود و نقش اساسی در شکل‌گیری بازار بدهی در هر کشوری را ایفا می‌کند. به سختی می‌توان انتظار داشت که بازار بدهی بدون حضور پررنگ دولت در این بازار مسیر رشد خود را طی نماید. چنانچه دولت از مسیر بازار بدهی اقدام به تأمین کسری بودجه کند، بازیگران خصوصی کمتر تحت تأثیر افزایش بدهی دولت به بانک مرکزی که نتیجه‌ای جز افزایش پایه پولی در بر ندارد، قرار خواهند گرفت.
- بازار بدهی داخلی: با تأمین مالی از طریق بازار بدهی داخلی، آسیب‌پذیری کلان در برابر شوک‌های پولی داخلی و خارجی کاهش می‌یابد و ثبات کلان اقتصادی افزایش می‌یابد. مهم‌ترین نگرانی در مورد توسعه بازار بدهی داخلی اثر برون‌رانی<sup>۵</sup> است که در آن دولت با مصرف پس‌اندازهای داخلی، منابع لازم برای اعطای وام به بخش خصوصی را کاهش داده، در نتیجه، هزینه سرمایه وام‌گیرندگان خصوصی را افزایش داده، بنابراین، با کاهش تقاضای سرمایه بخش خصوصی، موجب کاهش رشد و رفاه می‌شود. این مسأله در بازارهای بدهی کم عمق به مراتب حادث‌تر است.<sup>۶</sup>

### ۳. کارکردهای اوراق بدهی در اقتصاد

بازار بدهی یکی از اجزا و زیرمجموعه‌های کلیدی هر نظام مالی محسوب می‌شود. منظور از این بازار، ساختاری است که در آن انواع گوناگون اوراق بدهی دولتی و غیردولتی در بازار اولیه منتشرشده و در

1. Public

2. Private

3. Domestic

4. Peter Rose and Sylvia Hudgins. (2009)

5. Crowding Out Effect

۶. نتایج پژوهش‌های صندوق بین‌المللی پول در کشورهای در حال توسعه نشان می‌دهد چنانچه نسبت بدهی عمومی داخلی به کل سپرده‌های بانکی بیشتر از ۳۵ درصد شود، رشد اقتصادی تضعیف شده و عدم کارایی بانک‌ها و اثر برون‌رانی قابل مشاهده خواهد بود.

بازار ثانویه مورد مبادله دست دوم قرار می‌گیرند. از منظر کارکردی، تشکیل بازار بدهی منافع گوناگونی برای اقتصاد کشور به همراه دارد که کمک به تأمین مالی دولت، زمینه‌سازی مدیریت بدهی‌های معوقه دولتی و فراهم کردن بستر مناسب برای عملیات بازار باز توسط بانک مرکزی، برخی از مهم‌ترین آنها را شکل می‌دهند. انتشار اوراق بدهی علاوه بر کمک به تأمین مالی و مدیریت بدهی‌های دولت و فراهم کردن بستر لازم برای سیاست‌گذاری پولی، منافع جانبی متعددی نیز به همراه دارد که یکی از مهم‌ترین آنها کمک به کشف منحنی بازده است. انتشار اوراق به صورت سری به گونه‌ای که امکان شکل‌گیری منحنی بازده اوراق فراهم شود، به دولت کمک می‌کند تا بتواند به یکی از اهداف اصلی خود (مدیریت انتظارات در رابطه با نرخ‌های سود آینده)، جامه عمل بپوشاند. در واقع، دولت می‌تواند با مدیریت حجم اوراق عرضه‌شده به بازار، نرخ‌ها را به سمت شکل‌دهی منحنی بازده سوق داده و از این طریق در زمینه دیدگاه دولت در رابطه با وضعیت آتی بازار مالی، علامت دهد. این علامت‌دهی به تغییر انتظارات ذینفعان بازار در راستای اهداف مورد نظر دولت کمک خواهد کرد. به‌طور کلی، انتشار اوراق بدهی می‌تواند آثار مثبت و منفی بسیاری در سطح خرد و کلان داشته باشد که در ادامه به بررسی برخی از این آثار پرداخته می‌شود.

## جدول ۲. آثار اقتصادی انتشار اوراق بدهی

شرح	کارکردها
آثار مثبت	۱. کنترل تورم: استقراض از بخش خصوصی و انتشار اوراق قرضه باعث کاهش حجم پول در دست مردم و انتقال این پول به بخش‌های تولیدی شده و از این طریق تورم را کاهش می‌دهد. البته، از نظر برخی متخصصان، عدم مدیریت اوراق قرضه و اوراق مشابه می‌تواند به تورم نیز منجر شود. <sup>۱</sup>
	۲. هدایت نقدینگی به سمت تولید: فروش اوراق دولتی به‌عنوان یک ابزار سیاست پولی و مالی، گزینه و راهکاری برای جمع‌آوری هرچه بیشتر نقدینگی موجود و هدایت آن به سمت تولید است.
	۳. کاهش کسری بودجه دولتی: یکی از مشکلاتی که دولت‌های متکی به درآمدهای نفتی با آن روبه‌رو هستند، چگونگی تأمین مالی در زمان تحریم و یا کاهش قیمت نفت خام است. استفاده از ابزار بدهی به‌عنوان ابزاری غیرتورمی می‌تواند وسیله‌ای برای جبران کسری بودجه دولت و کاهش وابستگی بودجه دولت به نفت باشد.
	۴. اجتناب از تمرکز انحصاری بر بانک‌ها: در صورت افزایش درجه اهرمی <sup>۲</sup> بانک‌ها، اقتصاد نیز نسبت به بحران‌ها آسیب‌پذیر می‌شود. در این شرایط، وجود بازار بدهی با عمق بالا می‌تواند با تبدیل پس‌اندازها به سرمایه‌های قابل استفاده از گسترش بحران جلوگیری کند.
	۵. ابزاری برای اعمال سیاست‌های پولی: توسعه بازار اوراق بهادار به بهبود عملکرد سیاستگذار پولی از طریق عملیات بازار باز کمک می‌کند. افزون بر این، قیمت‌ها در بازار اوراق قرضه، اطلاعات با ارزشی درباره انتظار از احتمال توسعه اقتصاد کلان و واکنش بازار به تغییر سیاست‌های پولی می‌دهد.
آثار منفی	۶. بازی پونزی و کاهش اعتبار بخش دولتی: یک تعریف از بازی پونزی به معنای ایجاد بدهی بیشتر و جدیدتر برای بازپرداخت بدهی‌های پیشین است؛ در سطح اقتصاد کلان هر چه تعداد نهادهای استفاده‌کننده از بازی پونزی بیشتر باشد، قدرت نظام مالی آن اقتصاد کمتر و احتمال وقوع بحران مالی بیشتر است.
	۷. جایگزینی بخش دولتی با بخش خصوصی و کاهش کارایی: برون‌رانی به وضعیتی گفته می‌شود که بخش دولتی با افزایش سرمایه‌گذاری‌های خود، منابع خود را از دسترس بخش خصوصی خارج کرده و موجب کاهش سرمایه‌گذاری بخش خصوصی می‌شود. به نظر می‌رسد این سیاست در بهترین حالت و حداقل در کوتاه‌مدت موجب کاهش سهم بخش خصوصی در اقتصاد می‌شود.
	۸. اصلاح صوری ترازنامه: در نظر کارشناسان، در برخی موارد آوردن اوراق قرضه به‌منظور تأمین کسری بودجه دولت به‌صورت صوری و تنها به قصد توازن بین هزینه‌ها و مخارج بوده و برای همگان نیز عدم تحقق کامل فروش اوراق، مسأله‌ای مشخص است. در واقع، گاهی این ردیف درآمدی تنها با هدف جبران کسری منابع نسبت به مصارف در نظر گرفته می‌شود که می‌تواند زمینه‌ساز کسری بودجه به دلیل بیش برآورد کردن درآمدها شود.

مأخذ: گزارش مرکز پژوهش‌های مجلس. (۱۳۹۴). تحلیل انتشار اوراق بهادار توسط دولت و یافته‌های این پژوهش.

۱. در زمان کسری بودجه، اوراق قرضه منتشرشده توسط مالیات‌های آینده بازپرداخت می‌شوند که بازپرداخت این اوراق در زمان سررسید، حجم پول در گردش را بالا می‌برد و مانند مالیات‌های تورمی عمل می‌نمایند (شریف‌زاده و هاشمی، ۱۳۹۰).
۲. درجه اهرمی نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام را نشان می‌دهد که افزایش آن نشان‌دهنده افزایش خطرپذیری بانک‌هاست؛ چرا که در آن‌صورت توان بازپرداخت اصل و فرع سپرده‌های دریافتی مشکل خواهد شد.



#### ۴. تجربه کشورهای دیگر در استفاده از بازار بدهی

##### ۴-۱. درس‌هایی از تجارب بازارهای نوظهور در توسعه بازار بدهی

تجربه کشورهای نوظهور در راه‌اندازی و شکل‌دهی و توسعه بازار بدهی نشان می‌دهد که در رویارویی با بحران که پیامدهایی مانند تنگنای تأمین مالی، کاهش رشد اقتصادی و افت شدید ارزش دارایی‌های ثابت را به دنبال داشت، از این بازار به‌عنوان سپر پولی در برابر رکود به‌وجود آمده از این بحران استفاده کرده‌اند. بررسی تجربه ایجاد یا گسترش و اعمال اصلاحات در بازارهای بدهی این کشورها نکاتی را آشکار می‌کند:<sup>۱</sup>

◀ پیش از ایجاد یا توسعه بازار یا همزمان با آن باید در ابعاد دیگر بازارهای مالی اصلاحاتی را ایجاد کرد، برای مثال کنترل و پایین‌آوردن نرخ‌های بهره تقریباً در بیشتر کشورهای همزمان با گسترش و توسعه این بازارها مشاهده می‌شود.

◀ توسعه بازارهای قرضه باید در تمامی سطوح و به‌طور متوازن اعمال شود؛ به این معنا که هماهنگی و همراهی اوراق قرضه شرکتی (چه در نقش پیشرو و چه در نقش پیرو اوراق قرضه دولتی) از جلوه‌های مهم توسعه این بازارها در کشورهای مختلف بوده است.

◀ ایجاد یک سیستم جامع برای تسهیل و نظارت بر معاملات بازار اولیه و نیز مؤسسات موازی به‌عنوان واسط دولت-بانک مرکزی و سرمایه‌گذاران و نیز نظارت مستمر بر عملکرد بازار و اصلاح متناسب قوانین از شروط دیگر لازم این فرآیند است.

در نگاهی کلی می‌توان این‌گونه نگریست که ایجاد بازار بدهی در ابتدا به‌دلیل وقوع بحران و تشخیص نیاز کشور و دولت به منابع نوین تأمین مالی بوده است، اما در ادامه با هدف تکمیل فرآیند اصلاحات بازارهای مالی به تعمیق آن پرداخته شده است. در واقع، در ایجاد چنین بازاری علاوه بر نیاز به بستر سالم مالی و کلان تعقیب و تکامل فرآیند اصلاحات بازارهای مالی از اهداف اصلی بوده است. یکی از تجربیات موفق در توسعه بازار بدهی مربوط به کشور سریلانکا است. گسترش و توسعه سریع بازارهای اولیه و ثانویه اوراق در کنار توسعه و اصلاحات در زیرساخت‌های بازارهای مالی دیگر،

۱. روزنامه دنیای اقتصاد. (۱۳۹۴)، الگوی شرقی کاهش نرخ بهره.

تمرکز بیشتر بر ایجاد و نظارت بر سیستم‌های پرداخت و تحویل اوراق قرضه به جای سرمایه‌گذاری بر تنوع و کیفیت اوراق قرضه در گام‌های اولیه، قانون‌گذاری و ایجاد سیاست‌های نظارتی مستمر بر بازارهای مالی، در توسعه بازار بدهی در این کشور مؤثر بوده است. دولت برای توسعه متوازن بین ابعاد مختلف ابزارهای بازار قرضه قوانینی نیز برای اوراق قرضه شرکتی تصویب کرد. برای مثال، در رتبه‌بندی اعتباری شرکت‌ها حداقل امتیازی را که یک شرکت به لحاظ عملکرد و ریسک اعتباری باید کسب کند تا بتواند اقدام به چاپ اوراق قرضه کند، تعیین می‌کرد. افزون‌بر این، برنامه‌های وسیع آموزشی هم برای شرکت‌های منتشرکننده اوراق و هم برای سرمایه‌گذاران و خریداران اوراق توسط دولت ترتیب داده شد تا بهتر بتوانند ریسک‌های مربوطه را مدیریت کنند.

#### ۴-۲. بازار بدهی دولتی و شرکتی

بازار بدهی دولتی در بیشتر کشورهای توسعه‌یافته و در حال توسعه به‌عنوان پشتوانه بازار بدهی به حساب می‌آید. در واقع، بازار قرضه و بدهی در هر کشور تا میزان بسیار زیادی به عمق، توسعه و اندازه بازار اوراق قرضه دولتی وابسته است. توسعه بازارهای بدهی دولتی در صورت برطرف کردن پیش‌نیازهای مربوطه می‌تواند مزایای مختلفی را ایجاد کند. مهم‌ترین مزیت توسعه بازار بدهی دولتی ایجاد منحنی بازده<sup>۱</sup> است، این منحنی که رابطه بین بازده تا سررسید را در سررسیدهای مختلف نشان می‌دهد، می‌تواند راهنمای خوبی برای بازار اوراق بدهی شرکتی و سیاست‌گذاران پولی باشد. توسعه بازار بدهی می‌تواند منبع جدیدی برای تأمین مالی بخش دولتی فراهم کند که این امر دولت را از وابستگی به بانک مرکزی و شبکه بانکی به‌منظور تأمین مالی بی‌نیاز می‌سازد. از سوی دیگر، این اوراق می‌تواند به‌عنوان ابزار سیاست پولی در اختیار بانک مرکزی قرار گیرد.

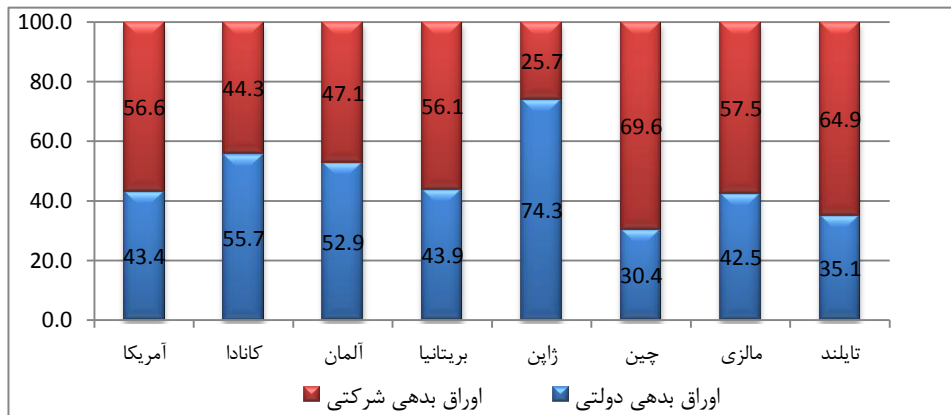
در طول یک‌دهه گذشته، بازارهای اوراق بدهی شرکتی بزرگتر شده‌اند، نقش پررنگ‌تری در بخش حقیقی اقتصاد پیدا کرده‌اند و کشورهای بیشتری به اهمیت آنها پی برده‌اند. اندازه بازارهای اوراق بدهی شرکتی از سال ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۳ تقریباً ۳ برابر شده است. بررسی‌ها حاکی از آن است که

1. Yield Curve

عمق بازار اوراق بدهی شرکتی، هم در کشورهای توسعه یافته و هم در بازارهای نوظهور رشد داشته است (۱۶۹ درصد برای کشورهای توسعه یافته و ۲۴ درصد برای کشورهای نوظهور در سال ۲۰۱۳). افزایش عمق بازار نشان می‌دهد میزان اتکا به بازارهای اوراق بدهی شرکتی برای برآورده کردن نیازهای مالی بنگاه‌های اقتصادی افزایش یافته است.<sup>۱</sup>

نمودار زیر ترکیب اوراق بدهی به تفکیک شرکتی و دولتی را نشان می‌دهد؛ همان‌طور که ملاحظه می‌شود، بجز کشورهای آلمان، کانادا و ژاپن (به دلیل بانک محور بودن نظام تأمین مالی در آنها)، کشورهای دیگر از بازار اوراق بدهی شرکتی بزرگتری نسبت به بازار اوراق بدهی دولتی برخوردارند. بر اساس آمار موجود، اندازه بازار بدهی در کشورهای توسعه یافته در مقایسه با کشورهای نوظهور، بزرگتر و عمیق‌تر است.

نمودار ۱. ترکیب اندازه بازار بدهی دولتی و شرکتی در بازارهای توسعه یافته و نوظهور در سال ۲۰۱۴ (درصد)



مأخذ: گزارش بورس اوراق بهادار: بازار بدهی در بورس اوراق بهادار.

#### ۴-۳. الزامات توسعه بازار بدهی با توجه به تجربیات کشورهای با بازارهای توسعه یافته

به‌طور کلی، توسعه بازار بدهی می‌تواند از مراحل مختلفی تشکیل شود که در ادامه به بررسی

آن پرداخته می‌شود.

1. ADB: Asian Development Bank. (2013).

الف) تعیین اکوسیستم و فرایند بهینه تشکیل بازار بدهی<sup>۱</sup>

- اقتصاد کلان پایدار و محیط سیاسی باثبات: تجربه کشورهای توسعه یافته نشان می‌دهد، بازار سرمایه کارا، شامل بازار بدهی، بیش از هر چیز نیازمند پایه‌های مستحکم اقتصاد کلان است؛ هرچند این عوامل، عواملی برونزا هستند اما به دلیل اهمیت آنها در توسعه و ثبات این بازار، از پیش‌نیازهای راه‌اندازی بازار بدهی کارا به حساب می‌آیند. محیط اقتصادی و سیاسی باثبات، شرایط قابل پیش‌بینی را برای سرمایه‌گذاران فراهم می‌سازد و برعکس، محیط بی‌ثبات اقتصادی نوسانات دارایی‌های مالی را افزایش داده و سرمایه‌گذاران را به سمت فعالیت‌های سوداگرایانه می‌کشانند.
- آزادسازی حساب سرمایه: برای جذب سرمایه‌گذار خارجی و توسعه بخش بین‌المللی بازار بدهی، دولت‌ها می‌بایست تا حدودی حساب سرمایه را آزادسازی نمایند. از آنجا که آزادسازی حساب سرمایه می‌تواند باعث تأثیرپذیری نرخ بهره از عوامل جهانی شود، در مراحل اولیه توسعه بازار مالی، آزادسازی حساب سرمایه باید محدود باشد و با توسعه بازار مالی این جریان می‌تواند روند افزایشی یابد. پس از مرحله آزادسازی حساب سرمایه، وضع قوانین و مقررات شفاف یکی از اقدامات پایه برای ورود سرمایه‌گذاران خارجی است.
- قوانین و مقررات: وضع قوانین و مقررات باثبات از پایه‌ای‌ترین اصول توسعه بازار بدهی داخلی و بین‌المللی است. ناشران و سرمایه‌گذاران پیش از تصمیم‌گیری در خصوص ورود به بازار به ارزیابی قوانین و مقررات موجود می‌پردازند. با توسعه و افزایش پیچیدگی بازارها، ساختار قوانین موجود نیز باید متناسب با تغییرات، به روز شود؛ افزون بر این، وجود یک نهاد ناظر به‌منظور نظارت بر حسن اجرای قوانین ضروری است.
- سیستم بانکی: توسعه بازار بدهی در سایه توسعه بازار مالی رخ می‌دهد. در یک سیستم مالی کارا، بازار بدهی پرمق باید در کنار سیستم بانکی سالم تشکیل شود؛ چراکه در مراحل اولیه توسعه بازار بدهی، سیستم بانکی حامی اصلی توسعه این بازار خواهد بود. بانک‌های تجاری

1. Tendulkar. (2015).

معمولاً به‌عنوان نخستین مشارکت‌کنندگان در نقش ناشر، ضامن، سرمایه‌گذار و واسطه‌گر ظاهر می‌شوند. افزون بر این، بانک‌ها با نقش بازارگردان (انجام معامله به حساب خود و یا مشتریان‌شان) نقش مهمی در افزایش نقدینگی بازار بدهی ایفا می‌کنند.

#### ب) افزایش تعداد ناشران و سرمایه‌گذاران

در مراحل اولیه، در برخی مواقع بازار در اختیار ناشران و سرمایه‌گذاران بزرگ است. ایجاد امکان دسترسی شرکت‌کنندگان دیگر در بازار و رفع نیازهای تأمین مالی بخش خصوصی از طریق بازار بدهی و ایجاد بازار بدهی شرکتی قوی از اهمیت بالایی برخوردار است. این مهم می‌تواند از طریق کاهش هزینه‌های انتشار، کاهش مراحل بروکراتیک، توسعه صنعت مدیریت دارایی، توسعه مؤسسات سرمایه‌گذاری و افزایش سرمایه‌گذاری این مؤسسات در اوراق بدهی غیردولتی میسر شود.

#### پ) بهبود مدیریت ریسک و نقدینگی

از مهم‌ترین چالش‌هایی که بازارهای بدهی در کشورهای نوظهور با آن مواجه هستند، نقدشوندگی بازار ثانویه است. در بازارهای کم‌عمق در برخی مواقع سهم بالایی از اوراق در دست مؤسسات سرمایه‌گذاری<sup>۱</sup> بوده که استراتژی آنها خرید و نگهداری<sup>۲</sup> اوراق است؛ از سوی دیگر، گاهی کمبود بازارگردان در بازار عاملی مهم در کاهش حجم معاملات به حساب می‌آید. به هر حال از آنجا که نقدشوندگی عاملی است که باعث کشف قیمت‌های کارا می‌شود؛ رفع موانعی که باعث کاهش این فرایند می‌شود، ضروری است.

#### ت) تلاش در جهت همگرایی با بازارهای بین‌المللی

از جمله اقدامات لازم برای پیوستن به بازارهای بین‌المللی شامل پیوستن به زیرساخت‌های موجود بین‌المللی برای عملیات تسویه و واریز وجوه است. وصل شدن به بازارهای منطقه‌ای می‌تواند

1. Institutional Investors

2. Buy-and-Hold

فرایند پیوستن بازارهای سرمایه داخلی به بازارهای بین‌المللی را تسریع بخشد. تعدیل مقررات نیز برای مدیریت ریسک‌های بازار باید به‌طور موازی اعمال شود.

#### ۴-۴. بازار بدهی داخلی و بین‌المللی

انتشار اوراق بدهی می‌تواند از طریق بازار داخلی یا بین‌المللی صورت گیرد. در واقع، دو گزینه‌ای که ناشران اوراق بدهی پیش رو دارند، نخست، انتخاب بازاری است که اوراق در آن مبادله می‌شوند (داخلی و بین‌المللی) و دوم، واحد پولی است که اوراق با آن منتشر می‌شوند. انتشار اوراق در بازارهای بین‌المللی این امکان را برای ناشران مهیا می‌سازد تا از بازارهای عمیق‌تر بهره‌مند شوند و در صورت اعتبار بالای واحد پول داخلی، می‌توانند اوراق را با ارز داخلی در سطح بین‌المللی منتشر سازند و از این طریق ریسک نوسانات نرخ ارز را نیز از بین می‌برند.

با وجود مزایایی که انتشار اوراق بدهی در بازارهای بین‌المللی و با ارزهای خارجی دارد، در مورد اقتصادهای که با نرخ تورم‌های بالا و کاهش ارزش پول داخلی مواجه‌اند، بازپرداخت تعهدات و تأمین مالی از این طریق مقرون به صرفه نخواهد بود. به‌طور مثال، کشورهای با بازارهای نوظهور که از بازارهای مبادله ارزی پیشرفته‌ای برخوردار نیستند، در پوشش ریسک‌های ناشی از نوسانات نرخ ارز با مشکل مواجه خواهند شد. در واقع، با ایجاد بازار بدهی داخلی عمیق، از یک سوی، آسیب‌پذیری کلان در برابر شوک‌های پولی داخلی و خارجی کاهش می‌یابد و ثبات کلان اقتصادی افزایش می‌یابد و از سوی دیگر، وابستگی به سرمایه‌های خارجی را که می‌تواند اقتصاد را در معرض ریسک‌های زیادی قرار دهد، کاهش می‌دهد.

اندازه بازار بدهی شرکتی در کشورهای با بازارهای نوظهور در ۱۰ سال اخیر، سه برابر شده و از ۱/۹ هزارمیلیارد دلار در سال ۲۰۰۵ به ۶/۹ هزار میلیارد دلار در سال ۲۰۱۴ رسیده است. تقسیم بازار بدهی شرکتی به بازار داخلی و بین‌المللی نشان می‌دهد سهم بزرگی از بازار بدهی شرکتی به بازار داخلی اختصاص دارد که تا سال ۲۰۱۴ به ۵/۷ هزار میلیارد دلار رسیده است. اندازه، رشد و عمق بازار

بدهی، سه شاخصی هستند که معیار مقایسه بین بازارهاست. کشورهای چین، کره جنوبی و برزیل بیشترین سهم را در این افزایش در اندازه بازار داشته‌اند و بیش از دو سوم کل اندازه بازار بدهی شرکتی در بازارهای نوظهور را تشکیل می‌دهند. کشورهای کره شمالی، مالزی و چین نیز عمیق‌ترین بازارها را دارند. جدول زیر مقایسه‌ای از وضعیت بازار بدهی بین کشورهای با اندازه بیش از ۱۰۰ میلیارد دلار را نشان می‌دهد.

جدول ۳. مقایسه بازار بدهی شرکتی در بازارهای نوظهور در سال ۲۰۱۴ (با اندازه بازار بیش از ۱۰۰ میلیارد دلار)

کشور	اندازه (میلیارد ریال)	رشد (۲۰۰۵-۲۰۱۴) (درصد)	عمق (سهم از GDP) (درصد)	سهم بازار داخلی (درصد)	سهم بازار بین‌المللی (درصد)
چین	۲۷۰۳	۱۷	۴۶	۹۸	۲
کره جنوبی	۸۹۰	۸	۸۸	۸۴	۱۶
برزیل	۸۳۹	۱۹	۳۹	۸۹	۱۱
مکزیک	۱۹۰	۳	۱۸	۵۸	۴۲
روسیه	۱۶۵	۲۶	۱۱	۶۷	۳۳
هند	۱۵۶	۲۶	۹	۸۴	۱۶
مالزی	۱۳۹	۹	۵۶	۸۱	۱۹
تایلند	۱۲۱	۱۶	۳۸	۹۲	۸

مأخذ: گزارش IOSCO. سازمان بین‌المللی کمیسیون اوراق بهادار.

## ۵. کاربرد اوراق بدهی در اقتصاد ایران

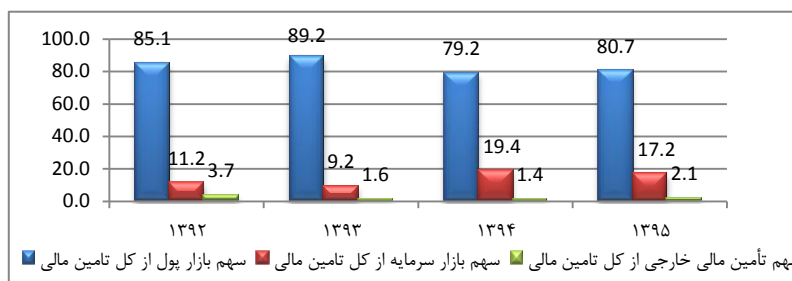
### ۵-۱. ساختار تأمین مالی در اقتصاد ایران و وضع موجود بازار بدهی در کشور

در طول سال‌های گذشته مجموعه‌ای از عوامل باعث شده تا سهم بازار پول در تأمین مالی اقتصاد در سطح بالایی باقی بماند و در مجموع، توزیع نامتوازنی از منابع مختلف در تأمین مالی اقتصاد حاکم شود. «ترجیحی بودن» تأمین مالی از شبکه بانکی و غلبه مالکیت دولتی بر بخش بانکی و فشارهای ناشی از این مسأله بر مدیریت بانکها، باعث شده تا شرکت‌های دولتی تمایلی به استفاده از منابع بازار سرمایه که معمولاً به سهولت منابع بانکی قابل استحصال نیستند، نداشته باشند و بخش اصلی عدم کارایی خود را با استفاده از منابع سهل‌الوصول و ارزان قیمت بانکها پوشش دهند. این در حالی است که بر اساس ادبیات موجود، نقطه بهینه در تأمین مالی بخش‌های اقتصادی، واگذاری تأمین

مالی بلندمدت به بازار سرمایه و حل مشکلات نقدینگی مقطعی و کوتاه‌مدت بنگاه‌های تولیدی از طریق بازار پول است.

بررسی روند تأمین مالی صورت‌گرفته در اقتصاد ایران در سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۵ گویای بانک‌محور بودن نظام تأمین مالی اقتصاد ایران است؛ به‌طوری‌که بازار پول در سال ۱۳۹۵، سهم ۸۰/۷ درصد از کل تأمین مالی را به خود اختصاص داده و سهم بازار سرمایه و بخش خارجی به ترتیب برابر ۱۷/۲ و ۲/۱ درصد بوده است. نکته قابل توجه در اجزای تأمین مالی در دوره چهار ساله مورد بررسی، افزایش سهم تأمین مالی از محل انتشار اوراق مالی اسلامی در بازار پول و سرمایه و افزایش ارزش صندوق‌های سرمایه‌گذاری با درآمد ثابت به ترتیب از ۱/۵ و ۰/۵ درصد به ۷/۴ و ۹/۶ درصد و کاهش سهم تأمین مالی از محل اعطای تسهیلات در شبکه بانکی (اگر چه این ردیف همچنان سهم غالب در تأمین مالی را دارد) از ۸۴/۴ به ۷۷/۴ درصد بوده است.

نمودار ۲. سهم بازارها در تأمین مالی اقتصاد<sup>۱</sup> در سال‌های ۱۳۹۲-۱۳۹۵ (درصد)



مأخذ: سازمان بورس و اوراق بهادار و بانک مرکزی.

حدود ۵ برابر شدن سهم اوراق مالی اسلامی در تأمین مالی در سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۵ در نتیجه اوراق بهادارسازی بدهی‌های دولت و توسعه بازار بدهی دولتی صورت گرفت. عملکرد انتشار اوراق مالی اسلامی در بازار سرمایه و سیستم بانکی نشان می‌دهد، روند رشد بازار بدهی در سال ۱۳۹۵

۱. سهم تأمین مالی صورت‌گرفته در بازار سرمایه با لحاظ افزایش ارزش صندوق‌های سرمایه‌گذاری می‌باشد. لازم به ذکر است، در سال ۱۳۹۴، بیش از ۹۰ درصد از افزایش ارزش صندوق‌ها از محل صندوق‌های سرمایه‌گذاری با درآمد ثابت بوده که بیش از ۷۰ درصد از دارایی این صندوق‌ها نیز در سپرده‌های بانکی سرمایه‌گذاری شده است.



شتاب بیشتری داشته است؛ اگرچه سهم اوراق دولتی نقش پررنگ‌تری در این توسعه داشته و برابر ۸۰/۴ درصد از کل انتشار اوراق بدهی را به خود اختصاص داده است.

## ۵-۲. استفاده از بازار بدهی در جهت مدیریت بدهی های دولت با تأکید بر اوراق بهادارسازی

### ۵-۲-۱. ظرفیت استفاده از بازار بدهی

یکی از مسائل پیش روی تمامی کشورها، تأمین منابع مالی موردنیاز برای رشد و توسعه است. تجربه اقتصاد ایران نشان می‌دهد یکی از مهم‌ترین متغیرهای تأثیرگذار بر اقتصاد کشور، بی‌انضباطی‌های مالی دولت و شیوه تأمین مالی آن در راستای رفع مشکلات بودجه‌ای و غیربودجه‌ای بوده است. انباشته‌شدن بدهی‌های دولت یکی از اصلی‌ترین مشکلاتی است که به‌طور پیوسته در سال‌های گذشته، باعث بروز مشکلات فراوان و مزمنی در اقتصاد کشور شده است؛ به طوری که دولت‌ها به‌طور مداوم در تأمین مالی خود به بانک مرکزی و شبکه بانکی وابسته بوده و مطالبات پیمانکاران و فعالان بخش خصوصی همکار با دولت را به تعویق انداخته‌اند. در این راستا، بی‌انضباطی مالی در دولت‌های پیشین و فشار بر منابع نظام بانکی کشور در قالب تکالیف به بانک‌ها، تضامین و تأمین مالی شرکت‌های دولتی، موجب شد که حجم بالایی از منابع شبکه بانکی در قالب مطالبات بانک‌ها از بخش دولتی انباشته شود. این امر علاوه بر تحلیل بردن توان تسهیلات‌دهی بانک‌ها و ایجاد اختلال در واسطه‌گری مالی آنها، موجبات افزایش اضافه برداشت بانک‌ها از بانک مرکزی را فراهم آورد که نتیجه آن، افزایش قابل توجه حجم پایه پولی و نقدینگی و به دنبال آن افزایش نرخ تورم بود. در واقع، دولت در سال‌های گذشته به دلیل بر عهده گرفتن تعهداتی بیشتر از توانایی مالی خود دچار کسری بودجه شده که در این میان نبود ابزاری مناسب برای پوشش و تأمین این کسری شرایط را دشوارتر نیز کرده بود. هرچند در گذشته این کسری بودجه از طریق درآمدهای نفتی تا حدودی جبران می‌شد، اما در دوران تحریم‌های بین‌المللی و همزمانی آن با کاهش قیمت جهانی نفت خام، با افزایش بدهی‌های دولت به پیمانکاران، کسری بودجه افزایش یافت؛ این در حالی است که پیمانکاران نیز به دلیل مطالبات از دولت، با کمبود نقدینگی مواجه شدند و در مقابل نتوانستند به تعهدات خود در قبال بانک‌ها عمل کنند که این چرخه به کمبود نقدینگی در کل اقتصاد کشور منتهی شد.

افزون بر این، بررسی عملکرد سیاست‌های مالی در اقتصاد ایران در دو دهه اخیر نشان می‌دهد سیاست مالی به جای رویکرد ضدسیکلی و تلاش در جهت هموارسازی سیکل‌های تجاری، همواره بر رفتارهای موافق سیکلی و تشدیدکننده نوسانات و سیکل‌های تجاری تمرکز داشته است. عدم توجه به قواعد مالی که رعایت آن ضربه‌گیر نوسانات درآمدهای نفتی بر بودجه دولت تلقی می‌شود، در ایجاد این شرایط مؤثر بوده است. توصیه سیاستی برای برون‌رفت از شرایط موجود این است که دولت علاوه بر استفاده از ابزار مالیاتی غیرممسو با سیکل‌های تجاری، با استفاده از قواعد مالی متناسب در تنظیم بودجه عمومی که به پایداری مالی دولت کمک می‌کند، با ایجاد بازار بدهی زمینه را برای تأمین مالی مناسب مخارج دولت فراهم سازد. خاطر نشان می‌شود، رویکرد کشورهای مختلف در سیاست‌های مالی استفاده از ابزار بازار بدهی با هدف هموارسازی مخارج دولت است. در راستای چالش‌های مطرح شده، اهتمام دولت به مدیریت بدهی‌های خود در اولویت قرار گرفت و با عزم دولت برای رفع مشکلات و تسویه بدهی‌های دولت به بخش‌های مختلف، پیشنهاد اوراق بهادارسازی بدهی‌های دولت و توسعه بازار بدهی برای خروج غیرتورمی از رکود مطرح شد. البته، بدیهی است با توجه به حجم انبوه بدهی‌های دولت و وضعیت ناپایداری مالی، رویکرد فعلی دولت در استفاده از اوراق بدهی باید معطوف به اوراق بهادارسازی بدهی‌های گذشته باشد.

استفاده از ابزار بدهی برای مدیریت منابع و مصارف دولت ضمن شفاف‌سازی عملکرد دولت در چگونگی تأمین منابع و مشخص شدن هزینه واقعی تأمین مالی دولت سبب تقید دولت به کنترل نرخ تورم با توجه به تکلیف دولت به پرداخت نرخ سود اوراق بدهی (مصون از تورم) شده و به کاهش اتکای دولت به منابع پول پر قدرت (عدم تحمیل پیامدهای تورمی و مالیات پنهان بر جامعه) کمک می‌کند. همچنین، به‌منظور اجرای سیاست پولی مطلوب و کارآمد برای تحقق رشد مطلوب، استفاده از ابزارهای غیرمستقیم سیاست پولی نظیر عملیات بازار باز، مستلزم وجود ابزارهای مالی باکیفیت و بازارپذیر (مانند اسناد خزانه و گواهی‌های سپرده) در ترازنامه بانک مرکزی و بانک‌هاست؛ بنابراین، تقویت بازار بدهی گام مهمی در بهره‌گیری از ابزارهای غیرمستقیم در اجرای سیاست پولی در کشور است.

همچنین، توسعه و تعمیق بازار بین بانکی در کشور مستلزم وثیقه‌دار شدن عملیات بازار باز است که با راه‌اندازی بازار بدهی این امکان فراهم خواهد شد. ایجاد و توسعه بازار بدهی با فعال کردن سیاست مالی، سبب ارتقای سیاست پولی نیز خواهد شد.

### ۲-۲-۵. پیش‌نیازهای استفاده بهینه از بازار بدهی برای تسویه بدهی‌ها

تأمین مالی بودجه دولت از طریق انتشار اوراق بدهی همان‌طور که می‌تواند فرصتی برای انتقال بدهی‌های دولت به زمان تثبیت اقتصادی در آینده ایجاد کند، در صورت عدم توانایی در تسویه آنها، دولت با حجم بیشتری بدهی مالی آتی روبه‌رو خواهد بود. پیش‌نیاز اصلی موفقیت دولت در تسویه بدهی‌ها از طریق بازار بدهی، انضباط مالی و پای‌بندی دولت به قاعده مالی و قواعد پایداری مالی<sup>۱</sup> است.

به‌طور کلی، برای اصلاح مدیریت مالی و بدهی‌های دولت، سه گام اصلی را باید مد نظر قرار داد:

۱. به‌کارگیری بودجه‌ریزی تعهدی و انتشار عمومی حجم بدهی‌های دولت: در حال حاضر، نظام بودجه‌ریزی به شکل نقدی است، میزان تعهدات ایجادشده در هر سال معین برای سال‌های آینده مشخص نمی‌شود. به همین منظور برای شفافیت در پذیرش تعهدات لازم است مواردی مانند «میزان جذب منابع مالی و شیوه‌های جذب آن در داخل و خارج از کشور»، «هزینه استهلاک دارایی‌ها»، «هزینه‌های مربوط به دوران بازنشستگی»، «انواع تعهدات پذیرفته‌شده از سوی دستگاه‌های دولتی برای سال‌های آتی» در بودجه‌ریزی ثبت شود. بودجه‌ریزی عملیاتی بر اساس تعریف صندوق بین‌المللی پول عبارت است از:

«روش‌ها و سازوکارهایی که ارتباط بین اعتبارات تخصیص‌یافته به دستگاه‌های اجرایی را با خروجی‌ها و پیامدهای آنها از طریق به‌کارگیری اطلاعات عملکردی در تخصیص منابع بهبود می‌بخشد».

بودجه‌ریزی عملیاتی با الزام دستگاه‌های اجرایی به تمرکز بر نتایج برنامه‌ها، تلاش در بهبود اثربخشی، کارایی و پاسخگویی برنامه‌های دولت دارد. این روش بودجه‌ریزی در جهت تخصیص هدفمند اعتبارات به برنامه‌ها و فعالیت‌ها، شفاف‌سازی فرآیند بودجه‌ریزی، ایجاد ارتباط بین بودجه‌ریزی و نتایج عملکرد، سنجش اثربخشی و کارایی برنامه‌ها و فعالیت‌ها گام برمی‌دارد.

۲. تعیین قواعد پایداری مالی و پای‌بندی به آن: به منظور اجتناب از بی‌انضباطی مالی و تعامل بهتر سیاست‌های پولی و مالی، می‌توان با استفاده از تجارب بین‌المللی، از طریق قاعده‌مندسازی سیاست مالی با تمرکز اصلی بر قانون تقید مالی<sup>۱</sup> و پایداری مالی به رفع چالش‌های فراروی دولت اقدام کرد. به بیان دیگر، اجرای یک قاعده مالی<sup>۲</sup> و یا ترکیبی از قواعد مالی که الزامات اولیه، تمهیدات حمایتی و ظرفیت‌های نهادی مناسب را داشته باشد، می‌تواند با اعمال محدودیت‌های بلندمدت، راهنمای عملیاتی برای اتخاذ سیاست مالی باشد تا از اتخاذ تصمیمات مقطعی سیاسی و مصلحتی مالی جلوگیری کرده تا نخست، زمینه اعمال سیاست‌های مالی ضد سیکلی فراهم شود و دوم، زمینه مناسب برای پایداری مالی دولت امکان‌پذیر شود.

بر اساس آنچه صندوق بین‌المللی پول در سال ۲۰۰۹ تعریف کرده است: قواعد مالی به ۴ گروه قاعده تراز بودجه، قاعده بدهی، قاعده درآمد و قاعده مخارج تقسیم می‌شوند. تا پایان سال ۲۰۱۴ تعداد کشورهایی که از قاعده مالی استفاده می‌کردند به ۸۹ کشور رسید که در این میان، تعداد ۶۸ کشور از قاعده بدهی استفاده می‌کنند. به‌علاوه در برخی کشورها، سقف بدهی به‌عنوان ابزار مناسبی برای محدودیت سیاست مالی و ارتقای بدهی پایدار که می‌تواند

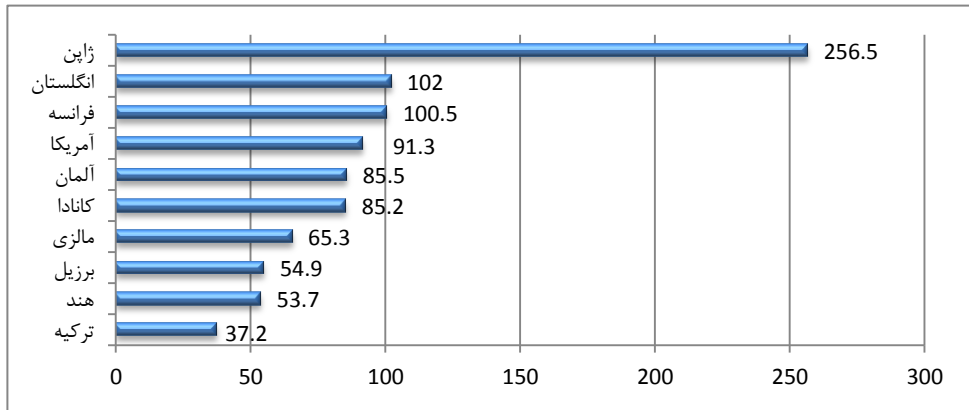
---

1. Fiscal Responsibility Law

2. Fiscal Rule

مهم‌ترین رکن در ایجاد پایداری مالی دولت باشد، مورد استفاده قرار می‌گیرد.<sup>۱</sup> ملزم‌نمودن دولت‌ها به رعایت سقف بدهی مستلزم وجود ضمانت اجرای سقف بدهی تعیین‌شده و تعیین احکام و مقررات در صورت نقض سقف یادشده است. سقف بدهی در کشورهای مختلف براساس معیارهایی همچون درجه ثبات و آرامش سیاسی، میزان ثبات بازار مالی از جمله شبکه بانکی، میزان اعتبار دولت در بازارهای بین‌المللی و امکان تأمین مالی در بازارهای بین‌المللی و ظرفیت پرداخت‌های آتی تعیین می‌شود. نمودار ۳ نسبت بدهی بخش دولتی به تولید ناخالص داخلی را برای ده کشور منتخب نشان می‌دهد. همان‌طور که ملاحظه می‌شود، کشور ژاپن از بالاترین نسبت بدهی به تولید ناخالص داخلی برخوردار است که عمدتاً به دلیل ثبات و آرامش سیاسی و اعتبار بالای دولت در بازار داخلی و بین‌المللی است.

نمودار ۳. مقایسه نسبت بدهی بخش دولتی به تولید ناخالص داخلی در ده کشور منتخب (درصد)



مأخذ: [www.economist.com](http://www.economist.com)

در حال حاضر، قواعد پایداری مالی در قواعد بودجه‌ریزی کشور وارد نشده و لازم است دولت انواع تعهدات مانند طرح‌های عمرانی جدید، تعهدات تأمین اجتماعی، انواع تضامین، قراردادهای بلندمدت، بازنشستگی پیش از موعد، پرداخت حق بیمه و موارد دیگر را در قالب

۱- تعیین قاعده سقف بدهی دولت در ایران. وزارت امور اقتصادی و دارایی. (۱۳۹۵).

تعیین چارچوب مالی بلندمدت پذیرش کند. افزون بر این، تعیین سقف بدهی دولت نسبت به GDP و ایجاد چارچوب قانونی به منظور رعایت سقف‌های تعیین شده برای جذب شوک‌های وارده به اقتصاد، از اقدامات تکمیلی است که باید برای پای‌بندی به قواعد پایداری مالی در دستور کار قرار گیرد. در این خصوص، لازم به ذکر است، در قالب قانون برنامه ششم توسعه کشور، سقف بدهی‌های دولت نسبت به تولید ناخالص داخلی برابر ۴۰ درصد تعیین شده است.

۳. **تجدید ساختار و نقدپذیر کردن بدهی‌ها:** گام نهایی که نقدپذیر کردن بدهی‌های دولت است، از طریق اوراق بهادارسازی،<sup>۱</sup> ایجاد بازار ثانویه پرمعمق و پیشگیری از نکول اوراق و تعهدات جاری عملی می‌شود. اوراق بهادارسازی بدهی‌های دولت در صورتی که با رعایت الزامات منطقی اجرایی شود، می‌تواند اعتبار دولت از دید آحاد اقتصادی را افزایش دهد، ابزار مناسبی برای اعمال سیاست پولی و استمرار کاهش تورم در اختیار بانک مرکزی بگذارد و منبع مالی جدیدی برای استقراض‌های آتی دولت فراهم آورد. در راستای اجرای موفق این فرایند، راهکارهای زیر پیشنهاد می‌شود:<sup>۲</sup>

**الف) بازار پول فعال و هماهنگی بین دولت و بانک مرکزی در انتشار اوراق:** بازار پول فعال می‌تواند به عمق بیشتر اوراق دولتی کمک کند. بازار پول می‌تواند با افزایش نقدشوندگی اوراق، از بازار اوراق بدهی دولتی حمایت کند. هنگامی که سازوکار عملیات بازار باز در بازار پول به خوبی شکل گرفته باشد و بازار اوراق دولتی نیز آماده بهره‌برداری باشد، هماهنگی بانک مرکزی با دولت برای عملیات سیاست پولی برای ایجاد بازار سالم اوراق ضروری است.

۱. تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها (Securitization)، فرایندی است که در آن واسطه‌های مالی مانند بانک‌های تجاری اوراق بهادار قابل خرید و فروش را به‌طور مستقیم به سرمایه‌گذاران می‌فروشند. در این فرایند، دارایی‌های مؤسسه مالک دارایی یا بانکی از ترازنامه آن مؤسسه جدا می‌شود. در مقابل، تأمین وجوه توسط سرمایه‌گذارانی انجام می‌شود که یک ابزار مالی قابل مبادله را می‌خرند و این ابزار نمایانگر بدهکاری یادشده است، بدون اینکه به وام‌دهنده اولیه مراجعه‌ای صورت پذیرد (نجفی، ۱۳۸۵).

۲. بیات و همکاران. (۱۳۹۵).

گاهی دولت ممکن است به دلیل نیاز به منابع مالی قصد انتشار اوراق بدهی را داشته باشد، در حالی که به دلایلی، بازار این اوراق از نقدشوندگی بالایی برخوردار نباشد. در چنین شرایطی بانک مرکزی می‌تواند در صورت صلاحدید با مداخله در بازار اوراق بدهی دولتی نقدشوندگی بازار را بالا ببرد تا دولت در انتشار اوراق بدهی جدید موفق شود. در صورت تصمیم به مداخله در بازار باید میزان این مداخله مشخص باشد. به این ترتیب باید هماهنگی‌های لازم بین دولت و بانک مرکزی در خصوص انتشار اوراق بدهی از سوی دولت وجود داشته باشد تا بانک مرکزی بتواند با بررسی شرایط بازار و در نظر گرفتن اهداف خود واکنش مناسب نشان دهد. افزون بر این، دولت ممکن است قادر باشد زمان‌بندی و میزان انتشار اوراق را به گونه‌ای تنظیم کند که انطباق بیشتری با شرایط بازار پول داشته باشد. برای این منظور لازم است دولت پیش‌بینی‌های دقیقی با تواتر بالا از درآمدها و مخارج خود داشته باشد تا بتواند میزان انتشار اوراق بدهی را در آینده برآورد کرده و بانک مرکزی را نیز از آمار و ارقام آن مطلع نماید.

**ب) ساختار دولتی کارآمد و معتبر در مدیریت بدهی:** مدیریت بدهی توسط دولت کارآمد نیازمند وجود اهداف شفاف در مدیریت بدهی، هماهنگی بین سیاست‌های پولی و مالی، چارچوب مدیریت ریسک محتاطانه، چارچوب نهادی کارا و ظرفیت عملکردی قوی است. همچنین، دسترسی به ابزارهای تحلیل اطلاعاتی مناسب برای کارایی عملیات مدیریت بدهی و فرایند توسعه استراتژی‌های مدیریت بدهی ضروری خواهد بود. به علاوه، باید توجه داشت افزایش اعتبار مدیریت بدهی از طریق معرفی چارچوب قانونی شفاف در عملکرد مدیریت بدهی، تمهیدات سازمانی قوی و افشای اطلاعات برای عموم عناصر کلیدی در ساختار دولتی کارآمد برای مدیریت بدهی محسوب می‌شوند.

**ج) ایجاد تنوع در سرمایه‌گذاران اوراق بدهی دولتی:** تنوع در خریداران اوراق بدهی دولتی (اوراق با بازدهی ثابت) تضمینی برای نقدشوندگی و ثبات تقاضای اوراق بدهی است.

بخش مهمی از خریداران اوراق در کشورهای مختلف شرکت‌های بیمه و صندوق‌های بازنشستگی هستند. اصلی‌ترین ویژگی اوراق بدهی برای این سرمایه‌گذاران عاری بودن این اوراق از ریسک نکول است که باعث می‌شود این نوع سرمایه‌گذاری جریان وجوه نقد و مطمئنی را در زمان‌های مشخص برای شرکت‌های بیمه و صندوق‌های بازنشستگی فراهم نمایند تا بتوانند به تعهدات خود در زمان‌های از پیش تعیین شده عمل کنند.

بانک‌های تجاری نیز به‌عنوان سرمایه‌گذاران اوراق دولتی شناخته می‌شوند. در کشورهای در حال توسعه نیز بانک‌ها متقاضیان بزرگی برای اوراق دولتی به‌شمار می‌روند. بانک‌ها در این کشورها اوراق دولتی را به دلیل ریسک بسیار پایین و درآمد بهره‌ای پایدار خریداری می‌کنند تا سبد سرمایه‌گذاری بانک مجموعه متنوعی از دارایی‌های ریسکی و بدون ریسک شود. افزون بر این، بانک‌های تجاری می‌توانند برای شرکت در بازار بین بانکی و دریافت وجوه نقد از شبکه بانکی و یا بانک مرکزی با وثیقه قراردادن اوراق بدهی دولتی، نرخ سود پایین‌تری را پرداخت نمایند. همچنین، خرید و فروش اوراق بدهی دولتی به بانک کمک می‌کند تا نسبت به مسیر آتی نرخ سود چشم‌انداز روشن‌تری داشته باشند.

صندوق‌های سرمایه‌گذاری نظیر صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک نیز می‌توانند نقش مهمی در توسعه بازار اوراق دولتی به‌ویژه در بازار اوراق کوتاه‌مدت داشته باشند. این صندوق‌ها کمک می‌کنند تا دولت با هزینه کمتری به سرمایه‌گذاران خرد دسترسی پیدا کند. اهمیت حضور سرمایه‌گذاران خرد در بازار اوراق دولتی این است که این افراد بخش تقاضای پایدار بازار را شکل می‌دهند و می‌توانند در زمان‌های نوسان اقتصادی، اثر فروش اوراق توسط سرمایه‌گذاران خارجی و نهادهای دیگر را تا حدی زیادی کاهش دهند.

اهمیت سرمایه‌گذاران خارجی در بازار سرمایه ملی، از جمله بازار اوراق دولتی، هم در کشورهای توسعه‌یافته و هم در کشورهای در حال توسعه از اهمیت بالایی برخوردار است. به دلیل اینکه سرمایه‌گذاران خارجی نسبت به ریسک حساسیت بیشتری داشته و مدیریت سبد



دارایی خود را به شکل فعال‌تری دنبال می‌کنند، بنابراین، وجود شرایط اقتصاد کلان پایدار می‌تواند به مشارکت در حال رشد و پایدار سرمایه‌گذاران خارجی در بازار اوراق داخلی کمک کند.

### ۳-۵. فرصت‌ها و تهدیدها از نگاه ملاحظات بانک مرکزی (آثار پولی و فشار بر منابع بانک‌ها)

بازار بدهی ابزاری تجربه‌شده در بسیاری از کشورها بوده که توانسته علاوه بر رونق اقتصادی، زمینه‌ساز استقلال بیشتر سیاست‌گذار پولی شود. راه‌اندازی و پیاده‌سازی صحیح این بازار علاوه بر آنکه می‌تواند زمینه‌ساز رونق اقتصادی و خروج غیرتورمی از رکود شود، زمینه‌ساز اصلاح ساختار در حوزه سیاست‌گذاری اقتصادی نیز باشد. در حال حاضر در ایران به بانک مرکزی به‌عنوان سیاست‌گذار پولی و در برخی دوره‌ها توأمان به‌عنوان تأمین‌کننده مالی دولت نگرسته شده و این امر یکی از دلایل مزمن شدن تورم در اقتصاد ایران بوده است. با ایجاد بازار بدهی، سیاست‌گذار پولی می‌تواند به مأموریت‌های اصلی خود بپردازد و تأمین مالی، همانند اقتصادهای پیشرفته دنیا، از مسیر بازار سرمایه انجام شود. به‌طور کلی، توسعه بازار بدهی علاوه بر کمک به ایجاد تنوع در روش‌های تأمین مالی تولید کشور، دستاوردهای زیادی در جهت کمک به شبکه بانکی و سیاست‌گذار پولی خواهد داشت که می‌توان در موارد زیر برشمرد:<sup>۱</sup>

✓ راه‌اندازی این بازار از قفل شدن منابع بانکی جلوگیری می‌کند. عدم نقدشوندگی بدهی‌های دولت به پیمانکاران، با وجود نسبت پایین این بدهی‌ها به تولید ناخالص داخلی، یکی از چالش‌های اصلی فضای کسب و کار است. بخش دولتی به جای انباشت بدهی‌های خود می‌تواند طبق یک برنامه مشخص با انتشار اوراق بدهی با سررسیدهای متفاوت، منابع لازم برای کاهش بدهی‌های خود به پیمانکاران را تأمین کند.

- ✓ وجود یک بازار متشکل برای اوراق بدهی زمینه‌ساز ایجاد نهادی می‌شود که در آن نرخ بهره براساس عرضه و تقاضا تعیین شود. به این ترتیب، ایجاد و توسعه این بازار به سیاستگذار پولی در تعیین غیردستوری و بخشنامه‌ای نرخ بهره کمک خواهد کرد.
- ✓ وجود یک بازار فعال برای اوراق بدهی شرکتی می‌تواند به‌عنوان پشتیبانی برای سیستم بانکی و بازار سهام عمل کند. در صورت وقوع شوک‌های مختلف در این بازارها (به دلایلی مانند تغییرات نرخ سود)، نقدینگی جامعه بین بازارهای بدهی و سهام جریان خواهد یافت و به این ترتیب از حرکت نقدینگی‌های سرگردان بین بازارهایی مانند ارز، مسکن و طلا جلوگیری خواهد شد.
- ✓ با توسعه بازار بدهی و متنوع‌شدن ابزارهای بدهی قابل‌مبادله، وظیفه تأمین مالی تولید در میان نهادهای متولی آن تقسیم خواهد شد. به این ترتیب توانایی بانک‌ها در انجام وظیفه اصلی خود که تأمین مالی کوتاه‌مدت شرکت‌های تولیدی است، افزایش خواهد یافت. در این چارچوب، شرکت‌های کوچک و متوسط از سوی بانک‌ها تأمین مالی شده و تأمین مالی شرکت‌های بزرگ و نیز دولت از طریق بازار بدهی صورت خواهد گرفت و گذار از اقتصاد بانک‌محور به اقتصاد بازارمحور محقق خواهد شد.
- ✓ تجربه بحران اخیر اقتصادی جهان نشان داد زمانی که بانک‌های مرکزی مصمم به تزریق پول به اقتصاد باشند، می‌توانند این سیاست را از طریق خرید اوراق در بازار بدهی اعمال کنند. اجرای سیاست تسهیل مقداری<sup>۱</sup> در آمریکا، که موجب رونق اقتصادی بدون افزایش قابل توجه نرخ تورم شد، از همین طریق صورت گرفت. با این سیاست، در حالی که نسبت نقدینگی به تولید ناخالص داخلی در اقتصاد آمریکا به‌واسطه اجرای سیاست تسهیل مقداری از حدود ۶۸ درصد به ۸۸ درصد رسید، نرخ تورم افزایشی را تجربه نکرد. بازار استقراضی به دلیل آنکه کانال ارتباطی‌واسطه بانک مرکزی آمریکا با شرکت‌ها بود،

به‌عنوان ضربه‌گیر تورم عمل کرد. توسعه چنین بازاری در ایران نیز می‌تواند به چرخه رشد اقتصادی همراه با سیاست‌های انبساطی تورم‌زا پایان دهد.

✓ توسعه بازار بدهی از بار مسئولیت بانک مرکزی در تأمین مالی تولید خواهد کاست. در این حالت، بانک مرکزی می‌تواند مانند بانک‌های مرکزی دیگر دنیا به مسئولیت اصلی خود که کنترل تورم است، بپردازد و بخش قابل توجهی از تأمین مالی تولید از طریق بازار اوراق استقراری صورت گیرد.

البته این نکته را نیز باید تذکر داد که موفقیت این بازار در گرو طراحی و پیاده‌سازی درست آن است؛ مدیریت نامناسب این طرح می‌تواند تکرار این تجربه موفق جهانی را ناکام سازد. از جمله مهم‌ترین تهدیدات مطرح‌شده در صورت اجرای ناموفق این طرح را می‌توان در موارد زیر برشمرد:

۱. فشار بر منابع سیستم بانکی: در حال حاضر، سود اغلب اوراق مشارکتی که در کشور منتشر می‌شود، توسط بانک‌ها و مؤسسات مالی معتبر و یا دولت تضمین می‌شود. با توجه به ظرفیت مشخص و محدود بانک‌های تجاری برای پرداخت تسهیلات به بخش خصوصی و متقاضیان عام، تخصیص این وام‌ها به اوراق مشارکتی که بیشتر توسط نهادهای دولتی و وابسته به دولت انتشار یافته است، علاوه بر اینکه در ابتدا موجب خروج این منابع از دسترس بخش خصوصی می‌شود، این موضوع در مرحله بعدی، در صورت عدم کارکرد صحیح اوراق می‌تواند موجب افزایش بدهی دولت و فشار به سیستم بانکی شود.

۲. افزایش بدهی دولت به شبکه بانکی و افزایش مطالبات غیرجاری بانک‌ها: بانک‌ها در طول سال‌ها با انبوهی از اوراق مشارکت سررسید شده، مواجه بوده‌اند که ناشران آن اوراق توان پرداخت اصل مبلغ معادل آنها را نداشته‌اند، در واقع، بانک‌ها به نیابت از ناشران، اصل و فرع مبلغ اوراق را به خریداران پرداخت کرده و مبالغ پرداختی به سرفصل مطالبات بانک‌ها از دستگاه‌های ناشر اضافه شده است. یکی از علل افزایش مطالبات معوق شبکه بانکی همین اوراق سررسید شده است. اوراق مشارکت اگر از سمت مردم خریداری شود، به معنای جذب نقدینگی از مردم است و اثر ضدتورمی دارد، اما اگر اوراق سررسید شده در ترازنامه بانک‌ها

رسوب کند، به معنای بلوکه شدن نقدینگی و خارج شدن از گردش مبادلات است، در نتیجه، بانک‌ها منابع کمتری برای ارائه تسهیلات خواهند داشت.<sup>۱</sup>

۳. چسبندگی نرخ سود بانکی و احتمال ایجاد بحران: در شرایطی که نرخ سود در بانک‌ها نسبت به تورم بالاست و در بخش حقیقی چنین بازدهی‌هایی وجود ندارد؛ در نتیجه، اگر اوراق مشارکت و یا اوراق مشابه بخواهد در بخش حقیقی اقتصاد سرمایه‌گذاری شود، باید نرخ سود این اوراق کمتر از بخش حقیقی اقتصاد و نرخ بهره‌وری سرمایه باشد که در این حالت به علت سودهای بالاتر بانکی نسبت به نرخ بهره‌وری اقتصاد، فروش این اوراق به‌طور جدی دارای تردید خواهد بود. در حالت دوم، اگر نرخ سود این اوراق بالاتر از نرخ واقعی بهره‌وری اقتصاد باشد، بازپرداخت اصل و سود تضمینی این اوراق به‌طور قطع دچار مشکل بوده و به اجبار باید این اوراق در بخش بازارهای مالی حباب‌گونه خرید و فروش شود و این مسأله در شرایط فعلی - یعنی حرکت به سمت بحران بانکی و مالی - می‌تواند به تهدیدی عمیق برای ثبات مالی در اقتصاد کشور تبدیل شود.<sup>۲</sup>

### ۶. نتیجه‌گیری و ارائه توصیه سیاستی

همان‌طور که در این مقاله بررسی شد، نوآوری‌های مالی در بازار پول و سرمایه شامل صکوک، اوراق بهادارسازی و مشتقات اعتباری این قابلیت را دارند که با تحول در ساختار نظام بانکی، توانمندی و ظرفیت بانک‌ها را در انتقال بهینه وجوه (تجهیز و تخصیص منابع) و مدیریت ریسک افزایش دهند. تجربه کشورهای دیگر در بهره‌گیری از نوآوری‌های مالی نشان می‌دهد، در صورتی این ابزارها کارایی خود را خواهند داشت که الزامات آنها به خوبی در نظر گرفته شود. چنانچه ابزارهای مالی در کشور توسعه یابد، ولی نهادهای نظارتی که وظیفه دفاع از حقوق مالکیت صاحبان این ابزارهای مالی را دارند، عملکرد مناسبی نداشته باشند و ابزارهای مدیریت ریسک در اختیار بازیگران بازار به‌ویژه بانک‌ها قرار نگیرد، این ابزارها می‌توانند به تهدید تبدیل شده و اقتصاد را دچار بحران نمایند.

۱. عباسی و ولی‌پور. (۱۳۹۵).

۲. مرکز پژوهش‌های مجلس. (۱۳۹۴).

در راستای توسعه نوآوری‌های مالی در بازار بدهی برای تأمین مالی بخش دولتی - که به دلیل برعهده گرفتن تعهداتی ورای توانایی مالی خود دچار کسری بودجه می‌شود و به دلیل نبود بازاری متشکل برای تأمین کسری‌های ناشی از این تعهدات، این کسری یا از منابع ناشی از فروش نفت و فرآورده‌های آن تأمین شده یا از طریق شبکه بانکی که نتیجه آن قفل شدن منابع بانکی (عمدتاً به دلیل انجام نشدن تعهدات دولت) و افزایش رشد پایه پولی (به واسطه افزایش استقراض دولت و بانک‌ها از بانک مرکزی) بوده است - و بخش حقیقی اقتصاد، رعایت الزامات زیر را می‌توان پیشنهاد کرد:

- ساختار دولتی معتبر و کارآمد در انتشار اوراق بدهی،
- تعیین قواعد مالی و پای‌بندی به اعمال آن،
- طراحی چارچوب‌های قانونی مدیریت بدهی‌های دولت،
- ایجاد نهاد بازارگردان برای تسهیل نظارت بر نرخ‌گذاری در بازار اولیه و ثانویه،
- ایجاد تنوع در سرمایه‌گذاران اوراق بدهی دولتی و شرکتی مانند صندوق‌های سرمایه‌گذاری، بانک‌های تجاری و امکان ورود سرمایه‌گذاران خارجی،
- ایجاد هماهنگی بین دولت و بانک مرکزی در انتشار اوراق بدهی از طریق ارائه جدول زمان‌بندی،
- استقرار مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری برای ارائه اطلاعات موثق برای قیمت‌گذاری صحیح ابزارهای مالی،
- استقرار مرجع نظارت بر رعایت تعهدات ضمن عقد اوراق بدهی توسط منتشرکنندگان برای حفظ حقوق صاحبان اوراق.

## منابع

- بیات، سعید؛ میثمی، حسن و کرمی، هومن. (۱۳۹۵). آسیب‌شناسی بازار اوراق بدهی دولتی و ارائه راهکارهای تعمیق آن در ایران. بیست و ششمین همایش سالانه سیاست‌های پولی و ارزی.
- بودجه‌ریزی عملیاتی و اهمیت آن در اقتصاد. (آبان ۱۳۹۲). سازمان امور اقتصادی و دارایی، گروه پژوهش و مطالعات اقتصادی.
- ترنر، فیلیپ. (۱۳۸۷). بازارهای اوراق بهادار در کشورهای با اقتصاد نوظهور؛ مروری بر مسائل سیاست‌گذاری. ترجمه الناز تجویدی. روزنامه دنیای اقتصاد.
- خوانساری، رسول؛ میثمی، حسین و محرابی، لیلا. (۱۳۹۲). صکوک کوتاه‌مدت و کاربردهای آن در بانکداری اسلامی. پژوهشکده پولی و بانکی، بانک مرکزی.
- خوانساری، رسول. (۱۳۹۳). آسیب‌شناسی بازار بین‌بانکی ریالی در ایران با تأکید بر ابعاد فقهی. پژوهشکده پولی و بانکی، بانک مرکزی
- راس، پیتر و حاجینز، سیلویا. (۱۳۹۲). مدیریت بانک و خدمات مالی. ترجمه پرویز ساسان‌گهر و ابوالفضل صمدی. مؤسسه عالی آموزش بانکداری ایران.
- روزنامه دنیای اقتصاد. (۱۳۹۴). الگوی شرقی کاهش نرخ بهره. شماره ۳۶۵۸.
- عابدی، اکرم. (۱۳۹۴). مروری بر بازار بدهی در ایران و جهان. اتاق بازرگانی، صنایع، معادن و کشاورزی تهران.
- عباسی، معصومه و ولی‌پور، علی. (۱۳۹۵). نقش اوراق مشارکت در اقتصاد. سازمان زمین و مسکن.
- غنی‌نژاد، موسی و همکاران. روزنامه دنیای اقتصاد. (۱۳۹۴). نسخه شش اقتصاددان برای رکودزدایی غیر تورمی. شماره ۳۵۰۱.
- فقهی‌کاشانی، محمد و همکاران. (۱۳۹۲). توسعه نهادهای مالی در ایران، با تأکید بر دستورالعمل‌های مورد نیاز در تشکیل و فعالیت نهادهای مالی جدید. پژوهشکده پولی و بانکی، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.
- قضاوی، حسین و بازمحمدی، حسین. (زمستان ۱۳۸۹). عملیات بازار باز در چارچوب بانکداری بدون ربا مطالعه موردی اسناد خزانه اسلامی. پژوهشکده پولی و بانکی بانک مرکزی.

- گزارش سازمان بورس و اوراق بهادار. (۱۳۹۵). بازار بدهی در بورس اوراق بهادار.
- میشکین، فردریک. (۱۳۸۸). اقتصاد پول، بانکداری و بازارهای مالی. ترجمه حسین قضاوی. مؤسسه عالی آموزش بانکداری ایران.
- مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی. (۱۳۹۴). دفتر مطالعات اقتصادی. تحلیل انتشار اوراق بهادار توسط دولت. شماره مسلسل ۱۴۷۷۲.
- نجفی، مهدی. (۱۳۸۵). بررسی فرآیند تأمین مالی از طریق انتشار اوراق صکوک. مجله بورس، شماره ۴۳: ۵۳-۳۶.
- نظریور، محمدنقی و حقیقی، میثم. (۱۳۹۲). نقش بانک مرکزی در اعمال سیاست پولی به وسیله بازار بین بانکی. فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، شماره ۴۹.
- وزارت امور اقتصادی و دارایی. (۱۳۹۵). دفتر تحقیقات و سیاست‌های مالی. تعیین قاعده (سقف) بدهی دولت در ایران. کد تایپ ۹۵۲۵۱۲۱۵۶.
- BIS Statistical Bulletin. (December 2015).
- Bank for International Settlement. (2015). What Do New Form of Finance Mean for EM Central Banks? Monetary and Economic Department. November.
- Julio Escolando, Christina Kolerus and Constant Lonkeng. (2014). Global Monetary Tightening: Emerging Markets Debt Dynamics and Fiscal Crises. IMF Working Paper. December.
- Magnus Saxegaard. (2014). Safe Debt and Uncertainty in Emerging Markets: An Application to South Africa. IMF Working Paper. December.
- Oliver Wyman. (2015). Accelerating Emerging Capital Markets Development. World Economic Forum. April.
- Peter Rose and Sylvia Hudgins. (2009). Bank Management and Financial Services. Eighth Edition. ISBN-10: 0072861630
- Rohini Tendulkar, Gigi Hancock. (2014). Corporate Bond markets: An Global Perspective. Working paper of the IOSCO Research Department. April.
- Rohini Tendulkar. (2015). Corporate Bond Markets: An Emerging Markets Perspective. Working Paper of the IOSCO Research Department. September.
- S. M. Ali Abbas and Jakob E. Christensen. (2007). The Role of Domestic Debt Markets in Economic Growth: An Empirical Investigation for Low-income Countries and Emerging Markets. IMF Working Paper. June.

