



بانک کارآفرین
KARAFARIN BANK

اوراق تامین مالی دولت: معرفی و عملکرد

آبان ۱۴۰۰



مدیریت ریسک و مطالعات اقتصادی

اداره تحلیل بازارهای مالی و بخش های اقتصادی



فهرست مطالب

۱	مقدمه.....
۲	۱- منابع تأمین مالی کسری بودجه.....
۳	۱-۱ انتشار پول.....
۴	۲-۱ انتشار اوراق.....
۴	۳-۱ استقراض از خارج.....
۵	۴-۱ فروش دارایی‌ها.....
۵	۵-۱ مولدسازی دارایی‌ها.....
۵	۶-۱ اصلاح نظام مالیاتی.....
۶	۷-۱ اصلاح ساختار هزینه‌های دولت.....
۶	۸-۱ جذب مشارکت بخش خصوصی.....
۶	۹-۱ استقراض از نهادهای حاکمیتی.....
۷	۲- بررسی تأمین مالی کسری بودجه در ایران.....
۹	۳- انواع اوراق تأمین مالی دولت.....
۹	۳-۱ اقسام اوراق.....
۱۰	۳-۲ انواع اوراق بر اساس نوع عقود.....
۱۱	۳-۲-۱ اوراق بیع دین (اسناد خزانه اسلامی).....
۱۳	۳-۲-۲ اوراق مضاربه.....
۱۳	۳-۲-۳ اوراق وکالت.....
۱۴	۳-۲-۴ اوراق اجاره.....
۱۷	۵-۲-۳ اوراق منفعت.....



- ۳-۲-۶- اوراق استصناع..... ۱۸
- ۳-۲-۷- اوراق مرابحه..... ۲۰
- ۳-۲-۸- اوراق سلف..... ۲۱
- ۹-۲-۳- اوراق مشارکت..... ۲۱
- ۱۰-۲-۳- اوراق جعاله..... ۲۳
- ۱۱-۲-۳- مقایسه اوراق..... ۲۳
- ۴- نقش اوراق قابل انتشار در تأمین مالی دولت..... ۲۴
- ۵- فرآیند انتشار و پذیره نویسی..... ۲۶
- ۵-۱- مراحل انتشار اوراق..... ۲۷
- ۶- نحوه معامله اوراق..... ۳۴
- ۷- عملکرد بازار بدهی..... ۳۴
- ۸- کاربرد اوراق دولت..... ۴۱
- ۸-۱- تأمین مالی و مدیریت نقدینگی..... ۴۱
- ۸-۲- تسهیل سیاستگذاری پولی و عملیات ریپو..... ۴۱
- ۸-۳- صندوق‌ها سرمایه‌گذاری..... ۴۴
- ۸-۴- مدیریت سرمایه..... ۴۶
- ۸-۵- کشف نرخ سود بدون ریسک مورد انتظار بازار..... ۴۶
- ۸-۶- فراهم آوردن بستر لازم برای توسعه ابزارهای مالی بازار..... ۴۷
- ۹- جمع‌بندی..... ۴۷
- ۱۰- منابع و مآخذ..... ۴۹



فهرست جداول

جدول ۱: مقایسه انواع اوراق مالی اسلامی.....	۲۴
جدول ۲: میزان پوشش دهی اوراق بهادار اسلامی جهت تأمین کسری بودجه.....	۲۵
جدول ۳: شاخص صکوک.....	۳۵
جدول ۴: ارزش کل تأمین مالی صورت گرفته از طریق انتشار انواع اوراق بدهی به تفکیک ماهیت ناشر.....	۳۷
جدول ۵: مانده اوراق بدهی تا انتهای تابستان ۱۴۰۰.....	۳۸
جدول ۶: عملکرد بازار بین بانکی به تفکیک ماه در سالهای ۱۳۹۸ و ۱۳۹۹.....	۴۴

فهرست نمودارها

نمودار ۱: کسری بودجه (عملیاتی) بر حسب هزار میلیارد تومان.....	۸
نمودار ۲: ترکیب منابع تأمین مالی کسری بودجه.....	۹
نمودار ۳: روند یکساله شاخص صکوک فرابورس.....	۳۵
نمودار ۴: سهم بازارها از کل بازار مالی منتشر شده در شهریور ۱۴۰۰ (ارزش معاملات).....	۳۶
نمودار ۵: روند یکساله تعداد مانده اوراق بدهی منتشره به تفکیک ماهیت ناشر.....	۳۹
نمودار ۶: نمای کلی بازار بین بانکی در سال ۱۴۰۰.....	۴۲
نمودار ۷: روند یکساله ارزش معاملات اشخاص حقیقی و حقوقی در اوراق بدهی.....	۴۵
نمودار ۸: روند یکساله حجم معاملات اوراق بدهی به تفکیک نوع معاملات.....	۴۶
نمودار ۹: میانگین نرخ سود اوراق منتشر شده.....	۴۷

فهرست شکل ها

شکل ۱: اقسام اوراق مالی اسلامی.....	۱۰
شکل ۲: انواع اوراق مالی اسلامی بر اساس نوع عقد.....	۱۱
شکل ۳: انواع اوراق اجاره.....	۱۵



مقدمه

کسری بودجه یکی از مهم‌ترین چالش‌هایی است که اقتصاد ایران با آن مواجه است. برای دهه‌های اخیر پولی شدن کسری بودجه، فروش نفت و استفاده از درآمدهای آن رویه غالب در بودجه‌بندی و رفتار دولت‌های ایران بوده است. به همین خاطر روش‌های تأمین منابع بودجه و به دنبال آن کسری بودجه همواره از مهم‌ترین متغیرهایی است که بر وضعیت اقتصاد ایران را اثرگذار است.

بودجه‌ی دولت بر اساس ماهیت هزینه‌ها و درآمدها در قالب سه تراز عملیاتی، تراز واگذاری دارایی‌های سرمایه‌ای و تراز واگذاری دارایی‌های مالی تنظیم می‌شود. تراز عملیاتی بیان‌کننده‌ی این امر است که هزینه‌های عملیاتی (جاری) دولت باید از محل درآمدهای جاری (عمدتاً مالیات)، هزینه‌های تملک دارایی‌های سرمایه‌ای (هزینه‌های عمرانی) از محل درآمد حاصل از واگذاری دارایی‌های سرمایه‌ای (در ایران عمدتاً درآمدهای نفتی) و هزینه‌های تملک دارایی‌های مالی از محل وجوه حاصل از واگذاری دارایی‌های مالی تأمین شوند (سلمانی، ۱۳۹۷).

دولت‌ها با توجه به مشکلات و چالش‌های مالی خود و مصالح کوتاه‌مدت الزاماً ترازهای سه‌گانه را رعایت نمی‌کنند بودجه‌نویسی بر مبنای ماهیت هزینه‌ها و درآمدها منجر می‌شود از نظر حسابداری بودجه همواره تراز باشد اما این الزاماً به این مفهوم نیست که هزینه‌ها و درآمدها به تفکیک در هر سه حوزه عملیاتی، تملک دارایی‌های سرمایه‌ای و مالی نیز تراز هستند. دولت‌ها ممکن است بنا به مصالح اقتصادی یا به دلیل چالش‌های ساختار با کسری عملیاتی مواجه شوند و برای جبران این کسری لاجرم به مازاد در تراز درآمد حاصل از واگذاری دارایی‌های سرمایه‌ای یا مالی روی بیاورند.



انتشار اوراق بدهی توسط دولت مهم‌ترین روش واگذاری دارایی مالی برای جبران کسری بودجه است. در ایران برای اولین بار این اوراق در سال ۱۳۹۳ با حجم حدود سه هزار میلیارد تومان در قانون بودجه در نظر گرفته شد، اما این مهم در سال‌های اخیر با توجه به شرایط اقتصادی و محدودیت در سایر روش‌های تأمین مالی، بیشتر مورد توجه دولت‌ها قرار گرفته است. به‌طوری‌که برای سال ۱۴۰۰ تا پایان شهریورماه با هجده مرحله حراج در مجموع ۱۲۴ هزار و ۲۴۵ میلیارد تومان در این سال تأمین مالی کرده است.

برآوردهای کارشناسی نشان می‌دهد که نسبت بدهی به تولید ناخالص داخلی در ایران در سال ۱۳۹۸ (بر اساس آمارهای بانک مرکزی از تولید ناخالص داخلی) حدود ۴۸ درصد و در سال ۱۳۹۹ در حدود ۵۲ درصد است.^۱ به نظر می‌رسد برای سال ۱۴۰۰ با تخمین انتشار حدود ۷۰ هزار میلیارد اسناد خزانه و حدود ۲۰۰ هزار میلیارد سایر اوراق بدهی، این نسبت تا حدود ۶۰ درصد می‌تواند افزایش یابد.^۲

در این گزارش ابتدا به روش‌های تأمین مالی دولت اشاره شده و پس از آن به بررسی دقیق‌تر روش انتشار اوراق با توضیح اوراق مختلف و تفاوت‌های آنان پرداخته می‌شود. نحوه انتشار و معامله اوراق بحث دیگری است که مطرح می‌شود. پس از آن با بررسی داده‌های اوراق منتشرشده، نتایج و عملکرد این روش تأمین مالی در اقتصاد ایران بیان شده و در آخر نیز جمع‌بندی و پیشنهادها ارائه می‌شود.

۱- منابع تأمین مالی کسری بودجه

تأمین مالی کسری بودجه همواره از مهم‌ترین دغدغه‌های دولت‌ها در اقتصاد ایران بوده است. هر دولتی نیز با توجه به شرایط اقتصادی و منابع در دسترس، بدون توجه به اصلاح نظام بودجه‌ریزی، روشی را برای جبران کسری

^۱ گزارش به شماره مسلسل ۲۳۰۱۷۱۸۰ مرکز پژوهش‌های مجلس، مهر ۹۹. <https://rc.majlis.ir/fa/report/show/۱۶۱۹۳۷۰>

^۲ با استفاده از محاسبات گزارش سازمان برنامه و بودجه با عنوان "برآورد بدهی‌های دولت ایران به بخش‌های مختلف".



بودجه اتخاذ کرده است. به همین خاطر راهکارهایی که جهت تأمین مالی کسری بودجه توسط دولت‌های مختلف اتخاذ شده غالباً بدون توجه به نتایج و اثرات اقتصادی بلندمدت آن منجر به پولی شدن کسری بودجه و افزایش نقدینگی شده است. از مرسوم‌ترین این اقدامات می‌توان به ایجاد بدهی و استقراض از بانک مرکزی به صورت مستقیم و غیرمستقیم اشاره کرد.

روش تأمین مالی مبتنی بر بدهی به روش‌هایی گفته می‌شود که منابع لازم جهت تأمین منابع مالی به وسیله استقراض به دست می‌آید. در تمام روش‌های تأمین مالی مبتنی بر بدهی، اصل اعتبار دریافت شده در یک بازه زمانی به همراه بهره توافق شده بازپرداخت می‌شود. مزیت اصلی این روش حفظ مالکیت مالکان اصلی بنگاه و قدرت تصمیم‌گیری آن‌ها است. روش‌های مبتنی بر بدهی همواره با تعهد پرداخت بدهی و ریسک‌های مختلفی مواجه‌اند. سرمایه به دست آمده از محل بدهی، سرمایه صبور و شکیبایی نیست و مدت زمان بازپرداخت آن به ندرت از سه تا پنج سال فراتر می‌رود.

برخی از مهم‌ترین روش‌های تأمین مالی مبتنی بر بدهی که استفاده از آن‌ها در کشور ما متداول است عبارت‌اند از: صندوق توسعه ملی، تسهیلات بانکی، انتشار اوراق مختلف. در ادامه ابتدا به روش‌های مختلف برای تأمین مالی کسری بودجه اشاره می‌شود و پس از آن به بررسی تأمین مالی با استفاده از انتشار اوراق پرداخته می‌شود.

۱-۱- انتشار پول

یکی از روش‌های جبران کسری بودجه، انتشار پول است. در این روش، دولت‌ها به نوعی به صورت مستقیم و یا غیرمستقیم از بانک مرکزی استقراض می‌کنند و این استقراض، خالص بدهی دولت به بانک مرکزی را افزایش داده و با فرض اینکه بانک مرکزی توان عقیم‌سازی نداشته باشد این استقراض پایه پولی را افزایش داده و در نهایت می‌تواند منجر به افزایش نقدینگی در اقتصاد کشور شود. این روش، در مقایسه با تأمین مالی از طریق انتشار اوراق



برای دولت، بدون هزینه بهره‌ای است، اما مقابله با عوارض این روش از جمله نقدینگی افزایش یافته می‌تواند دردسرساز شود و در صورت عدم مدیریت شرایط هزینه‌هایی به مراتب بالاتر از هزینه‌های بهره‌ای انتشار اوراق خواهد داشت که افزایش تورم در آینده، از جمله مهم‌ترین تبعات آن به شمار می‌آید.

۱-۲- انتشار اوراق

در این روش، دولت‌ها برای جبران کسری بودجه، اقدام به ایجاد بدهی از طریق انتشار اوراق می‌کنند. این اوراق با توجه به شرایط اقتصادی و هزینه تأمین مالی در اقتصاد با نرخ‌های بهره متفاوتی را به فروش می‌رسند. در واقع در این روش، دولت علاوه بر اصل استقراضی که از طریق اوراق انجام داده است با هزینه بهره اوراق نیز مواجه می‌شود. این نحوه تأمین مالی به عنوان استقراض از آینده نیز شناخته می‌شود در واقع دولت‌ها به امید کسب درآمد در سال‌های آتی از اقتصاد استقراض می‌کنند تا در سال‌های آینده با بهبود عملکرد خود و دستیابی به درآمدهای بیشتر این استقراض‌های انجام شده را به همراه بهره‌شان پرداخت کنند.

دولت برای فروش اوراق خود مجبور به پیشنهاد نرخ‌های جذاب است و از طرفی با افزایش تقاضا برای وجود مازاد در اقتصاد منجر به افزایش قیمت پول و نرخ بهره در اقتصاد می‌شود. علاوه بر این موفقیت دولت‌ها در فروش اوراق، منوط به وجود خریدار اوراق در بازار است. اگر خریدار به اندازه کافی در اقتصاد وجود نداشته باشد، دولت‌ها مجبور به الزام بانک‌ها یا بانک مرکزی به خرید اوراق می‌شوند و این امر می‌تواند مجدداً زمینه پولی شدن کسری بودجه را فراهم کند.

۱-۳- استقراض از خارج

روش دیگر برای تأمین مالی کسری بودجه دولت‌ها، استقراض از نهادهای بین‌المللی است. در این روش، دولت‌ها از طریق فروش اوراق یا استقراض مستقیم و یا گرفتن وام، از منابع خارجی برای تأمین مالی کسری بودجه استفاده



می کنند. این روش، به افزایش بدهی خارجی کشور و کسری تراز پرداخت ها منجر می شود و حتی می تواند، در کوتاه مدت منجر به تقویت پول ملی نیز شود. اما در صورت عدم توانایی دولت در مدیریت و تسویه بدهی های خارجی می تواند مشکلات قابل توجهی از جمله ورشکستگی دولت را به دنبال داشته باشد. هم چنین با توجه به نرخ های به نسبت بالا و دخالت های نهاد های وام دهنده لزوماً راهکار مناسبی برای تأمین کسری بودجه دولت ها نیست.

۴-۱- فروش دارایی ها

در این روش، دولت ها دارایی های خود را برای غلبه بر کسری بودجه در بازار دارایی ها عرضه می کنند و به خریداران داخلی یا خارجی می فروشند. این روش، برخلاف روش های دیگر کم هزینه و تبعات آن برای اقتصاد کمتر است. اما باید توجه داشت که فروش دارایی به معنی کاهش توانایی دولت برای درآمدزایی در آینده خواهد بود. بر اساس تئوری نیز، اگر قیمت دارایی برابر با ارزش حال درآمدهای آتی آن باشد، در واقع این فروش دارایی نیز، به نوعی همان قرض گیری از آینده است.

۵-۱- مولدسازی دارایی ها

دولت ها مالک دارایی های منقول و غیر منقول زیادی بوده که یا از آن ها برای درآمدزایی استفاده نمی کنند و یا اینکه به صورت کارا مورد استفاده قرار نمی گیرد. برنامه ریزی برای مدیریت دارایی های دولت می تواند یکی از راهکارهای جبران کسری بودجه و اصلاح آن باشد.

۶-۱- اصلاح نظام مالیاتی

مالیات مهم ترین قلم درآمدی دولت بوده و اصلاح آن برای افزایش درآمدها ضرورت اجتناب ناپذیر است. تعریف پایه های مالیاتی مناسب، ایجاد سامانه جامع اطلاعاتی برای محاسبه دقیق مالیات، جلوگیری از فرارهای مالیاتی



تعریف مناسب ضرایب مالیاتی و اخذ مالیات بر مجموع درآمد همگی می تواند منجر به افزایش درآمدهای مالیاتی شده و نیاز دولت را به انتشار بدهی کاهش دهد.

درواقع اکثر روش های تأمین مالی علی الخصوص روش های مبتنی بر بدهی، ریشه در مالیات ستانی دارند چراکه در نهایت دولت ها باید به واسطه مالیات ستانی در آینده کسری های گذشته را جبران کنند. بنابراین هر چه قدر نظام مالیاتی کاراتر و کامل تر باشد می تواند نقش موثرتری را در کاهش کسری بودجه و انضباط مالی دولت ایفا کند.

۷-۱- اصلاح ساختار هزینه های دولت

برای جبران کسری بودجه، علاوه بر سمت درآمدها، باید به سمت هزینه ها هم توجه داشت. اجرای هدفمند آن، نه تنها دولت دارایی خود را برای آینده حفظ خواهد کرد، بلکه منابع مورد نیاز برای جبران کسری بودجه نیز تأمین شده و می تواند به عنوان منبع درآمد دائمی در آینده مورد استفاده قرار گیرد.

۸-۱- جذب مشارکت بخش خصوصی

این روش می تواند به صورت واگذاری کامل پروژه ها به بخش خصوصی و یا از طریق سازوکار مشارکت عمومی خصوصی (PPP) انجام شود. این مهم در برنامه های توسعه نیز مورد توجه قرار گرفته و دولت مکلف به در نظر گرفتن این نوع از تأمین مالی در بودجه شده است.

۹-۱- استقراض از نهادهای حاکمیتی

راه حل دیگر جبران موقت کسری بودجه، استقراض از سایر نهاد های حاکمیتی مثل صندوق توسعه ملی است که این نوع از تأمین مالی نیز مبتنی بر بدهی بوده و با توجه به لزوم بازپرداخت این بدهی ها در آینده همچنان به نوعی استقراض از آینده محسوب می شود. این نوع از استقراض با توجه به نوع آن، علاوه بر هزینه نرخ بهره می تواند هزینه های دیگری از جمله هزینه های ناشی از تسعیر ارز را نیز در بر بگیرد.

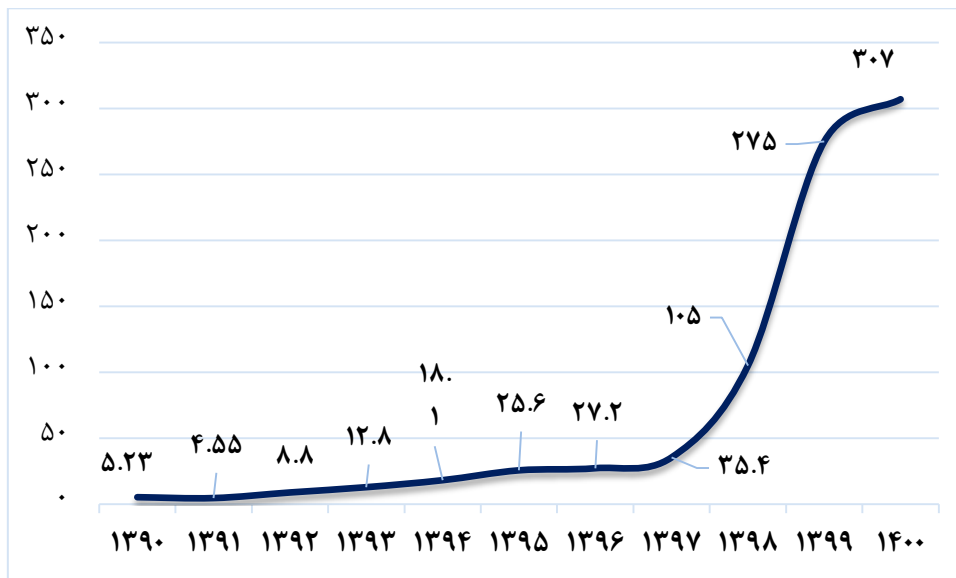


۲- بررسی تأمین مالی کسری بودجه در ایران

کسری بودجه کشور در سال ۱۳۹۹ رشد قابل توجهی داشته است به طوری که کسری بودجه که در سال ۱۳۹۸، برابر با ۱۰۵ هزار میلیارد تومان بوده است به رقم ۲۷۵ هزار میلیارد تومان در سال ۱۳۹۹ افزایش یافته است. این رقم برای سال ۱۴۰۰ بر اساس تخمین مرکز پژوهش‌های مجلس به حدود ۳۰۷ هزار میلیارد تومان خواهد رسید. (نمودار ۱). باید این نکته مهم را در نظر داشت که کسری بودجه لزوماً بد نیست، اما مسئله این است که کسری بودجه در زمان رکود اقتصادی تشدید و در زمان رونق اقتصادی باید تحدید و حتی تبدیل به مازاد شود. متأسفانه در اقتصاد ایران به دلیل اینکه کسری بودجه ساختاری و مزمن است، کسری بودجه مستقل از چرخه‌های تجاری تنظیم می‌شود. همین امر منجر می‌شود از کسری بودجه به عنوان یک سیگنال منفی برای فضای اقتصاد کلان ایران یاد شود.



نمودار ۱: کسری بودجه (عملیاتی) بر حسب هزار میلیارد تومان^۲



ماخذ: بانک مرکزی و مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی

در نمودار (۲) ملاحظه می‌شود که انتشار اوراق بهادار از سال ۱۳۹۴ متوسط ۴۸ درصد و در سال‌های بعد بیش از ۵۰ درصد کسری بودجه را پوشش داده است. به عبارت بهتر حداقل ۵۰ درصد از واگذاری‌های دارایی‌های مالی دولت در بازار بدهی متمرکز است. برای سال ۱۴۰۰ هم تا پایان شهریورماه، دولت بیش از ۱۲۰ هزار میلیارد تومان اوراق فروخته است که با توجه به ماه‌های پیش رو و تخمین کسری بودجه، احتمالاً این نسبت به بیش از ۶۰ درصد خواهد رسید.

^۲ رقم مربوط به کسری بودجه ۱۴۰۰ تخمینی است.



نمودار ۲: ترکیب منابع تأمین مالی کسری بودجه



ماخذ: گزارش های بانک مرکزی و مرکز پژوهش های مجلس شورای اسلامی

۳- انواع اوراق تأمین مالی دولت

۳-۱- اقسام اوراق

ظهور و توسعه انواع و طبقات مختلف اوراق به طور عمده ناشی از تقاضای بازار است. اوراق را می توان به طرق مختلفی دسته بندی نمود. تقسیم بندی اوراق می تواند بر مبنای قراردادها و عقود باشد که اوراق بر مبنای آن منتشر می شود یا بر مبنای ماهیت و نوع دارایی های موضوع انتشار اوراق و یا ویژگی های فنی و تجاری خود اوراق باشد.



در شکل (۱) طبقه‌بندی‌های مختلف اوراق بر اساس معیارهای گوناگون اشاره شده است. (توحیدی و یارمحمدی،

۱۳۹۶)

شکل ۱: اقسام اوراق مالی اسلامی



۳-۲- انواع اوراق بر اساس نوع عقود

اگر روش تقسیم‌بندی اوراق بر اساس قراردادهای و عقود پایه این اوراق باشد، آنگاه با توجه به تعدد عقود اسلامی

می‌توان انواع متنوعی از اوراق طراحی نمود. بر این اساس، سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی^۴

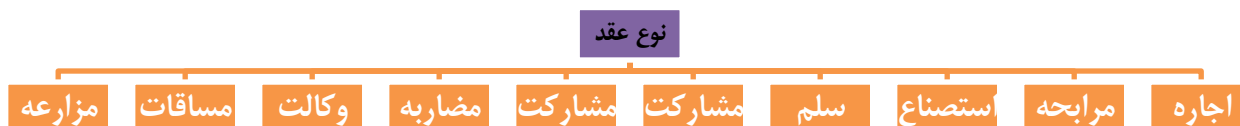
در استاندارد شماره ۱۷ شرعی‌اش، بر اساس نوع قراردادهای شرعی پایه، ۱۴ نوع اوراق را به شرح شکل شماره ۲

معرفی نموده است.

^۴ - AAOIFI: Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions.



شکل ۲: انواع اوراق مالی اسلامی بر اساس نوع عقد.



۳-۲-۱- اوراق بیع دین (اسناد خزانه اسلامی)

اسناد خزانه اسلامی، اوراق بهادار بانامی است که دولت به منظور تصفیه بدهی‌های خود بابت طرح‌های تملک دارایی‌های سرمایه‌ای باقیمت اسمی و سررسید معین به طلبکاران غیردولتی واگذار می‌کند.

اسناد خزانه مرسوم در دنیا توسط دولت به رقمی کمتر از قیمت اسمی به خریداران فروخته شده و از منابع مالی حاصل از فروش، بدهی‌های دولت پرداخت می‌شود اما به دلیل اشکالات فقهی وارد بر این روش، دولت جمهوری اسلامی ایران، این اوراق را صادر و به شکل مستقیم به طلبکاران غیردولتی واگذار می‌کند. دارنده اوراق در صورت نیاز به وجه نقد، این اوراق را در بازار ابزارهای نوین مالی فرابورس ایران به فروش می‌رساند.

ماهیت اسناد خزانه اسلامی دین و بدهی دولت محسوب می‌شود. درواقع، انتشار اسناد خزانه اسلامی به معنای استاندارد کردن دیون و اسناد بدهی دولت است. به این بیان که دولت به جای پرداخت چک و سفته به طلبکاران، این اسناد را به طلبکاران تحویل می‌دهد که از نظر مبلغ، مدت و کیفیت تسویه و قابلیت خرید و فروش در بازار ثانوی استانداردسازی شده‌اند. (توحیدی، ۱۳۹۹، ۱۷)

دین در اصطلاح فقهی، مال کلی ثابت در ذمه یک فرد به نفع دیگری است که به یکی از اسباب دین حاصل می‌شود، به کسی که مال بر گردن اوست «مدیون» یا «مدین» و به دیگری «دائن» یا «غريم» می‌گویند. سبب دین دو گونه است: ۲. اختیاری مانند قرض کردن و ۱. قهری مانند ضمانت (موسوی خمینی، ۱۳۹۱، ج ۲: ۶۲۲) که در



اسناد خزانه اسلامی از نوع اختیاری محسوب می شود. همچنین در ادبیات فقهی، دین (بدهی) به دو نوع تفکیک می شود: ۲. دین حال (بدون مدت یا مدت دار سررسید شده) و ۱. دین مؤجل و مدت دار. در نوع اول طلبکار این اختیار را دارد که هر وقت خواست طلب خود را تقاضا کند و بر بدهکار واجب است در اولین فرصت ممکن، دین خود را پرداخت کند. در نوع دوم، طلبکار باید تا سررسید طلب صبر کند. با فرارسیدن سررسید طلبکار حق مطالبه طلبش را دارد و با مطالبه وی، بر مدیون واجب است که بدهی خود را پرداخت نماید (همان). اسناد خزانه اسلامی از نوع دین مؤجل و مدت دار محسوب می شود.

نوع دیگری از اسناد مبتنی بر بیع دین اسناد تسویه خزانه است. این اسناد تعهدی خاصی هستند که به منظور تسویه مطالبات قطعی معوق دولت (مشروط به پرداخت ۲۵ درصد آن به صورت نقدی توسط اشخاص متقاضی مشمول به دستگاه طلبکار) از اشخاص متقاضی مشمول با بدهی های قطعی دولت بابت اعتبارات عمرانی به اشخاص یادشده صادر می شود. به عنوان مثال بدهی وزارت نیرو به یک پیمانکار با بدهی همان پیمانکار به سازمان امور مالیاتی تهاتر و تسویه می شود. همچنین اسناد تسویه خزانه نوع دوم، شامل اسناد تعهدی خاصی می شود که به منظور تسویه بدهی اشخاص متقاضی مشمول به بانک مرکزی یا بانک ها و موسسه های اعتباری غیر بانکی (از طریق تسویه بدهی بانک ها و موسسه های اعتباری غیر بانکی به بانک مرکزی) که تا پایان سال ۱۳۹۶ ایجاد شده است، با بدهی های قطعی دولت به این اشخاص صادر می شود. به عنوان مثال وزارت نیرو به یک پیمانکار بدهی دارد، و آن پیمانکار نیز به یک بانک بدهی دارد، در صورتی که بانک مورد نظر به بانک مرکزی بدهی داشته باشد، در این حالت زنجیره بدهی تکمیل شده و امکان تهاتر و تسویه بدهی اولیه وجود دارد و نهایتاً بدهی تبدیل به بدهی دولت به بانک مرکزی خواهد شد.



۳-۲-۲- اوراق مضاربه

مضاربه عبارت از مشارکت در سود است که به موجب آن سرمایه از یک طرف (مالک) و کار از طرف شخص دیگر (عامل/مضارب) تأمین می شود. به عبارتی می توان گفت مضاربه، به مشارکت مبتنی بر سهم دلالت دارد که شخص عامل از سرمایه طرف دیگر استفاده کرده و در نهایت بر اساس توافقی که کرده اند، سود را بین خودشان تقسیم می کنند. در اوراق مضاربه نیز، یک واسطه تأسیس شده تا بتواند اوراق را منتشر کند و از سرمایه گذاران وجه نقد تأمین کند. بانی به واسطه تخصص و نیروی کار خود و منابعی که از ناشر اخذ کرده است در جهت مدیریت هر چه بهتر این منابع گام برمی دارد. هرگونه سودی که به واسطه این قرارداد به دست می آید، در پایان بر اساس توافق بین مالک (صاحب سرمایه) و عامل بین آن ها تقسیم می شود. نهاد واسطه نیز به کمک عواید حاصل از قرارداد مضاربه، پرداخت های دوره ای دارندگان اوراق را بین آن ها توزیع می کند.

ساختار مضاربه شبیه ساختار مشارکت است و زمانی کاربرد دارد که بانی مالک دارایی واقعی مشهود نبوده یا سرمایه لازم برای خرید دارایی را نداشته باشد. این نوع اوراق به صورت خاص برای طرح های توسعه ای کاربرد دارد و ساختار آن به سودآوری پروژه گره می خورد.

۳-۲-۳- اوراق وکالت

وکالت، قراردادی است که بین دو طرف بسته می شود و به موجب آن یک طرف می پذیرد که به نمایندگی از طرف دوم عمل نماید. در حقیقت، سرمایه گذاران یک شخص را به نمایندگی از طرف خود، برای سرمایه گذاری در مجموعه ای از سرمایه گذاری ها یا دارایی هایی که توسط نماینده به عنوان وکیل سرمایه گذاران و امین آن ها خریداری شده است، انتخاب می کنند. پس از آن، وکیل بر اساس خبرگی خود سرمایه گذاری ها را برای مدت زمانی که در توافق آمده است، مدیریت کرده تا بازده موردنظر حاصل شود. سپس، واسطه بازده حاصل شده را برای



تأمین پرداخت‌های دوره‌ای را که باید توسط ناشر به سرمایه‌گذاران پرداخت شود، به کار می‌گیرد. به‌طور معمول، هرگونه سود بیش از مقادیر توزیع دوره‌ای به‌عنوان پاداش انگیزشی به وکیل پرداخت می‌شود. در سررسید اوراق، مدیر سرمایه‌گذاری پرتفوی اوراق را نقد کرده و درآمد حاصل از انحلال را به سرمایه‌گذاران پرداخت می‌کند.

(یارمحمدی و همکاران، ۱۳۹۶)

اوراق وکالت گواهی‌هایی هستند که به‌وسیله بانی به‌منظور تأمین مالی جهت تملک یا سرمایه‌گذاری در دارایی‌ها، کالاها یا خدمات منتشر می‌شود. ساختار اوراق وکالت مشابه ساختار مضاربه بوده و این اوراق بیانگر مالکیت مشاع دارندگان آن‌ها در دارایی‌ها، کالاها یا خدمات پایه‌ای این اوراق است. در مرحله بعد، این تملک‌ها یا سرمایه‌گذاری‌ها در اختیار وکیل قرار می‌گیرد تا آن‌ها را از طرف دارندگان اوراق مدیریت کند. دارندگان اوراق ریسک این تملک‌ها و سرمایه‌گذاری‌ها را پذیرفته و در عوض، حق کسب سود ناشی از آن‌ها را به دست می‌آورند (سلیمی‌فر، ۱۳۹۲).

۳-۲-۴- اوراق اجاره

در این تقسیم‌بندی، اوراق اجاره نیز بر ۵ گروه، طبقه‌بندی می‌شوند:

شکل ۳: انواع اوراق اجاره



از نظر شرعی هیچ ترجیحی بین قراردادهای ذکر شده وجود ندارد. انتخاب نوع قرارداد با توجه به نوع نیاز بانی انتشار اوراق صورت پذیرفته و عموماً مبتنی بر عوامل مختلفی چون اهداف اقتصادی، دسترسی به دارایی پایه، سطح بدهی شرکت، رتبه اعتباری بانی (ناشر)، چارچوب مقرراتی کشوری که ناشر قصد انتشار اوراق دارد و ملاحظات مالیاتی تعیین می گردد. محبوب ترین ساختارهای مورد استفاده در بازار جهانی، اوراق مرابحه، اجاره، وکالت و مشارکت هستند، در حالی که ساختارهای مزارعه، مساقات و مغارسه تقریباً جایگاهی در بازار جهانی اوراق ندارند.

اجاره شامل انتقال منفعت یک دارایی به شخص دیگر در ازای پرداخت اجاره بها است. اوراق اجاره، شایع ترین ساختار اوراق است که مورد استفاده قرار می گیرد (بر اساس مبلغ انتشار) و از منظر مفسران به عنوان ساده ترین ساختار اوراق در مقایسه با دیگر انواع ساختارهای اوراقی که توسعه یافته اند، در نظر گرفته می شود.



این نوع اوراق از محبوبیت خاصی برخوردار است. چراکه ساختار آن ساده بوده و توسط هر دو گروه سرمایه‌گذاران متعارف و سرمایه‌گذاران اسلامی پذیرفته شده است. لازم به ذکر است که مؤسسات رتبه‌بندی بین‌المللی نیز این اوراق را پذیرفته‌اند. اوراق اجاره شامل انتقال مالکیت یا منفعت/خدمات دارایی‌های مشهود مانند املاک و مستغلات، هواپیما یا کشتی از بانی به نهاد واسط از طریق انتشار گواهی‌های اوراق است که نشان‌دهنده مالکیت منافع مشاع چنین دارایی‌هایی برای سرمایه‌گذاران است. سپس دارایی توسط نهاد واسط برای یک دوره مشخص که معمولاً با سررسید اوراق منطبق است، به بانی اجاره داده می‌شود. (یارمحمدی و همکاران، ۱۳۹۶)

هر دارنده اوراق، مستحق دریافت اجاره‌بها‌های حاصل از قرارداد اجاره متناسب با نسبت مالکیت در دارایی پایه است. مقدار این اجاره‌بها‌ها که نهاد واسط آن‌ها را پرداخت می‌کند، برابر با مقدار توزیع دوره‌ای قابل پرداخت اوراق در آن زمان هست. این مقدار می‌تواند توسط نرخ ثابت یا متغیر (مانند لایبور) بسته به نوع اوراق منتشرشده، محاسبه شود. در تاریخ انتشار، بانی می‌تواند وارد یک تعهد خرید شود که بر اساس آن، این حق به نهاد واسط داده می‌شود تا بانی را ملزم به خرید دارایی‌ها در زمان نکول اوراق یا در سررسیدهای معین باقیمت اعمالی که مساوی مبلغ اصلی به علاوه هرگونه مبلغ تعلق گرفته ولی پرداخت نشده در زمان‌های توزیع دوره‌ای است، نماید. پولی که توسط نهاد واسط دریافت می‌شود، برای پرداخت مبالغ توزیع دوره‌ای به سرمایه‌گذاران اوراق استفاده خواهد شد. از آنجا که پرداخت‌های اوراق، وابسته به پرداخت‌های بانی به نهاد واسط تحت قرارداد اجاره مربوطه و تعهد خرید است، مشابه با اوراق قرضه شرکتی، دارندگان اوراق، رتبه اعتباری بانی را مدنظر قرار می‌دهند. تنها در اوراق با پشتوانه دارایی، معمولاً مستندات، این امکان را برای دارندگان اوراق فراهم می‌آورند تا در صورت نکول، در مقابل عدم بازپرداخت قیمت خرید دارایی‌ها توسط بانی متناسب با تعهد خرید، که دارندگان اوراق را



در موقعیتی مشابه دارندگان اوراق قرضه تحت عنوان اوراق قرضه تضمین نشده معمولی قرار می‌دهد، حق ادعا داشته باشند.

۳-۲-۵- اوراق منفعت

در ساختار منفعت، دارایی مبنای انتشار ظرفیت یا حق استفاده از فعالیت‌های تجاری است. اعطای این حقوق، بسته به ماهیت دارایی‌ها می‌تواند اشکال مختلفی داشته باشد.

ورق منفعت، سند مالی بهاداری است که بیانگر مالکیت دارنده آن بر مقدار معین خدمات یا منافع آینده از یک دارایی بادوام است که درازای پرداخت مبلغ معینی به وی منتقل شده است. مانند گواهی حق اقامت در هتل معین برای روز معین، حق استفاده از خدمات آموزشی دانشگاه برای ترم یا سال معین، حق استفاده از یک ساعت پرواز برای مقصد معین و حق استفاده از خدمات حج یا عمره برای سال معین (نجفی، ۱۳۸۵).

کوپن‌های زمانی اعتباری تلفن همراه^۵، یکی از انواع دارایی‌های نامشهود به حساب می‌آید که به عنوان دارایی مبنای انتشار برای معاملات مالی اسلامی، به کار گرفته می‌شود. دیگر انواع دارایی‌ها، حقوق مالکیت معنوی، تعرفه‌های مربوط به جریان برق و بدهی‌های مربوط به قراردادهای بازاریابی پتروشیمی، را شامل می‌شود.

ساختار زمانی اعتباری (Airtime)، اولین بار در سال ۲۰۰۷ توسط شرکت مخابراتی عربستان سعودی استفاده شد. در آن زمان، این نوع ساختار نشان‌دهنده یک ابزار مالی اسلامی جدید بود که به طور خاص برای اپراتورهای مخابراتی که همواره دارایی فیزیکی محدودی دارند، طراحی شده بود. سپس در سال ۲۰۱۰، شرکت مخابرات امارات متحده عربی (اتصالات)، این نوع ساختار را برای برنامه اوراق خود اتخاذ نمود هرچند هنوز موفق به انتشار

^۵. Mobile 'airtime' vouchers



این نوع اوراق نشده است. در ماه دسامبر ۲۰۱۳، شرکت ارتباطات قطری اوریدو، اوراق منفعت پنج ساله به ارزش ۱,۲۵ میلیارد دلار آمریکا را منتشر نمود. همچنین در سال ۲۰۱۳، شرکت هواپیمایی امارات متحده عربی، برای انتشار اوراق ده ساله خود به ارزش یک میلیارد دلار، درآمد آتی حاصل از فروش بلیت به مسافران را به عنوان دارایی پایه اوراق قرارداد. استفاده از ساختار منفعت، نشان دهنده رشد نوآوری در ساختار اوراق است. همچنین انعطاف شریعت در پذیرفتن این نوع دارایی ها به عنوان دارایی های پایه، بیش از پیش این نوع اوراق را جذاب ساخته است. (یارمحمدی، ۱۳۹۶)

اوراق منفعت بیانگر مالکیت دارنده آن بر مقدار معینی خدمات یا منافع آینده از یک دارایی بادوام است که درازای پرداخت مبلغ معینی به وی منتقل شده است مانند گواهی حق اقامت در هتل معین برای روز معین، حق استفاده از خدمات آموزشی دانشگاه برای ترم یا سال معین، حق استفاده از یک ساعت پرواز برای مقصد معین و حق استفاده از خدمات حج یا عمره برای سال معین. اوراق منفعت در حالت خاص اوراق بهادار بانام یا بی نام قابل نقل و انتقالی است که بر اساس عقود اسلامی منتشر گردیده و نشان دهنده مالکیت مشاع دارندگان آن بر منافع آینده دارایی های بادوام هست که درازای پرداخت مبلغی معین منتقل شده و دارندگان اوراق می توانند از عین یا معادل مالی منافع بهره مند گردند.

۳-۲-۶- اوراق استصناع

به طور کلی استصناع به عنوان «سفارش یک تولید کننده برای تولید کالایی خاص برای خریدار» تعریف می شود. همچنین اوراق سفارش ساخت (استصناع) اوراق بهاداری هستند که دارندگان آن به صورت مشاع مالک دارایی مالی هستند که بر اساس عقد استصناع حاصل شده است.



واژه استصناع در لغت از باب استفعال از ماده صنع و به معنای طلب و سفارش ساخت چیزی است. در نگاه عرف استصناع عبارت است از اینکه کسی با صنعتگر قرارداد ببندد که کالای مشخصی را در زمان معینی برایش بسازد. در اصطلاح استصناع قراردادی است که به موجب آن یکی از طرفین در مقابل مبلغی معین ساخت و تحویل پروژه یا کالای مشخص در زمان معینی را نسبت به طرف دیگر به عهده (ذمه) می گیرد. در واقع می توان گفت قرارداد استصناع قراردادی است که در آن ساخت کالایی به وسیله سفارش دهنده به سازنده کالا بایان اوصاف و مشخصات آن سفارش داده می شود تا در مدتی معین سازنده با تهیه مواد اولیه، کالای موردنظر را برایش ساخته و به او تحویل دهد. در ساختار اوراق استصناع، وجوه جمع آوری شده از محل فروش اوراق، جهت ساخت و ساز یک پروژه به کار گرفته می شود. در این نوع اوراق، امین متعهد می شود دارایی ها را به بانی تحت قرارداد اجاره موصوف فی الذمه برای دوره ای مشخص اجاره دهد. در قرارداد استصناع، مبلغ قرارداد تا سررسید و تحویل کالا به صورت قسطی پرداخت می شود. وکیل (امین) این پیش پرداخت های اجاره را از مستأجر اخذ کرده و برای بازپرداخت های دوره ای به صاحبان اوراق بکار می گیرد.

در تاریخ انتشار، بانی می تواند وارد یک قرارداد تعهد خرید شود که طبق این قرارداد، این حق به امین داده می شود تا در زمان انحلال یا سررسیدهای مقرر بانی را مجبور به خرید دارایی ها با قیمت اعمالی که برابر با اصل اوراق به علاوه هر مقدار توزیع دوره ای که تعلق گرفته اما پرداخت نشده است، نماید.

واژه استصناع در لغت از باب استفعال از ماده صنع است و به معنای طلب و سفارش ساخت چیزی را می گویند و از دید عرف استصناع عبارت است از اینکه کسی یا صنعتگر (مثل نجار) قرارداد ببندد که کالای مشخصی را در زمان معینی برایش بسازد. در اصطلاح استصناع قراردادی است که به موجب آن یکی از طرفین در مقابل مبلغی



معین ساخت و تحویل پروژه یا کالای مشخصی در زمان معینی را نسبت به طرف دیگر به عهده (ذمه) می گیرد. اوراق استصناع به ویژه برای تأمین مالی پروژه های زیرساختی کلان مناسب است (موسویان، ۱۳۸۷).

۳-۲-۷- اوراق مرابحه

قرارداد مرابحه، قراردادی بین خریدار و فروشنده کالا برای تحویل دارایی است. قیمت دارایی، شامل هزینه دارایی به علاوه سودی است که فروشنده دریافت می کند. خریدار می تواند قیمت را به صورت اقساط یا به صورت یکجا در آینده به فروشنده پرداخت نماید. ناشر به واسطه عوایدی که از انتشار اوراق مرابحه به دست می آورد، کالاهایی را از عرضه کنندگان خریداری نموده، سپس آن کالایی را که خریده است به بانی با قیمتی بیشتر از قیمت خریداری شده، می فروشد. دوره پرداخت های معوق، مرتبط با سررسید اوراق مرابحه است. همچنین اقساطی که از بانی طی زمان های گوناگون دریافت می شود، جهت پرداخت به صاحبان اوراق استفاده می شود.

اوراق مرابحه زمانی مورد استفاده قرار می گیرد که بانی صاحب دارایی واقعی مشهود نبوده یا سرمایه لازم برای خرید دارایی را نداشته باشد. در این ساختار، ناشر به واسطه پول هایی که از سرمایه گذاران جمع آوری می کند به وکالت از طرف آن ها دارایی مورد نیاز بانی را خریداری کرده و به بانی می فروشد. بانی نیز ملزم است در سررسید های مشخص اقساط آن را به ناشر پرداخت کرده تا ناشر آن اقساط را در اختیار دارندگان اوراق قرار دهد (یوسفی مقدم، ۱۳۹۶).

اوراق مرابحه در برخی از کشورها از جذابیت لازم در میان سرمایه گذاران برخوردار نیست چرا که به دلیل مسائل شرعی، در آن کشورها برای این نوع اوراق بازار ثانوی وجود ندارد و این اوراق نمی توانند به صرف فروخته شوند. چون خرید و فروش این نوع اوراق در حقیقت همان خرید و فروش بدهی محسوب می شود که میان علمای آن ها محل اختلاف بوده و خرید و فروش آن را شرعی نمی دانند. این دیدگاه بیشتر در میان کشورهای شورای همکاری



خلیج فارس و پاکستان جریان دارد. اما کشور مالزی بازار ثانوی اوراق مرابحه را غیر شرعی نمی داند. البته اوراق مرابحه در کشورهای شورای همکاری خلیج فارس و پاکستان در صورتی می تواند مورد معامله واقع شود که بخش کوچکی از یک پرتفوی بزرگ تر از دارایی های اوراق که شامل ابزارهای قابل معامله همچون اجاره، مشارکت و یا مضاربه هستند را شامل شود [طبق قاعده غلبه اکثریت].

۳-۲-۸- اوراق سلف

یکی دیگر از ساختارهای اوراق که کمتر مورد استفاده قرار می گیرد، اوراق سلف (سلم) است که بر اساس آن عرضه کننده، مقدار معینی از دارایی پایه را با مشخصات خاص درازای بهای نقد به فروش می رساند تا در آینده آن دارایی را به خریدار تسلیم نماید. برای جلوگیری از بروز غرر، کالا باید از نظر کیفیت، کمیت، مکان تحویل، تاریخ تحویل و زمان تحویل با شفافیت هرچه تمام تر، قبل از بستن قرارداد تعیین شده و دو طرف بر این امر اتفاق نظر داشته باشند. قیمت پیش خرید به عنوان سرمایه سلف شناخته می شود. در قرارداد اوراق سلف، ناشر به نمایندگی از صاحبان اوراق خریدار کالا بوده و بانی فروشنده کالا محسوب می شود. از آنجا که فروش مجدد کالاها قبل از مالکیت واقعی منجر به فروش بدهی (دین) می شود، خرید و فروش این اوراق در بازار ثانوی ممکن نیست [بنا بر دیدگاه برخی فقهای اهل سنت]. علاوه بر این، الزام به تحویل دارایی های استاندارد به ناشر، شرکت های بانی را برای رعایت این امر با مشکل مواجه ساخته است.

۳-۲-۹- اوراق مشارکت

به موجب مشارکت، هر یک از طرفین قرارداد در سرمایه به صورت مساوی یا به شکل های دیگر شریک می شوند تا برای ایجاد یک پروژه جدید یا سهم شدن در یک پروژه خاص اقدام کنند و در سود و زیان شریک شوند. در واقع می توان گفت اوراق مشارکت، نشان دهنده مشارکت دارنده آن در یک طرح است.



مشارکت از کلمه عربی شرکت به معنای همکاری، گرفته شده است. قرارداد مشارکت شامل گرد هم آوردن سرمایه بین دو یا چند نفر به صورت شراکتی است. شرکا، سودهای حاصله را بر اساس توافقی که از قبل باهم کرده اند، بین خود تقسیم می کنند. هرگونه سود مازاد بر مقدار سود مورد توافق در قرارداد، ذخیره شده و در مواقعی که سود حاصل شده برای پوشش دادن میزان توزیع سود دوره ای کفایت نکند، مورد استفاده قرار می گیرد.

شریعت به طور کلی دودسته گسترده از مشارکت را به رسمیت می شناسد: ۱- شرکت عقدی (مشارکت قراردادی) و ۲- شرکت غیرعقدی (مشارکت در اموال).

شرکت عقدی شامل قرارداد بین بانی و امین برای ترکیب دارایی ها، نیروی کار یا بدهی ها است، در حالی که شرکت غیرعقدی شامل معامله ای است که منجر به مالکیت مشترک بانی و امین در دارایی ها خواهد شد. هنگام تصمیم گیری درباره ساختار اوراق بر مبنای شرکت عقدی یا شرکت غیرعقدی، ضروری است که ماهیت کسب و کار بانی و اینکه آیا دارایی پایه برای انتشار اوراق موجود است یا خیر مشخص شود. اگر هیچ دارایی مشهودی وجود نداشته باشد که بتواند به مشارکت در انطباق با شریعت کمک کند، ساختار شرکت عقدی انتخاب بهتری به حساب می آید (کریمی، ۱۳۸۸).

ساختار مشارکت زمانی کاربرد دارد که بانی مالک دارایی واقعی مشهود نبوده یا سرمایه لازم برای خرید دارایی را نداشته باشد. از این رو، از قرارداد مشارکت برای تجهیز منابع جهت ایجاد یا توسعه یک پروژه یا تأمین مالی یک فعالیت کسب و کار استفاده می شود. قبل از انتشار بیانیه AAOIFI در سال ۲۰۰۸، مشارکت یکی از متداول ترین ساختارهای اوراق محسوب می شد. ولی انتقاد بیانیه از خرید دارایی های مبنای انتشار به قیمت اسمی در اوراق مشارکت، منجر به کاهش استفاده از این ساختار در بازار شد.



۳-۲-۱۰- اوراق جعاله

در بیان فقها، جعاله عقدی (قراردادی) است که به موجب آن، فرد (جاعل) متعهد می شود تا در برابر عملی که برای وی انجام می شود، پاداش معینی - به عامل - پرداخت نماید. در این معنا، ارکان جعاله عبارت اند از: جاعل، عامل، عمل (نتیجه فعل عامل)، جعل. در ماده ۵۶۱ قانون مدنی، جعاله را این گونه تعریف می کند: « جعاله عبارت است از التزام شخص به ادای اجرت معلوم در مقابل عملی اعم از این که طرف معین باشد یا غیر معین.»

اوراق بهاداری است که دارندگان آن به صورت مشاع، مالک بخشی از دارایی هستند که این دارایی ها طبق عقد جعاله در پروژه ها استفاده می شود. اوراق جعاله، اوراق مالکیت مشاع دارایی است که بر اساس قرارداد جعاله، تعهد انجام و تحویل آن مقرر گردیده است. بعد از پایان عمل (موضوع قرارداد جعاله)، صاحبان اوراق، مالک مشاع نتیجه عمل خواهند بود. نتیجه عمل ممکن است خدمت یا دارایی فیزیکی باشد.

-اوراق جعاله، ابزار مالی بانام یا بی نامی است که برای مدت زمان معین یا نامعین و با نحوه پرداخت از پیش تعیین شده انتشار می یابد. دارندگان این اوراق، مالک دارایی های انتشار یافته است؛ اوراق جعاله به دو صورت با سررسید و بدون سررسید منتشر می شود. در صورت دارا بودن سررسید، انتشار آن به دو روش کوتاه مدت (با سررسید کمتر از یک سال) و بلندمدت (با سررسید بیشتر از یک سال) است.

۳-۲-۱۱- مقایسه اوراق

در جدول شماره ۱ به طور خلاصه انواع اوراق بررسی شده در قسمت قبل، از جهت امکان انتشار در بازه های زمانی مختلف، نوع بازدهی، ریسک و بازار ثانویه با یکدیگر مقایسه شده است. اوراق خزانه اسلامی از جهت اینکه ریسک نکول ندارند برای خریداران اوراق جذابیت بیشتری دارد علی الخصوص که خریداران می توانند در بازار ثانویه نیز این اوراق را معامله کنند و به همین جهت از نقدشوندگی بالایی نیز برخوردار هستند. برخی اوراق دیگر

مانند مضاربه، مشارکت، منفعت، مزارعه و مساقات امکان تعیین شود قطعی و ثابت در هنگام قرارداد وجود ندارد. به همین خاطر ریسک بیشتری نسبت به اخزا داشته فلذا دارندگان آن نیز انتظار بازده بیشتری نسبت به اخزا دارند.

جدول ۱: مقایسه انواع اوراق مالی اسلامی

نام اوراق	دوره انتشار	نوع بازدهی	ریسک نکول	بازار ثانویه
اخزا	کوتاه مدت، میان مدت و بلند مدت	سود ثابت	ندارد	دارد
مضاربه	کوتاه مدت، میان مدت و بلند مدت	سود متغیر (سود انتظاری)	دارد	ندارد
وکالت	کوتاه مدت، میان مدت و بلند مدت	سود ثابت و متغیر	دارد	ندارد
اجاره	میان مدت و بلند مدت	سود ثابت	دارد	دارد
منفعت	بلند مدت	سود متغیر (سود انتظاری)	دارد	دارد
استصناع	میان مدت و بلند مدت	سود ثابت	دارد	دارد
مراجعه	کوتاه مدت، میان مدت و بلند مدت	سود ثابت	دارد	دارد
سلف	میان مدت و بلند مدت	سود متغیر	دارد	ندارد
مشارکت	میان مدت بلند مدت	سود متغیر (سود انتظاری)	دارد	دارد
جعاله	کوتاه مدت، میان مدت، بلند مدت	سود ثابت	دارد	ندارد
مزارعه	کوتاه مدت و میان مدت	سود متغیر (سود انتظاری)	دارد	ندارد
مساقات	کوتاه مدت و میان مدت	سود متغیر (سود انتظاری)	دارد	ندارد

۴- نقش اوراق قابل انتشار در تأمین مالی دولت

به طور خلاصه دولت برای هزینه های جاری، بدهی های معوقه، تأمین کالاهای مصرفی و سرمایه ای، خرید خدمات، اجرای طرح های عمرانی جدید و تکمیل طرح های عمرانی نیمه تمام اقدام به انتشار اوراق و تأمین مالی برای آن می کند.

هر کدام از عقود و اوراق مبتنی بر آن با توجه به ویژگی‌ها و مختصات قابل استفاده برای تأمین مالی برخی از هزینه‌های دولت است. میزان پوشش دهی اوراق بهادار اسلامی جهت تأمین کسری بودجه دولت به صورت خلاصه در جدول (۲) آمده است:

جدول ۲: میزان پوشش دهی اوراق بهادار اسلامی جهت تأمین کسری بودجه

اوراق بهادار اسلامی	هزینه‌های جاری	بدهی‌های معوقه	تأمین کالا مصرفی و سرمایه‌ای	خرید خدمات	اجرای طرح‌های عمرانی جدید	تکمیل طرح‌های عمرانی نیمه تمام
اسناد خزانه اسلامی	✓	✓	✓	✓	✓	✓
استصناع	-	-	✓	-	✓	✓
جعاله	-	-	-	✓	✓	✓
اجاره	-	-	✓	-	✓	✓
مشارکت	-	-	-	-	✓	✓
منفعت	-	-	-	-	✓	✓
سلف	-	-	✓	-	-	-
مزارعه	-	-	✓	-	-	-
مساقات	-	-	✓	-	-	-
مضاربه	-	-	✓	-	-	-
مراجعه	-	-	✓	-	-	-

ماخذ: : موحد، ۱۴۰۰

مشاهده می‌شود که اسناد خزانه اسلامی بیشترین انعطاف را برای استفاده جهت تأمین مالی دولت دارد. هدف اصلی انتشار اسناد خزانه اسلامی تأمین کسری بودجه دولت است. این اوراق مهم‌ترین ابزار بازار پول برای اعمال سیاست‌های پولی است؛ بنابراین دولت با انتشار اسناد خزانه، بدهی‌های خود را به تعویق می‌اندازد. دولت از ایران اسناد برای تسویه بدهی‌های خود بابت طرح‌های تملک دارایی‌های سرمایه‌ای باقیمت اسمی و سررسید معین



به طور مستقیم به طلبکاران غیردولتی واگذار می کند. پیمانکاران طلبکار دولت می توانند این اوراق را در بازار ابزارهای نوین مالی فرابورس به فروش برسانند و طلب خود از دولت را دریافت کنند. همان طور که در جدول شماره ۲ آ «مده است سایر اوراق انعطاف کمتری نیست به اخزا داشته و دولت نمی تواند برای هر نوع تأمین مالی خود از آنها استفاده کند. درواقع محدودیت هایی بر نحوه و موارد مصرف اوراق فروخته شده قرار دارد و به همین دلیل نیز جذابیت کمتری برای دولت ها دارند.

۵- فرآیند انتشار و پذیره نویسی

فرآیند انتشار اوراق مالی اسلامی به این صورت است که وقتی دولت بخواهد اوراقی را منتشر کند، وزارت اقتصاد، عامل اجرایی است و انتشار آن تحت نظر کمیته بند (ک) تبصره پنج قانون بودجه (کمیته مدیریت تبعات احتمالی انتشار اوراق مالی اسلامی در بازارهای پول و سرمایه کشور) انجام می شود. درواقع پس از برآورد انجام شده از منابع و مصارف بودجه که با مشارکت وزارت اقتصاد و سازمان برنامه و بودجه انجام می شود، میزان کسری موردنیاز برای تأمین از محل انتشار اوراق اسلامی مشخص می شود و اعضای کمیته بند (ک) تبصره (۵) قانون بودجه که شامل وزیر امور اقتصادی و دارایی، رئیس سازمان برنامه و بودجه و رئیس کل بانک مرکزی است مجوز انتشار می دهند.

مراحل انتشار اوراق بهادار اسلامی بدین صورت است که در مرحله یک بانی (شرکت تأمین مالی شونده)، برای تأمین مالی خود به مشاور عرضه مراجعه کرده و پس از احراز شرایط اولیه موردنیاز جهت انتشار اوراق بهادار، موافقت اصولی از سوی سازمان بورس و اوراق بهادار صادر می شود. صدور موافقت اصولی از سوی سازمان بورس و اوراق بهادار، منوط به تخصیص نهاد واسط از سوی شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه است. شرکت واسط مالی بعد از کسب مجوزهای لازم، اوراق بهادار را منتشر نموده و وجوه حاصل از انتشار اوراق را



جمع آوری می کند. سپس وجوه جمع آوری شده را به وکالت از طرف دارندگان اوراق، متناسب با ماهیت اوراق در مورد خاصی که در قرارداد آمده است، به کار می گیرد. برای مثال، در اوراق اجاره، نهاد واسطه مالی اوراق اجاره را منتشر نموده و وجوه حاصل از انتشار اوراق را به وکالت از طرف سرمایه گذاران، صرف خرید دارایی ها از بانی/فروشنده دارایی می نماید و به صورت اجاره به شرط تملیک به وی اجاره می دهد یا در پایان سررسید، دارایی را به فروش رسانده و وجوه را بین دارندگان اوراق توزیع می کند. (بانی و فروشنده دارایی می توانند یک شخص باشند). یا در اوراق مرابحه، نهاد واسطه مالی پس از جمع آوری وجوه از سرمایه گذاران، منابع مالی جمع آوری شده را به وکالت از طرف سرمایه گذاران صرف خرید دارایی های مورد نیاز بانی می کند و به بانی باقیمتی بالاتر به صورت اقساطی می فروشد.

۵-۱- مراحل انتشار اوراق^۶

مرحله (۱) مراجعه بانی به مشاور عرضه

در این مرحله، دریافت تقاضای تأمین مالی از سوی بانی توسط مشاور عرضه صورت می پذیرد. پس از آن، واجد شرایط اولیه بودن بانی جهت انتشار اوراق مورد بررسی قرار می گیرد. قالب این ارزیابی، مطابق بندهای ۶ گانه ذیل است:

^۶ برگرفته از شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه



۱- قالب حقوقی بانی متناسب با ماده ۲ دستورالعمل انتشار اوراق باشد.

۲- بانی در ایران به ثبت رسیده و مرکز اصلی فعالیت آن در ایران باشد.

۳- مجموع جریان نقدی حاصل از عملیات شرکت در ۲ سال مالی اخیر مثبت باشد. در خصوص بانکها، مؤسسات مالی و اعتباری و شرکت های واسپاری (لیزینگ) تحت نظارت بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، لازم است جریان نقدی حاصل از عملیات آنها در دوره مالی یک ساله گذشته مثبت باشد.

۴- نسبت بدهی شرکت در ۲ سال مالی اخیر حداکثر برابر ۹۰ درصد باشد. این نسبت برای بانکها، مؤسسات مالی و اعتباری و لیزینگ ها برابر ۹۵ درصد است.

اظهار نظر بازررس و حسابرس شرکت در خصوص صورت های مالی دو سال مالی اخیر آن مردود یا عدم اظهار نظر نباشد.

در صورتی که پرداخت اقساط و حسب مورد بهای خرید دارایی مبنای انتشار و نیز سایر وجوهی که بانی ملزم به پرداخت آن به ناشر هست توسط بانکها و یا مؤسسات مالی و اعتباری دارای مجوز از بانک مرکزی در خصوص ضمانت بانک یا مؤسسه مالی و اعتباری دارای مجوز پیش از انجام تعهد و تضمین گرفته شده باشد، رعایت بندهای ۳ و ۴ فوق الزامی نیست.

چنانچه مطابق موارد مشروح، بانی واجد شرایط اولیه جهت انتشار اوراق باشد، قرارداد مشاوره منعقد نموده و وارد مرحله ۲ می شود و چنانچه شرایط را احراز ننماید، مراتب خاتمه می یابد.

مرحله ۲) تهیه مستندات و ارائه به سازمان بورس و اوراق بهادار جهت صدور موافقت اصولی

این مرحله مشتمل بر ۴ بخش هست:



- (۱) تهیه گزارش توجیهی تأمین مالی توسط مشاور عرضه.
- (۲) بررسی و اظهار نظر در خصوص گزارش توجیهی تأمین مالی توسط یکی از حسابرسان معتمد سازمان در رابطه با موارد زیر:
 - رعایت مقررات
 - عدم کنترل ضامن توسط بانی
 - شرایط دارایی
 - اطلاعات مالی آتی
- (۳) پیگیری و مذاکره با ارکان زیر و اخذ اعلام قبولی سمت توسط ایشان مطابق فرم‌های سازمان بورس و اوراق بهادار
 - ضامن (در صورت وجود)
 - عامل فروش
 - متعهد پذیره‌نویس
 - بازگردان
- (۴) مذاکره با فروشنده دارایی و دریافت اعلام موافقت فروشنده با فروش دارایی مطابق فرم‌های سازمان (در صورتی که بانی و فروشنده شخص واحد نباشند)
- (۵) تکمیل فرم تقاضای موافقت اصولی و پیوست نمودن مدارک ذیل جهت ارسال به سازمان:
 - گزارش توجیهی تأمین مالی
 - اظهار نظر حسابرس بانی در خصوص گزارش توجیهی
 - مصوبه رکن ذیصلاح بانی در خصوص اجازه تأمین مالی از طریق انتشار اوراق
 - صورت حساب‌های مالی حسابرسی شده ۲ سال مالی اخیر بانی (در صورتی که قبلاً از طریق سامانه کدال به سازمان ارائه نشده است)
 - آخرین اساسنامه ثبت شده بانی (در صورتی که قبلاً از طریق سامانه کدال به سازمان ارائه نشده است).
 - یک نسخه از قرارداد بانی با مشاور عرضه



- اسناد مالکیت دارایی مبنای انتشار
- بیمه نامه های دارایی مبنای انتشار
- تأییدیه سازمان ثبت اسناد و املاک کشور یا سایر مراجع ذیصلاح مبنی بر نبود محدودیت یا منع قانونی، قراردادی یا قضایی برای انتقال دارایی، منافع و حقوق ناشی از آن (در صورت لزوم)
- گزارش کارشناس یا کارشناسان منتخب کانون کارشناسان رسمی دادگستری در خصوص عمر اقتصادی دارایی و ارزش آن به همراه مکاتبات انجام شده با کانون کارشناسان رسمی دادگستری در خصوص معرفی کارشناس یا کارشناسان مربوطه یا سایر مدارک مرتبط مطابق مقررات
- گزارش فعالیت هیئت مدیره بانی برای انجام دوره های مالی اخیر جهت ارائه به مجمع عمومی
- اعلام موافقت فروشنده دارایی مطابق فرم های تعیین شده توسط سازمان (در صورت جدایی بانی از فروشنده)
- نامه قبولی سمت ارکان زیر مطابق فرم های سازمان
 - ضامن
 - متعهد پذیرهنویس
 - عامل فروش
 - بازار گردان

بر این اساس، پس از مراحل فوق و طی دو مرحله ذیل، فرآیند وارد مرحله ۳ یعنی صدور موافقت اصولی می گردد.

- رسیدگی به تقاضای موافقت اصولی از حیث شکلی و محتوایی توسط سازمان بورس و اوراق بهادار ظرف مدت ۳۰ روز
- تعیین و معرفی نهاد واسط (ناشر) توسط شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه

مرحله ۳) صدور موافقت اصولی

مرحله ۴) تنظیم قراردادهای ارکان



- ۱) مشاور عرضه تمامی قراردادهای فی مابین ارکان را مطابق فرمت سازمان بورس و اوراق بهادار تنظیم و پس از اخذ تأییدیه از ناشر، اقدام به جمع آوری امضاء از ارکان نموده و در نهایت تحویل ناشر می نماید.
- ۲) مشاور عرضه مدارک ذیل را نیز پس از تأیید ناشر و اخذ امضا از ارکان مربوطه، به ناشر تحویل می دهد

○ فرم تقاضای ثبت اوراق

○ پرسشنامه پذیرهنویسی و تقاضانامه پذیرش اوراق

○ تعهدنامه بانی و ضامن و ناشر رجیستری پذیرش اوراق

○ بیانیه ثبت و اعلامیه پذیرهنویسی اوراق

- ۳) قبولی سمت شرکت سپرده گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه به عنوان عامل پرداخت

- ۴) تحویل چک/ضمانت نامه وجه التزام قراردادها در صورت وجود به ناشر

پس از طی فرآیندهای پیش گفته، فرآیند وارد مرحله ۵ تحت عنوان الزامات اخذ مجوز انتشار و افتتاح حساب اوراق می گردد.

مرحله ۵) الزامات اخذ مجوز انتشار و افتتاح حساب اوراق

در این مرحله صورت ارسال مستندات زیر به سازمان بورس و اوراق بهادار توسط ناشر (نهاد واسط) جهت صدور مجوز انتشار می پذیرد:

- ۱) بیانیه تقاضای ثبت اوراق

- ۲) فرم تقاضای ثبت اوراق

- ۳) یک نسخه از قراردادهای منعقد شده میان ارکان

- ۴) تأییدیه سازمان ثبت اسناد و املاک کشور یا سایر مراجع ذیصلاح مبنی بر نبود محدودیت یا منع قانونی، قراردادی یا قضایی برای انتقال دارایی، منافع و حقوق ناشی از آن



(۵) اعلامیه پذیرهنویسی اوراق

(۶) تصویر چک/ضمانت نامه وجه التزام قراردادهای در صورت وجود

پس از آن، این موضوع بررسی می شود که آیا تقاضای صدور مجوز انتشار از حیث مستندات ارائه شده با موافقت اصولی صادره و فرم های تعیین شده توسط سازمان بورس و اوراق بهادار مطابقت دارد یا خیر. در صورت عدم تطابق مستندات، چنانچه امکان انجام اقدامات اصلاحی امکان پذیر نباشد، فرآیند خاتمه می یابد و چنانچه قابل اصلاح باشد، بررسی مزبور مجدداً در دستور کار قرار می گیرد. در صورت تطابق مستندات، صدور مجوز انتشار توسط سازمان بورس و اوراق بهادار صورت می پذیرد. بر این اساس، ارسال مدارک ذیل توسط شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه به بورس/فرا بورس جهت انتشار اوراق الزامی می گردد:

- تعهدنامه بانی و ضامن و ناشر و رجیستری پذیرش اوراق
- پرسشنامه پذیرهنویسی و تقاضانامه پذیرش اوراق
- تصویر قراردادهای منعقد شده میان ارکان
- تصویر بیانیه ثبت و اعلامیه پذیرهنویسی

سپس مرحله ۶ تحت عنوان شروع پذیرهنویسی و انتشار اوراق آغاز می گردد.

مرحله ۶) شروع پذیرهنویسی و انتشار اوراق

در این مرحله، انتشار اوراق و انجام مراحل ذیل با همکاری ناشر و مشاور عرضه صورت می پذیرد:

- (۱) عرضه اوراق از طریق عامل فروش در مهلت تعیین شده
- (۲) ارائه درخواست تمدید مهلت پذیرهنویسی اوراق به سازمان بورس در صورت لزوم از طریق مشاور
- (۳) خرید اوراق باقی مانده توسط متعهد پذیرهنویسی در صورت عدم فروش کامل اوراق در مهلت مقرر و دوره تمدید احتمالی مطابق قرارداد تعهد پذیرهنویسی



مرحله ۷) تکمیل فرآیند عرضه اوراق

- ۱) پرداخت کارمزدهای ارکان انتشار توسط بانی
- ۲) انتقال رسمی دارایی مبنای انتشار
- ۳) دریافت فهرست خریداران اوراق از شرکت سپرده‌گذاری توسط مدیریت دارایی مرکزی
- ۴) واریز وجوه حاصل از انتشار اوراق توسط عامل فروش به حساب ناشر
- ۵) ارسال درخواست تأییدیه تکمیل انتشار اوراق و اجازه برداشت وجوه توسط ناشر به سازمان بورس و پرداخت به بانی به همراه ارائه مدارک ذیل:
 - مانده حساب ناشر پس از انتشار اوراق
 - فهرست خریداران اوراق
 - مدارک و مستندات و قراردادهای نقل و انتقال دارایی مبنای انتشار

مرحله ۸) صدور تأییدیه تکمیل پذیرهنویسی و درخواست مجوز پرداخت وجوه از سازمان

بورس

- ۱) صدور اجازه برداشت وجوه به ناشر توسط سازمان بورس و اوراق بهادار جهت پرداخت به بانی / فروشنده دارایی
- ۲) واریز وجوه به حساب بانی / فروشنده دارایی توسط نهاد واسط

مرحله ۹) شروع معاملات ثانویه و پرداخت‌های دوره‌ای اقساط تا سررسید

- ۱) واریز اقساط توسط بانی به نهاد واسط
- ۲) پرداخت اقساط از طریق شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه به دارندگان اوراق



۶- نحوه معامله اوراق

خرید اوراق پس از انتشار یا همان بازار اولیه به صورت پذیرهنویسی انجام می شود. به خرید اوراق از ناشر و یا نماینده قانونی وی و پرداخت یا تعهد پرداخت وجه کامل آن طبق قرارداد، پذیرهنویسی می گویند. پس از اتمام فرآیند پذیرهنویسی دارندگان و متقاضیان اوراق می توانند در بازار ثانویه در روزهای فعالیت بازار بورس معاملات خود را انجام دهند.

معامله اوراق مستلزم داشتن کد معاملاتی فعال در سیستم شرکت سپرده گذاری مرکزی است. علاوه بر آن کلیه خریداران اوراق می بایست هنگام خرید اوراق یک شماره حساب بانکی متمرکز به همراه شماره شب که به نام شخص دارنده باشد، جهت واریز سود و اصل اوراق اعلام نمایند و کارگزار نیز می بایست متعاقباً کد اخذ شده را به همراه شماره حساب به شرکت سپرده گذاری اعلام نماید و سود و اصل مبلغ دارندگان اوراقی که شماره حساب متمرکز خود را اعلام ننمایند را نزد خود نگه داشته و با مراجعه دارنده اوراق و اعلام شماره حساب بانکی، نسبت به پرداخت وجوه مذکور اقدام می نماید.

لازم به ذکر است کلیه کارمزدها و هزینه پذیرهنویسی حسب مورد توسط ناشر یا بانی اوراق پرداخت خواهد شد. لذا کارگزاران خریدار، نباید مبلغی بابت کارمزد از مشتریان اخذ کنند. همچنین در طول دوره پذیرهنویسی، سود علی الحساب روزشمار اوراق از خریداران اوراق اخذ نمی گردد. کارمزد معاملات در بازار ثانویه نیز بر اساس نرخهای مصوب سازمان از خریداران و فروشندگان دریافت خواهد شد.

۷- عملکرد بازار بدهی

ارزش بازار اوراق در فرابورس ایران بر اساس شاخص اوراق اندازه گیری می شود. این شاخص تغییرات آن نسبت به ماه قبل و پایان سال قبل در جدول شماره ۳ نشان داده شده است:



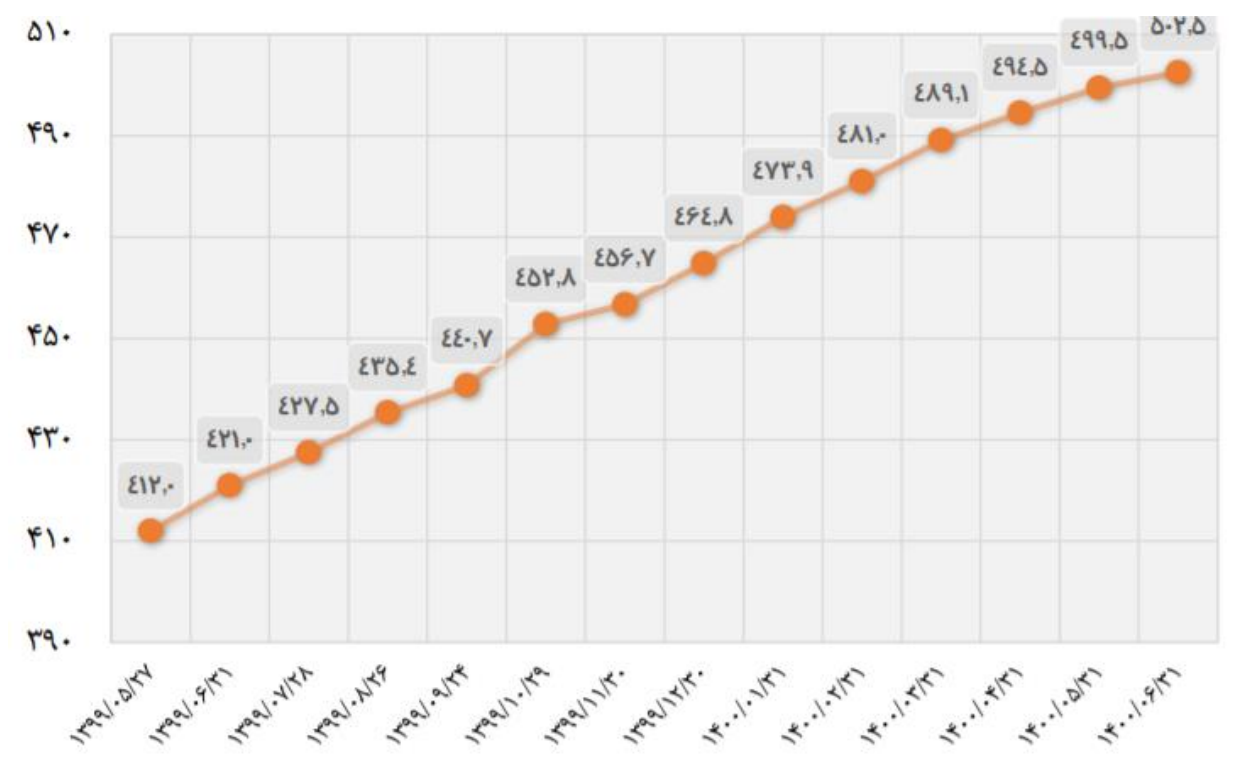
جدول ۳: شاخص صکوک

نام بورس	نام شاخص	تاریخ			درصد تغییرات	
		۱۳۹۹/۱۲/۳۰	۱۴۰۰/۰۵/۳۱	۱۴۰۰/۰۶/۳۱	نسبت به ماه قبل	نسبت به پایان سال قبل
فرا بورس ایران	شاخص کل صکوک	۴۶۴,۸	۴۹۹,۵	۵۰۲,۵	۰,۶۰٪	۸,۱۰٪

ماخذ: فرا بورس ایران

روند یک ساله شاخص صکوک فرا بورس ایران نیز در نمودار زیر نمایش داده شده است.

نمودار ۳: روند یک ساله شاخص صکوک فرا بورس



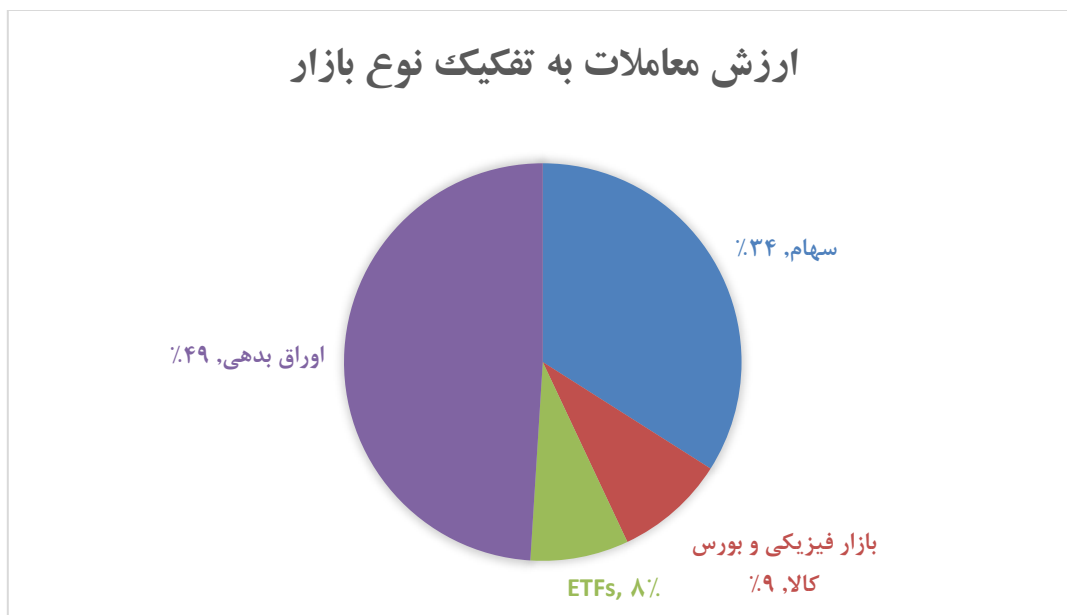
ماخذ: فرا بورس ایران

بازار اوراق بدهی حدود ۶ درصد از کل بازار سرمایه ایران را تشکیل می دهد، ترکیب بازار سرمایه ایران به گزارش

سازمان بورس اوراق بهادار به شرح زیر است:



نمودار ۴: سهم بازارها از کل بازار مالی منتشرشده در شهریور ۱۴۰۰ (ارزش معاملات)



مأخذ: مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس

ارزش کل تأمین مالی صورت گرفته از طریق انتشار انواع اوراق بدهی به تفکیک ماهیت ناشر در جدول زیر

نمایش داده شده است. برای مثال تا پایان شهریورماه ۱۴۰۰ دولت توانسته است از طریق انتشار اوراق بیش از ۱۲۱

هزار میلیارد تومان تأمین مالی کند و تا به این جا بیش از ۹۱ درصد از سهم بازار بدهی را در اختیار دارد.



جدول ۴: ارزش کل تأمین مالی صورت گرفته از طریق انتشار انواع اوراق بدهی به تفکیک ماهیت ناشر

میلیارد ریال

ماهیت ناشر	نوع اوراق	تا پایان شهریور ماه ۱۴۰۰	درصد از کل	سال ۱۳۹۹	درصد از کل
دولتی	اوراق مرابحه عام	۳۴۰,۰۰۰	%۲۵,۶	۱,۳۰۲,۶۵۹	%۵۹,۱
	اسناد خزانه اسلامی	۷۶۰,۰۰۰	%۵۷,۱	۴۳۷,۰۰۰	%۱۹,۸
	اوراق منفعت	۰	%۰	۵۰,۰۰۰	%۲,۳
	اوراق سلف موازی استاندارد	۱۱۵,۰۰۰	%۸,۶	۴۳,۵۷۹	%۲
	مجموع	۱,۲۱۵,۰۰۰	%۹۱,۳	۱,۸۳۳,۲۳۸	%۸۳,۲
شهرداری	اوراق مشارکت	۸,۶۰۰	%۰,۶	۶,۰۰۰	%۰,۳
	مجموع	۸,۶۰۰	%۰,۶	۶,۰۰۰	%۰,۳
	اوراق سلف موازی استاندارد	۲,۵۰۰	%۰,۲	۲۱۵,۵۰۰	%۹,۸
شرکتی	اوراق اجاره	۴۱,۷۰۰	%۳,۱	۱۲۱,۶۴۰	%۵,۵
	اوراق مرابحه	۲۵,۰۰۰	%۱,۹	۱۴,۰۰۰	%۰,۶
	اوراق رهنی	۰	%۰	۱۰,۰۰۰	%۰,۵
	اوراق منفعت	۰	%۰	۲,۰۰۰	%۰,۱
	اوراق گام	۳۶,۳۰۰	%۲,۷	۰	%۰
	اوراق خرید دین	۱,۰۰۰	%۰,۱	۰	%۰
	مجموع	۱۰۶,۵۰۰	%۸	۳۶۳,۱۴۰	%۱۶,۵
	جمع کل بازار اوراق	۱,۳۳۰,۱۰۰	%۱۰۰	۲,۲۰۲,۳۷۸	%۱۰۰

ماخذ: مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس

سهم هر یک از اوراق منتشر شده در بازار بدهی ایران به تفکیک نوع ورقه و منتشرکننده آن در جدول شماره ۵ آمده است.



جدول ۵: مانده اوراق بدهی تا انتهای تابستان ۱۴۰۰

مانده اوراق بدهی	درصد از کل در شهریور ۹۹	درصد از کل در شهریور ۱۴۰۰
دولتی	۸۵,۴۳٪	۸۶,۵٪
اسناد خزانه اسلامی	۲۹,۰۰٪	۳۵,۴٪
اوراق اجاره	۱,۸۵٪	۰٪
اوراق سلف موازی استاندارد	۲,۱۱٪	۳,۷٪
اوراق مرابحه	۳۶,۸۷٪	۴۰٪
اوراق مشارکت	۳,۴۰٪	۰,۷٪
اوراق منفعت	۱۲,۲۱٪	۶,۷٪
شهرداری	۲,۳۴٪	۱,۵٪
اوراق مشارکت	۲,۳۴٪	۱,۵٪
شرکتی	۱۲,۲۳٪	۱۱,۹٪
اوراق اجاره	۵,۴۱٪	۵,۵٪
اوراق رهنی	۰,۶۴٪	۰,۳٪
اوراق خرید دین	۰,۰۱٪	۰٪
اوراق گام	۰,۰۰٪	۰,۱٪
اوراق سلف موازی استاندارد	۳,۳۷٪	۳,۸٪
اوراق مرابحه	۱,۰۹٪	۱,۳٪
اوراق مشارکت	۰,۳۸٪	۰,۱٪
اوراق منفعت	۱,۳۵٪	۰,۸٪
مجموع کل	۱۰۰,۰۰٪	۱۰۰,۰۰٪

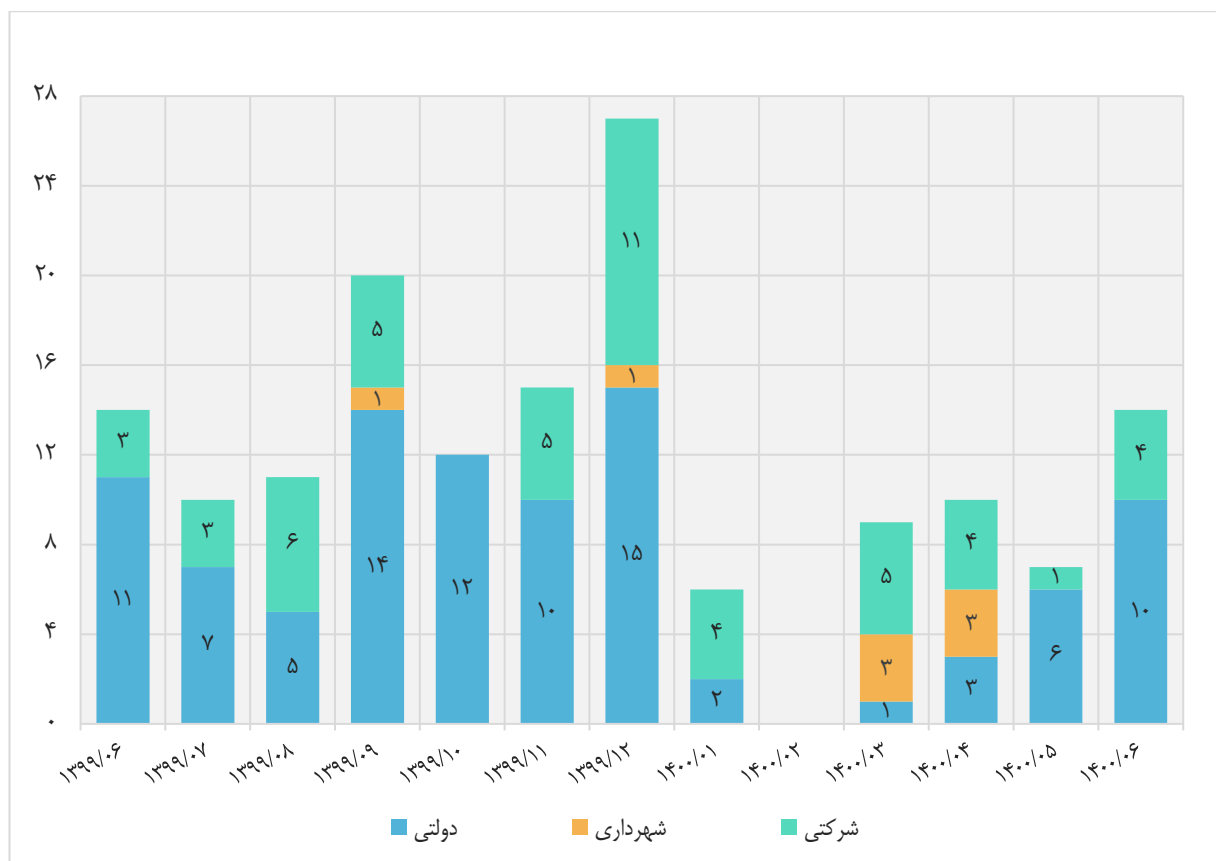
ماخذ: مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس

ملاحظه می‌شود که مانده اوراق بدهی شرکتی در ۳۱ شهریور ۱۴۰۰ حدود ۱۲ درصد از کل اوراق مانده را در برمی‌گیرد. اوراق بدهی منتشره از سوی شهرداری نسبت به سال گذشته ۲۶۰ میلیارد تومان رشد داشته است این در حالی است که اوراق بدهی دولتی علی‌رغم اینکه سهم بیشتری از بازار بدهی را از آن خود کرده است اما به لحاظ ارزش کاهشی حدود ۶۰ هزار میلیارد تومانی داشته است.



با توجه به افزایش انتشار اوراق توسط دولت، متوسط نرخ بهره اوراق نیز روند افزایشی داشته است به طوری که از پس از یک کاهش از ابتدای سال ۱۳۹۹، با شروع افزایش انتشار اوراق نرخ بهره نیز از حدود ۱۴ درصد در اواخر خردادماه ۱۳۹۹ به حدود ۲۳ درصد در انتهای شهریور ۱۴۰۰ رسیده است. به نظر می رسد با توجه به ادامه دار بودن انتشار اوراق تا پایان سال این نرخ می تواند اعدا بالاتری را نیز تجربه کند.

نمودار ۵: روند یک ساله تعداد مانده اوراق بدهی منتشره به تفکیک ماهیت ناشر



ماخذ: مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس

انتشار اوراق بدهی در ۶ ماهه سال ۱۴۰۰ نسبت به سال ۹۹ نزدیک به ۲۵ درصد افزایش یافته و به ۱۲۱۵۰۰۰ میلیارد ریال رسیده است.



بر اساس بند اول از قسمت منابع حاصل از واگذاری دارایی‌های مالی لایحه بودجه سال ۱۴۰۰، ۱۲۵ هزار میلیارد تومان برای منابع حاصل از فروش و واگذاری انواع اوراق بهادار اسلامی مقرر شده است که از این مقدار، ۷۰ هزار میلیارد تومان بابت پیش‌فروش نفت یا سایر اوراق مالی اسلامی در نظر گرفته شده است. از طرف دیگر بر اساس گزارش مرکز پژوهش‌های مجلس، تخمین میزان کسری بودجه برای سال ۱۴۰۰ حدود ۳۰۰ هزار میلیارد تومان خواهد بود.^۷ با توجه به این ارقام به نظر می‌رسد که دولت میزان در نظر گرفته شده برای تأمین مالی از فروش اوراق در کل سال ۱۴۰۰ را در ۶ ماهه ابتدایی انجام داده است، اما با توجه به تأمین نشدن سایر منابع هم چنان برای رفع کسری بودجه خود نیازمند انتشار و فروش اوراق است. با توجه به تخمین کسری بودجه و با فرض اینکه قرار باشد همه کسری از طریق فروش اوراق تأمین شود، به نظر می‌رسد که دولت با فروش ۱۲۱ هزار میلیارد تومان توانسته حدود ۳۳ درصد از ۳۷۰ میلیارد تومان موردنظر را در ۶ ماه اول تأمین کند و به همین دلیل انتظار می‌رود که تا پایان سال ۱۴۰۰ سهم تأمین مالی از طریق انتشار اوراق همچنان فزاینده باشد.

دولت تا پایان شهریورماه، ۷۶۰ هزار میلیارد ریال معادل ۵۷ درصد از کل اوراق بدهی منتشر شده اسناد خزانه اسلامی منتشر کرده است. نکته‌ای که در مورد اسناد خزانه اسلامی وجود دارد این است که این اوراق در بخش خدمات نیز کاربرد دارد و به همین دلیل انتشار قابل توجه آن این علامت را به ذهن متبادر می‌کند که انگیزه‌های اصلی دولت برای انتشار این اوراق، جبران بدهی‌های خدماتی خود مانند حقوق و دستمزد و دیگر هزینه‌های جاری بوده است.

^۷ <https://rc.majlis.ir/fa/report/show/۱۶۷۷۰۷۹>



۸- کاربرد اوراق دولت

۸-۱- تأمین مالی و مدیریت نقدینگی

شیوه بسیار مناسبی برای مدیریت نقدینگی است. بانک‌ها و مؤسسه‌های مالی اسلامی می‌توانند با یاری گرفتن از آن، نقدینگی خود را مدیریت کنند، به این صورت که اگر نقدینگی مازادی داشته باشند به خرید اوراق و چنان‌که نیاز به نقدینگی داشتند، به فروش آن‌ها در بازارهای ثانوی اقدام می‌کنند و از این راه کسری یا مازاد منابع نقدی خود را مدیریت می‌کنند. (تسخیری، ۱۳۸۶)

۸-۲- تسهیل سیاست‌گذاری پولی

در اجرای سیاست پولی، بانک مرکزی می‌تواند مستقیماً از قدرت تنظیم‌کنندگی خود استفاده نموده و یا به طور غیرمستقیم از اثرگذاری بر روی شرایط بازار پول به عنوان انتشار دهنده پول پر قدرت (اسکناس و مسکوک در جریان و سپرده‌های نزد بانک مرکزی) استفاده نماید. از مهم‌ترین ابزارهای غیر مستقیم بانک مرکزی استفاده از اوراق بدهی بانک مرکزی است که اجرای بهینه این سیاست‌های پولی توسط بانک مرکزی، توسط ابزار اصلی و محوری عملیات بازار باز صورت می‌گیرد که به بانکها انعطاف لازم را در مدیریت نقدینگی و مداخله در بازار پولی اعطاء می‌نمایند.

انتشار و عرضه اوراق مشارکت بانک مرکزی از جمله ابزارهای سیاست انقباضی و اجرای عملیات بازار باز است؛ به‌طوری که با عرضه این اوراق از حجم نقدینگی کاسته‌شده و وجوه این اوراق نزد بانک مرکزی مسدود می‌گردد. در بخش پایه پولی نیز انتشار این اوراق موجب افزایش جزء بدهی‌های بانک مرکزی و کاهش پایه پولی خواهد شد. لذا در مجموع انتشار اوراق موجبات کاهش رشد نقدینگی را فراهم می‌سازد. در واقع سیاست‌گذار پولی را قادر می‌نماید تا در مواقع لزوم از طریق کنترل نقدینگی، دستیابی به نرخ تورم پایین را میسر سازد.

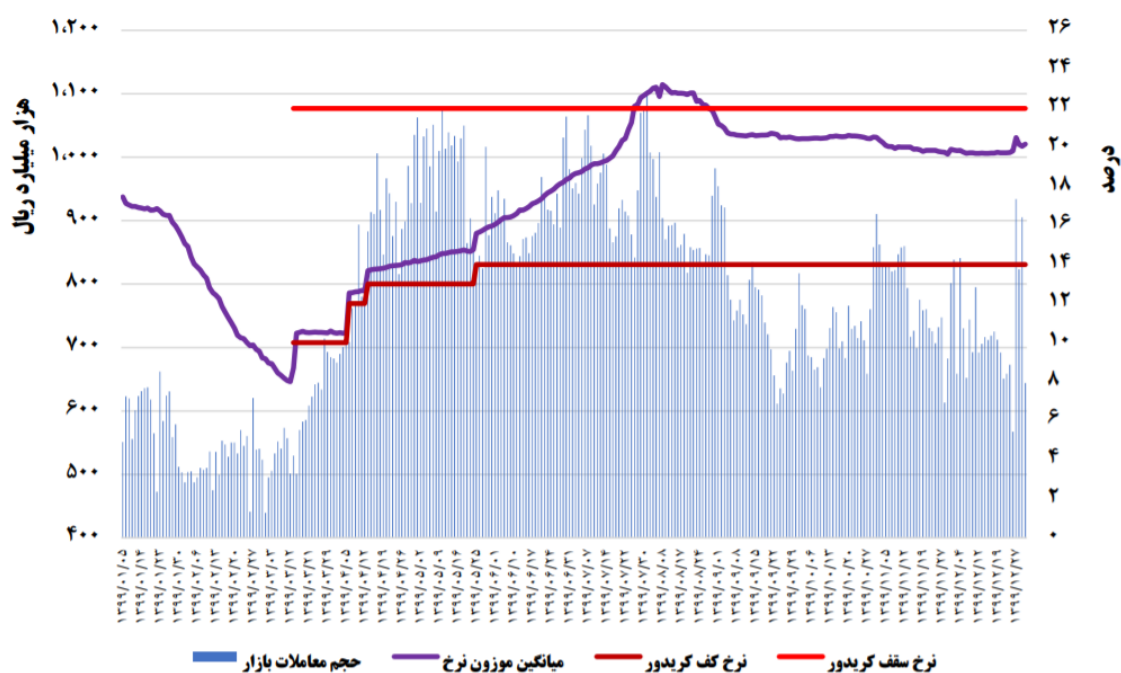


۸-۳- عملیات ریپو

ریپو قراردادی است که بر اساس آن یک سرمایه گذار، اوراق بهادار خود را به سرمایه گذار دیگری واگذار کرده و به طور هم زمان متعهد می شود که همان اوراق بهادار یا معادل آن را در آینده و باقیمت بالاتر و از قبل تعیین شده بازخريد کند.

مطابق دستورالعمل و شیوه نامه اجرایی «انجام عملیات بازار باز و اعطای اعتبار در قبال اخذ وثیقه» بانک ها مشروط به تودیع وثیقه می توانند از اعتبارات کوتاه مدت بانک مرکزی استفاده کنند. بر این اساس مؤسسات مالی که نیاز به تأمین نقدینگی کوتاه مدت دارند می توانند با استفاده از اوراق و وثیقه قرار دادن آن ها از طریق قرارداد ریپو از بانک مرکزی و یا سایر مؤسسات مالی مانند بانک ها، شرکت ها و صندوق های سرمایه گذاری که دارای وجوه نقد مازاد هستند، تأمین مالی کنند.

نمودار ۶: نمای کلی بازار بین بانکی در سال ۱۴۰۰



ماخذ: بانک مرکزی



در نمودار شماره ۶ نمای کلی بازار بین بانکی بر اساس آخرین گزاری منتشر شده تویط بانک مرکزی، نشان داده شده است. بانک مرکزی با در نظر گرفتن کریدور به دنبال مدیریت نرخ بهره بین بانکی به عنوان نرخ بهره مبنا است. با گسترش شیوع کرونا و کاهش تقاضا اعتبار، نرخ بین بانکی در بهار سال ۱۳۹۹ بایثت نرخ حدود ۸ درصد به کمترین مقدار خود در دو سال اخیر رسید. پس از آن باافزایش انتشار اوراق در بازار بین بانکی و انجام عملیات ریپو توسط بانک مرکزی و از طرف دیگر بهبود چشم انداز و افزایش تقاضا اعتبار، این نرخ شروع به افزایش کرد.

جدول شماره ۶ نیز جزییات معاملات بازار بین بانکی را برای دو سال ۱۳۹۸ و ۱۳۹۹ آورده است. بر اساس داده های منتشر شده، حجم معاملات در سال ۱۳۹۹ نسبت به سال ۱۳۹۸ افزایش قابل توجهی داشته است که این خود بیانگر حضور فعال تر بانک مرکزی در این بازار است.



جدول ۶: عملکرد بازار بین بانکی به تفکیک ماه در سال های ۱۳۹۸ و ۱۳۹۹

وضعیت بازار		متوسط حجم روزانه (هزار میلیارد ریال)		میانگین موزون نرخ (درصد)	
ماه		۱۳۹۸	۱۳۹۹	۱۳۹۸	۱۳۹۹
فروردین		۴۳۵.۱	۵۸۹.۴	۱۹.۸۱	۱۶.۶۸
اردیبهشت		۶۶۲.۷	۵۲۱.۹	۱۹.۷۹	۱۱.۷۱
خرداد		۷۲۷.۵	۵۸۴.۲	۱۹.۴۴	۹.۷۲
تیر		۶۵۹.۷	۸۴۸.۱	۱۹.۳۸	۱۳.۱۴
مرداد		۵۸۹.۰	۹۶۸.۹	۱۹.۴۸	۱۴.۷۹
شهریور		۶۵۰.۶	۹۰۹.۳	۱۹.۱۸	۱۷.۱۹
مهر		۶۱۶.۱	۹۵۶.۴	۱۸.۸۸	۱۹.۹۷
آبان		۶۶۴.۶	۹۰۴.۱	۱۸.۷۶	۲۲.۶۳
آذر		۶۸۹.۲	۷۵۴.۴	۱۸.۳۲	۲۰.۶۸
دی		۷۱۰.۱	۷۲۳.۴	۱۸.۴۷	۲۰.۵۲
بهمن		۷۸۴.۷	۷۷۷.۶	۱۸.۴۴	۱۹.۹۸
اسفند		۸۰۵.۲	۷۲۸.۵	۱۸.۳۴	۱۹.۸۴
کل بازار		۶۶۸.۴	۷۷۵.۳	۱۸.۹۷	۱۷.۵۵

ماخذ بانک مرکزی

۸-۴- صندوق های سرمایه گذاری

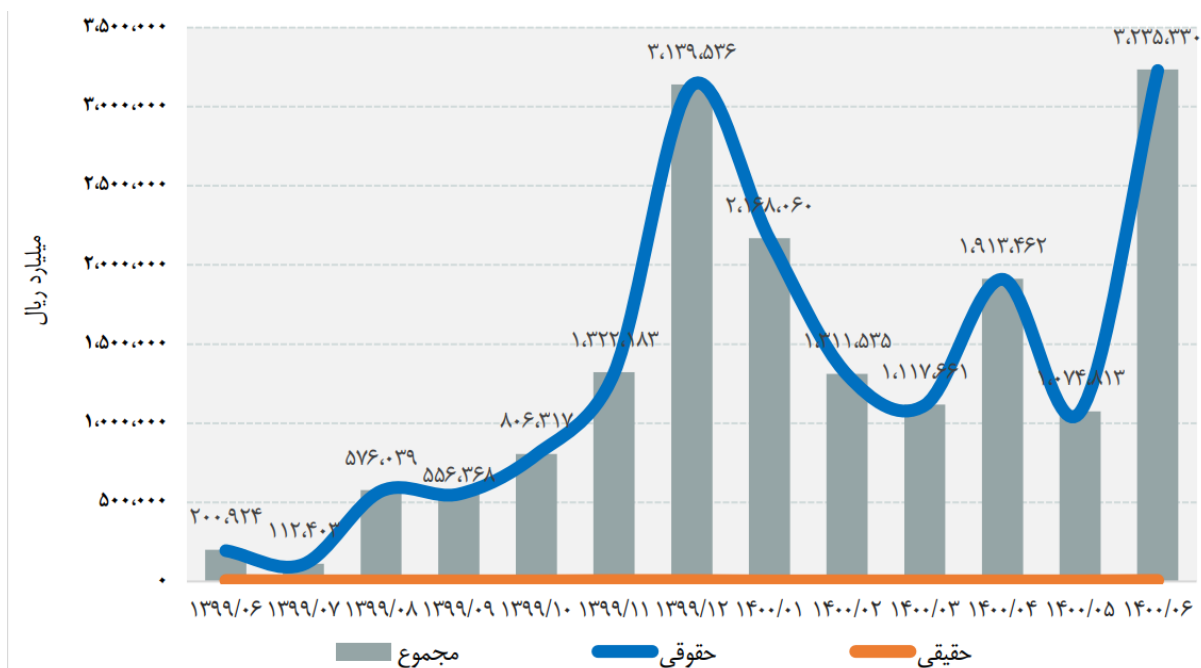
صندوق های سرمایه گذاری مشترک با درآمد ثابت و پیش بینی سود، بهترین گزینه برای سرمایه گذاری بدون ریسک هستند. چراکه بیشترین حجم وجوه این دسته از صندوق ها در منابعی با درآمد ثابت مثل سپرده های بانکی، اوراق مشارکت و سایر اوراق بهادار با درآمد ثابت سرمایه گذاری می شود و تنها بخش کوچکی از دارایی های



صندوق به خرید سهام اختصاص می‌یابد. به این ترتیب امکان پیش‌بینی نرخ سود در این صندوق‌ها فراهم شده و به‌طور معمول، سود پیش‌بینی شده این صندوق‌ها در دوره‌های یک‌ماهه یا سه‌ماهه پرداخت می‌شود.

بنابراین با استفاده از اوراق منتشر شده صندوق‌ها می‌توانند مدیریت ریسک و سرمایه انجام داده و از طرف دیگر متناسب با ترجیحات سرمایه‌گذاران برای آن‌ها گزینه‌های متنوعی را فراهم کنند. در نمودار (۷) سهم بالای ارزش معاملات حقوقی در معاملات اوراق و نمودار (۸) هم حجم ناچیز معاملات خرد در کل حجم معاملات کل اوراق نشان می‌دهد که می‌تواند بیانگر سهم بالای صندوق‌های سرمایه‌گذاری در معاملات اوراق باشد.

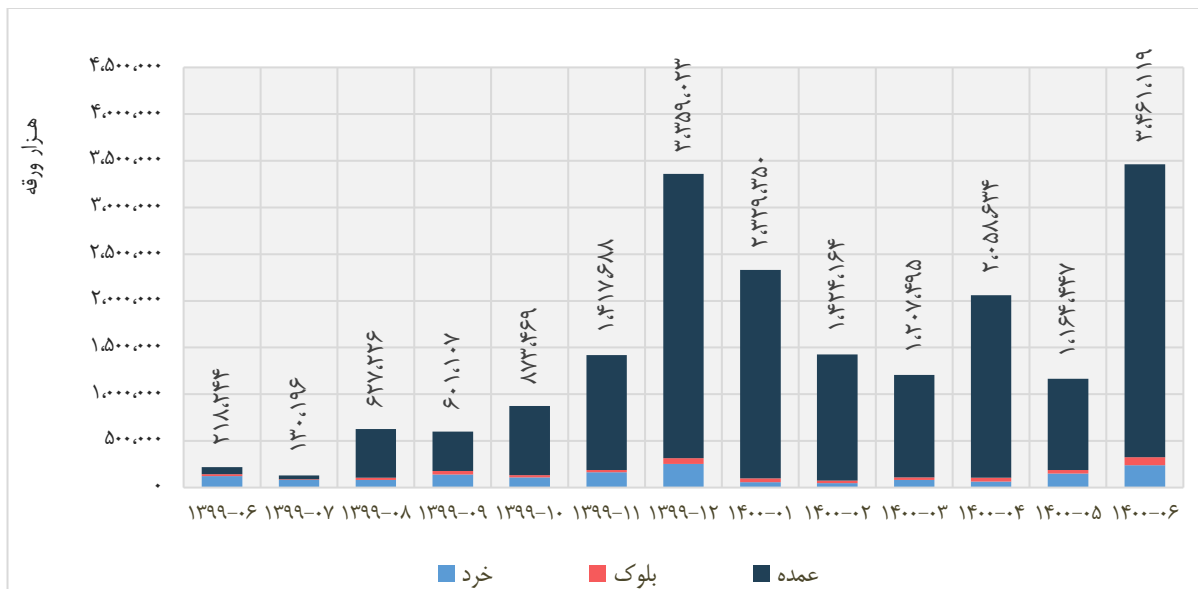
نمودار ۷: روند یک‌ساله ارزش معاملات اشخاص حقیقی و حقوقی در اوراق بدهی



ماخذ: مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس



نمودار ۸: روند یک ساله حجم معاملات اوراق بدهی به تفکیک نوع معاملات



ماخذ: مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس

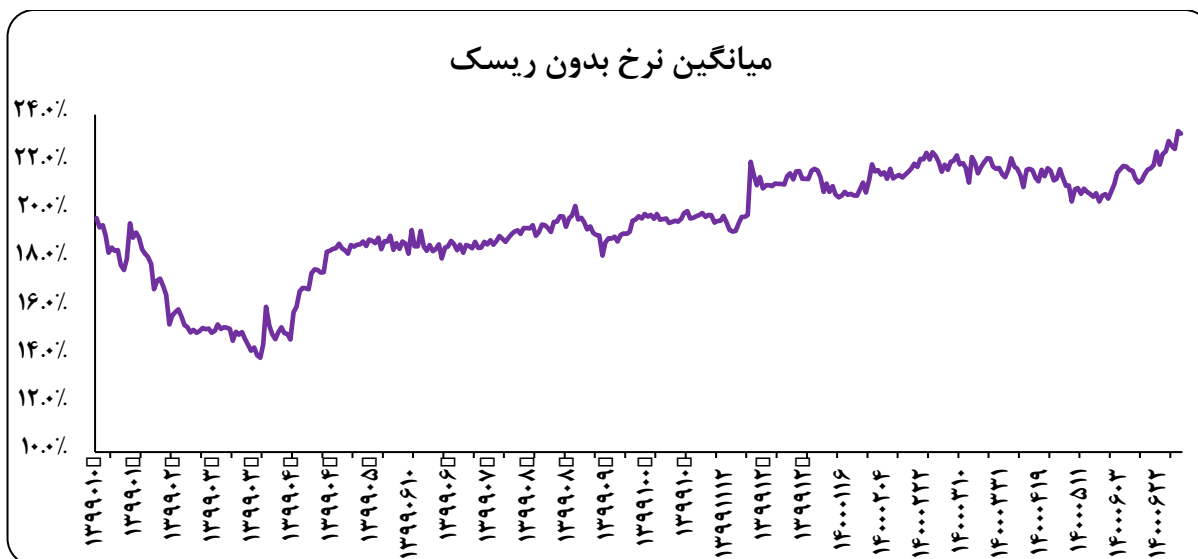
۸-۵- مدیریت سرمایه

اوراق منتشر شده ابزار بسیار مناسبی برای مدیریت ریسک و نااطمینانی است. فعالان اقتصادی در مسیر سرمایه گذاری با انواعی از موقعیت های بازده و ریسک مواجه هستند. تنوع ابزارهای مالی اسلامی از جهت بازده و ریسک به آنان این امکان را می دهد تا متناسب با شرایط سرمایه گذاری و متناسب با سلیقه های سرمایه گذاران مالی اقدام به انتشار اوراق بهادار کرده و ریسک خود را مدیریت کنند. (تسخیری، ۱۳۸۶)

۸-۶- کشف نرخ سود بدون ریسک مورد انتظار بازار

با انتشار و معامله اوراق مختلف با سر رسیدهای متفاوت در بازار بدهی علاوه بر نرخ های بازده اوراق، نرخ سود آتی نیز که فواصل زمانی سر رسیدهای مختلف را در برمی گیرد قابل کشف است و این می تواند مبنایی برای سیاست گذاری و مدیریت انتظارات فعالین اقتصادی باشد. متوسط نرخ بهره اوراق معامله برای هر روز در نمودار شماره ۹ نشان داده شده است.

نمودار ۹: میانگین نرخ سود اوراق منتشر شده



ماخذ: فرایورس ایران

۸-۷- فراهم آوردن بستر لازم برای توسعه ابزارهای مالی بازار

هرچند که هدف اصلی اوراق منتشرشده تأمین مالی است ولی نرخ بازده این اوراق نرخ سود بدون ریسک در اقتصاد را نشان می‌دهد که می‌تواند به‌عنوان معیاری برای نرخ‌گذاری سایر ابزارهای مالی در نظام مالی استفاده شود.

۹- جمع بندی

کسری بودجه یکی از مهم ترین چالش هایی است که اقتصاد ایران با آن مواجه است. از مهم ترین روش های تأمین مالی مبتنی بر بدهی که استفاده از آن ها در کشور ما متداول است می توان به صندوق توسعه ملی، تسهیلات بانکی، انتشار اوراق مختلف اشاره کرد که توضیح هر کدام از آن ها در مباحثی که گذشت مطرح شد. اما روشی که در این نوشتار بیشتر مورد بررسی قرار گرفت، روش تأمین مالی با استفاده از انتشار اوراق بدهی بود. در این روش، دولت ها برای جبران کسری بودجه، اقدام به ایجاد بدهی از طریق انتشار اوراق می کنند. این اوراق با توجه به شرایط اقتصادی و هزینه تأمین مالی در اقتصاد با نرخ های بهره متفاوتی را به فروش می رسند.



ظهور و توسعه انواع و طبقات مختلف اوراق به طور عمده ناشی از تقاضای بازار است. اوراق را می توان به طرق مختلفی دسته بندی نمود. یکی از این ها، تقسیم بندی اوراق بر مبنای قراردادها و عقود است که اوراق بر مبنای آن منتشر می شود بر این اساس به چند نوع از اوراقی که انتشار آن توسط دولت ممکن است اشاره شد و ویژگی ها و کاربردهای هر کدام مورد بررسی قرار گرفت. اگر هزینه های دولت را در چند دسته هزینه های جاری، بدهی های معوقه، تأمین کالاهای مصرفی و سرمایه ای، خرید خدمات، اجرای طرح های عمرانی جدید و تکمیل طرح های عمرانی در نظر بگیریم، هر کدام آ ر اوراق با توجه به ویژگی هایش قابل استفاده برای تأمین مالی برخی از هزینه های دولت است، که اسناد خزانه اسلامی بیشترین انعطاف را از این جهت برای تأمین مالی دولت دارد.

دولت جهت تأمین مالی خود، تا پایان شهریورماه ۱۴۰۰، ۷۶۰ هزار میلیارد ریال معادل ۵۷ درصد از کل اوراق بدهی منتشر شده اسناد خزانه اسلامی منتشر کرده است. نکته ای که در مورد اسناد خزانه اسلامی وجود دارد این است که این اوراق در بخش خدمات نیز کاربرد دارد و به همین دلیل انتشار قابل توجه آن این علامت را به ذهن متبادر می کند که انگیزه های اصلی دولت برای انتشار این اوراق، جبران بدهی های خدماتی خود مانند حقوق و دستمزد و دیگر هزینه های جاری بوده است.

با توجه به افزایش انتشار اوراق توسط دولت، متوسط نرخ بهره اوراق نیز روند افزایشی داشته است به طوری که از حدود ۱۴ درصد در اواخر خردادماه ۱۳۹۹ به حدود ۲۳ درصد در انتهای شهریور ۱۴۰۰ رسیده است.

انتشار اوراق علاوه بر تأمین مالی که برای دولت دارد، کارکردهای دیگری نیز می تواند داشته باشد. تسهیل اجرای سیاست پولی و انجام عملیات ریپو، مدیریت سرمایه، کشف سود بدون ریسک مورد انتظار بازار و فراهم آوردن زمینه توسعه ابزارهای مالی از جمله آنها است که مدیریت انتشار اوراق و بدهی های دولت را بیش از پیش ضرورت پیدا می کند.



علاوه بر این کارکردها، افزایش بی‌رویه تعهدات دولت بدون مدیریت و توجه به بازپرداخت آن‌ها می‌تواند در ادامه خود تبدیل به مشکل جدیدی برای اقتصاد ایران شود. عدم انجام طرح‌های عمرانی انتفاعی؛ مشکلات در فروش نفت و ارزآوری از این طریق؛ همچنین عدم امکان دریافت مالیات بالاتر در آینده نهایتاً منجر به این مسئله می‌شود که دولت برای بازپرداخت بدهی خود دوباره دست به استقراض از بانک مرکزی زده و چرخه ایجاد تورم و تبعات آن دوباره در اقتصاد ایران بروز کند.

۱۰- منابع و مآخذ

- تأمین سرمایه بانک ملت (۱۳۹۰)، راهنمای انتشار صکوک، شرکت تأمین سرمایه بانک ملت، تهران.
- تسخیری، محمدعلی (۱۳۸۶)، مبانی شرعی اوراق بهادار اسلامی (صکوک)، مجله اقتصاد اسلامی، شماره ۲۷.
- توحیدی، محمد، (۱۳۹۳) "نقش بازار سرمایه در تحقق سیاست‌های اقتصاد مقاومتی"، مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی،
- توحیدی، م و یارمحمدی، ر. (۱۳۹۶). بررسی تحلیلی وضعیت بازار اوراق بهادار اسلامی (صکوک) در ایران و جهان. تهران: مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی گروه بازارها و ابزارهای مالی.
- قاسمی ارمکی، ع. (۱۳۹۱). راهنمای انتشار صکوک (نسخه چاپ اول). تهران: کیومرث.
- قانون مدنی جمهوری اسلامی ایران
- دولتی، نیکو؛ جعفری، ابوالفضل، ۱۳۸۸، «بررسی چالش‌های مالیاتی تأمین مالی از طریق صکوک اجاره»، فصلنامه مطالعات اقتصاد اسلامی، سال دوم، شماره دوم.
- موسوی خمینی، روح الله (۱۳۸۵ ش)، تحریر الوسیله، تهران: مؤسسه تنظیم و نشر آثار امام خمینی (ره)
- موسوی خمینی، روح الله (بی‌تا)، استفتائات جدید، ج ۲



- سازمان بورس و اوراق بهادار مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی گروه بازارها و ابزارهای مالی
عنوان: طبقه بندی ابزارهای مالی اسلامی (صکوک) تهیه کننده: مجتبی کاوند : ۹۶-۱۴-۲۰۱۷ گزارش
کد تاریخ گزارش: مرداد ۱۳۹۶
- توحیدی، محمد، رضا یارمحمدی، فصلنامه علمی اقتصاد و بانکداری اسلامی، شماره بیست و هشتم،
پاییز ۱۳۹۸ -صفحات ۷۶-۴۱ نوع شناسی و طبقه بندی اوراق بهادار اسلامی (صکوک) از منظر معیارهای
گوناگون
- توحیدی، محمد، تحلیلی بر ابعاد فقهی اسناد خزانه اسلامی منتشره در ایران، نشریه علمی «پژوهش های
راهبردی بودجه و مالی»، زمستان ۱۳۹۹، سال اول، شماره ۴: ۴۴- ۹۹
- سلمانی، یونس، کاظم یآوری، حسین اصغرپور، بهرام سحابی، ۱۳۹۷، اثرات اقتصاد کلان انواع بدهی
های دولت در ایران، تحقیقات مدل سازی اقتصادی تابستان ۱۳۹۷ شماره ۳۲
- سلیمی فر مصطفی؛ زهرا شیرزور، ۱۳۸۹، بررسی کارایی اطلاعاتی بورس اوراق بهادار به روش آزمون
نسبت واریانس، مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، دوره ۱، شماره ۵، زمستان ۱۳۸۹، صفحه ۱-۳۱
- موحد، سجاد؛ ۱۴۰۰، انتشار اوراق تا چه زمان راه حل تأمین کسری بودجه دولت است؟،

<https://www.sena.ir/>



مدیریت ریسک و مطالعات اقتصادی

تهران، خیابان ولیعصر، خیابان امین گاج آبادی، شماره ۷۵
تلفن: ۰۲۱-۲۶۳۱۵۰۰۰-۵ نمایر: ۰۲۱-۲۶۳۱۴۹۹۹

ER@karafarinbank.ir www.karafarinbank.ir