



انجمن مالی اسلامی ایران  
Iranian Association of Islamic Finance

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

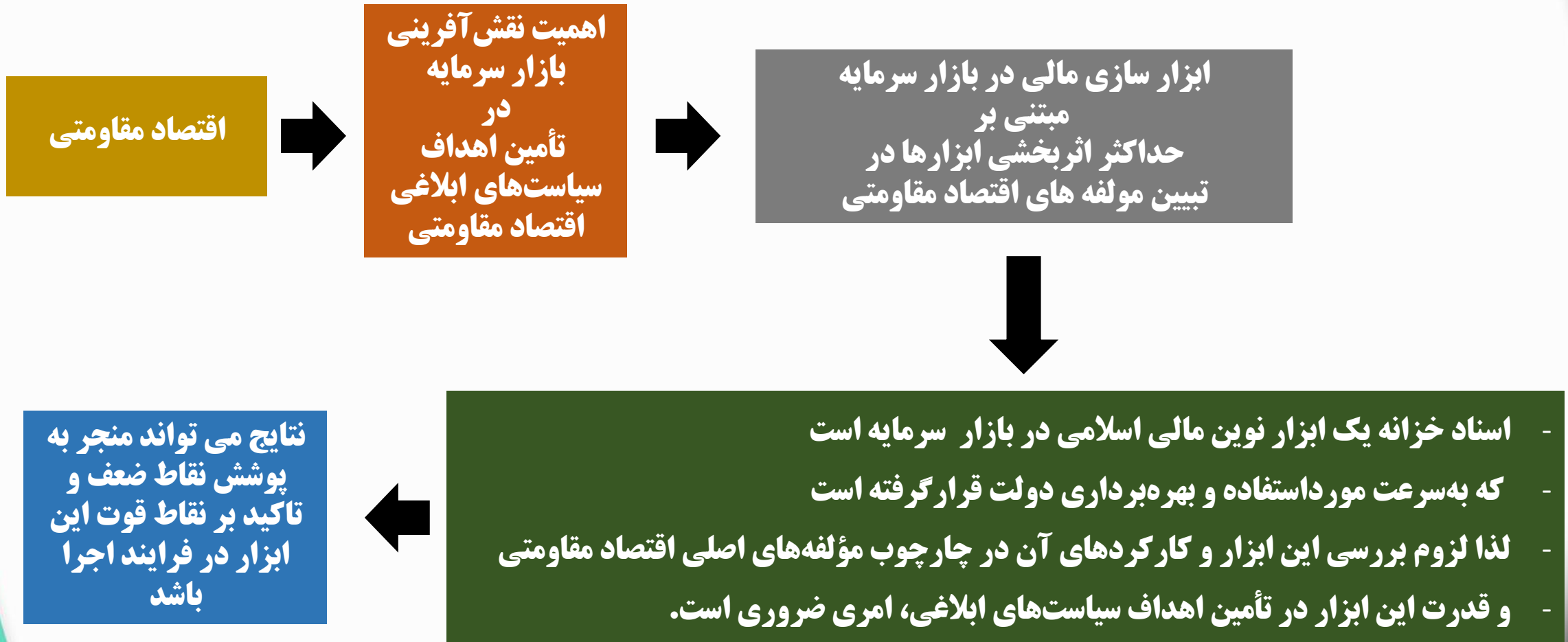
# دومین همایش مالی اسلامی

# نقش اسناد خزانه اسلامی در تحقق مؤلفه‌ها و اهداف سیاست‌های ابلاغی اقتصاد مقاومتی

محمدنقی نظریور

محمد حسین صدرایی

## بیان مسئله



## سؤال اصلی، روش تحقیق و فرضیه

- سؤال اصلی مقاله: اسناد خزانه اسلامی از طریق چه کانال‌هایی می‌تواند مؤلفه‌های اصلی اقتصاد مقاومتی و اهداف مستتر دربندهای سیاست‌های ابلاغی را محقق نماید؟
- جهت پاسخگویی به این سؤال با اتکا به روش تحلیلی - توصیفی و استفاده از منابع کتابخانه‌ای، به بررسی این فرضیه می‌پردازیم که اسناد خزانه اسلامی، از طریق حمایت از تولید ملی، حمایت از کار و کارگر ایرانی، کارآفرینی، شفافیت بدهی‌های دولت، استفاده حداکثری از منابع و کاهش وابستگی دولت به نفت، بر مؤلفه‌های اقتصاد مقاومتی تاثیرگذار است.
- نتایج حکایت از اثر مثبت اسناد خزانه از طریق متأثر نمودن این متغیرها بر مولفه‌های اقتصاد مقاومتی دارد.



# ادبیات موضوع و پیشینه تحقیق

## مطالعاتی که پیرامون اقتصاد مقاومتی است

مطالعات نیز در خصوص چیستی اقتصاد مقاومتی، تبیین تعاریف و مفاهیم مرتبط با آن و روش‌های تحقق سیاست‌های ابلاغی اقتصاد مقاومتی



ممبینی (۱۳۹۱): "مؤلفه‌ها و شاخص‌های اقتصاد مقاومتی"
تاری و کاویانی (۱۳۹۲): "اقتصاد مقاومتی و مؤلفه‌های آن"
عربی (۱۳۹۲): "اقتصاد مقاومتی در بیانات مقام معظم رهبری"
شهبانی و نخلی (۱۳۹۲): "مؤلفه‌های اقتصاد مقاومتی در ادبیات رایج و در بیان مقام معظم رهبری"
نظرپور و لطفی‌نیا (۱۳۹۳): «عنوان نقش بورس اوراق بهادار در تحقق سیاست‌های کلی اقتصاد مقاومتی»
غیاثوند و عبد‌الشاه (۱۳۹۴): "شاخص‌های تاب‌آوری"
فشاری و پورغفار (۱۳۹۳): "بررسی و تبیین الگوی اقتصاد مقاومتی در اقتصاد ایران"
لاجوردی، ابونوری و بشارتی (۱۳۹۵): "برآورد شاخص تاب‌آوری اقتصادی ایران و ارائه راهکارهای بهبود"

مطابق آنچه در مطالعات مختلف آمده است

نحوه اثرگذاری و اثرپذیری بازار سرمایه به صورت عام و ابزارهای مالی اسلامی مورد انتشار در بازار سرمایه به صورت خاص و

مجاری این اثرگذاری‌ها، به صورت جامع بررسی نشده است.

از این رو با توجه به آنکه مطالعه حاضر به بررسی رابطه یک ابزار مالی نوین اسلامی با اقتصاد مقاومتی و به نحوه تأثیرپذیری و تأثیرگذاری این ابزار بر آن را می‌پردازد و رابطه بین ادبیات مرسوم بازار سرمایه و کارکردهای بازار بدهی با اقتصاد مقاومتی است، لذا در نوع خود مطالعه‌ای نوین و مفیدی است.

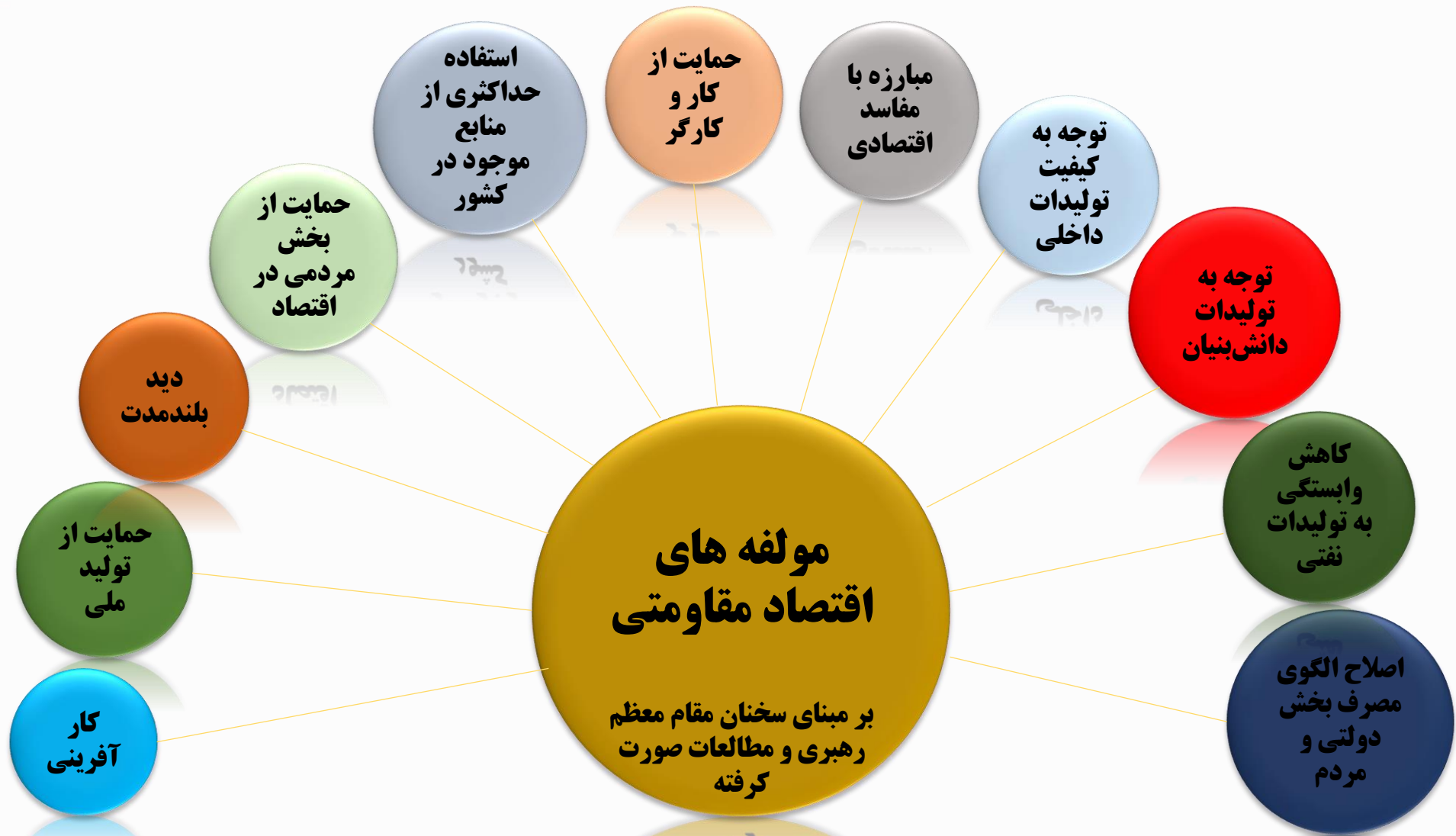
## مطالعاتی که پیرامون اسناد خزانه اسلامی است

این مطالعات بیشتر پیرامون چیستی این ابزار و مباحث مرتبط با آن از منظر حقوقی، فقهی، معاملات در بازار ثانویه و کارکردهای آن است.



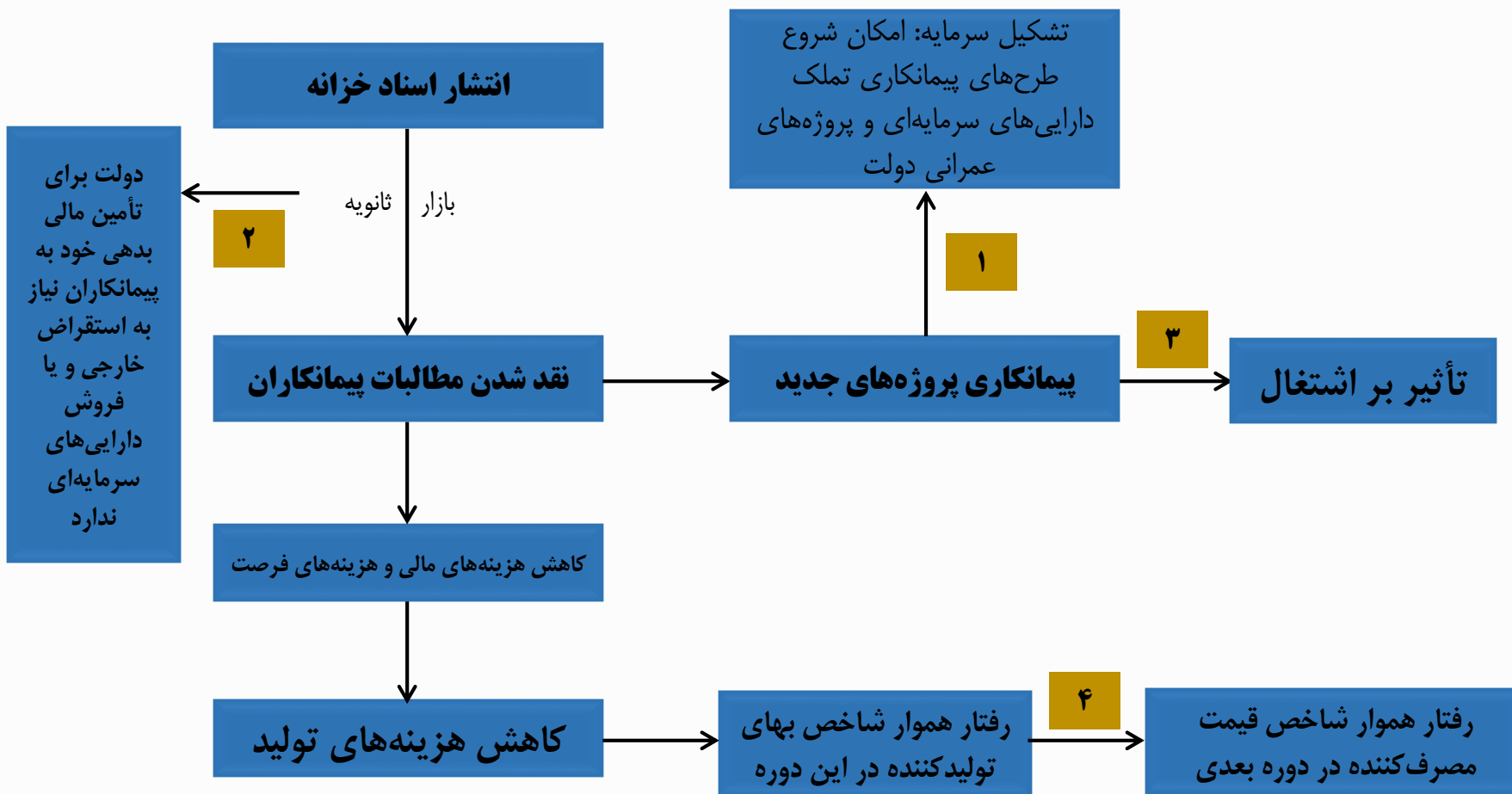
مقدسی (۱۳۷۳): "سیاست پولی؛ انتخاب ابزاری به عنوان جایگزین"
فراهانی فرد (۱۳۸۱): "سیاست اقتصادی در اسلام"
صالح آبادی (۱۳۸۴): "بررسی اوراق قرضه اسلامی در مالزی از دیدگاه فقه امامیه"
موسویان و الهی (۱۳۸۹): "امکان‌سنجی فقهی تشکیل بازار بین‌بانکی در بانکداری اسلامی"
قضاوی و بازمحمدی (۱۳۸۹): "عملیات بازار باز در چارچوب بانکداری بدون ربا، مطالعه موردی اسناد خزانه"
موسویان، نظرپور و خزائی (۱۳۸۹): "امکان‌سنجی فقهی طراحی اسناد خزانه اسلامی در بازارهای مالی اسلامی"
خادم‌الحسینی اردکانی و موسویان (۱۳۹۱): "مهندسی مالی اسناد خزانه اسلامی"
فیاضی و نظرپور (۱۳۹۴): "استفاده از اسناد خزانه اسلامی برای تأمین مالی طرح‌های تملک دارایی‌های سرمایه‌ای دولت"
ذاکرنیا و حبیب‌الهی (۱۳۹۵): "ارائه مدل قیمت‌گذاری اسناد خزانه اسلامی مبتنی بر چارچوب اوراق بهادار سازی"
حکیم (۲۰۰۷): "مرجع بانکداری اسلامی"

# مولفه های اقتصاد مقاومتی

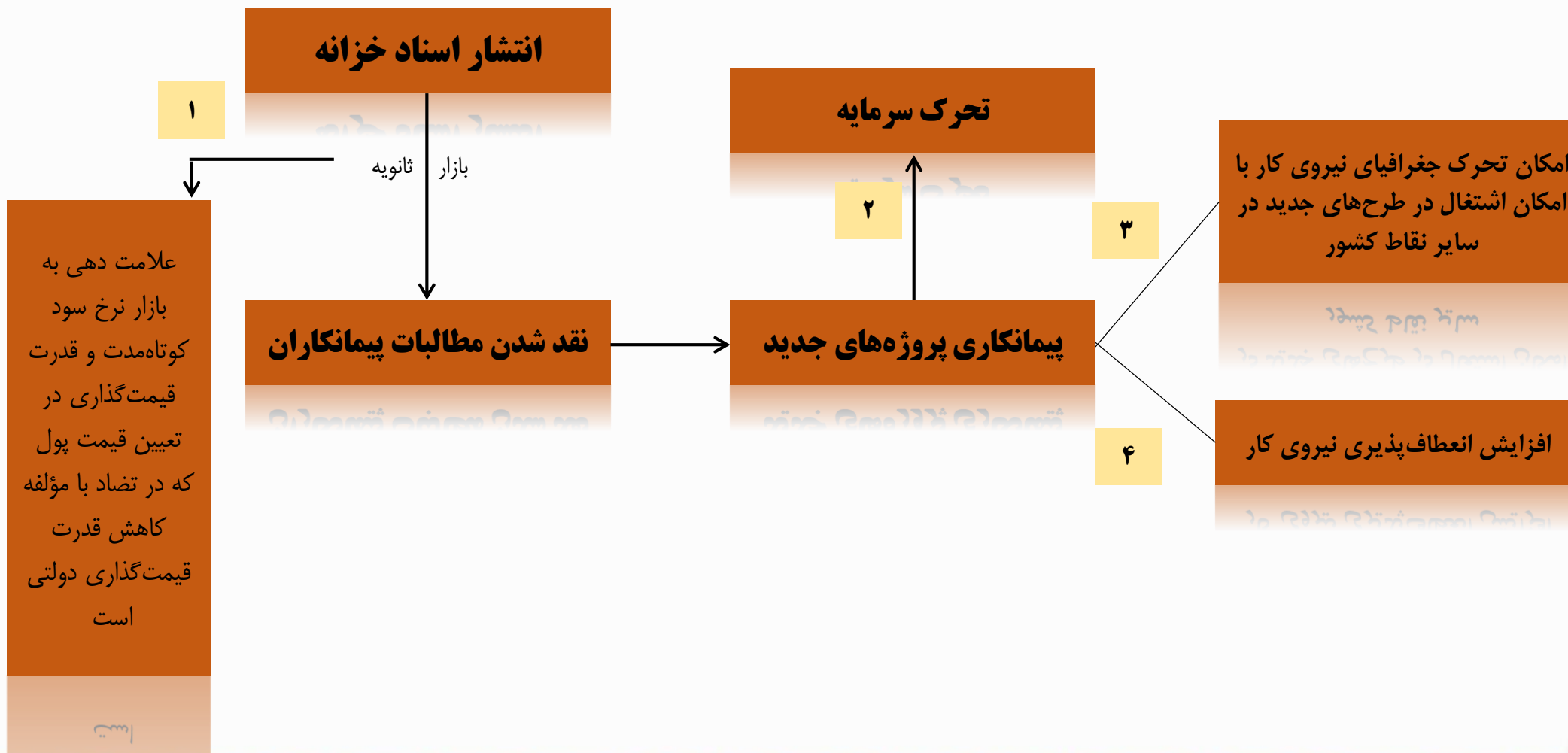


# تأثیر گذاری اسناد خزانه بر مولفه های اقتصاد مقاومتی

الف) مسیرهایی که اسناد خزانه بر مولفه های پایداری اقتصاد کلان در اقتصاد مقاومتی تأثیر گذار است؛

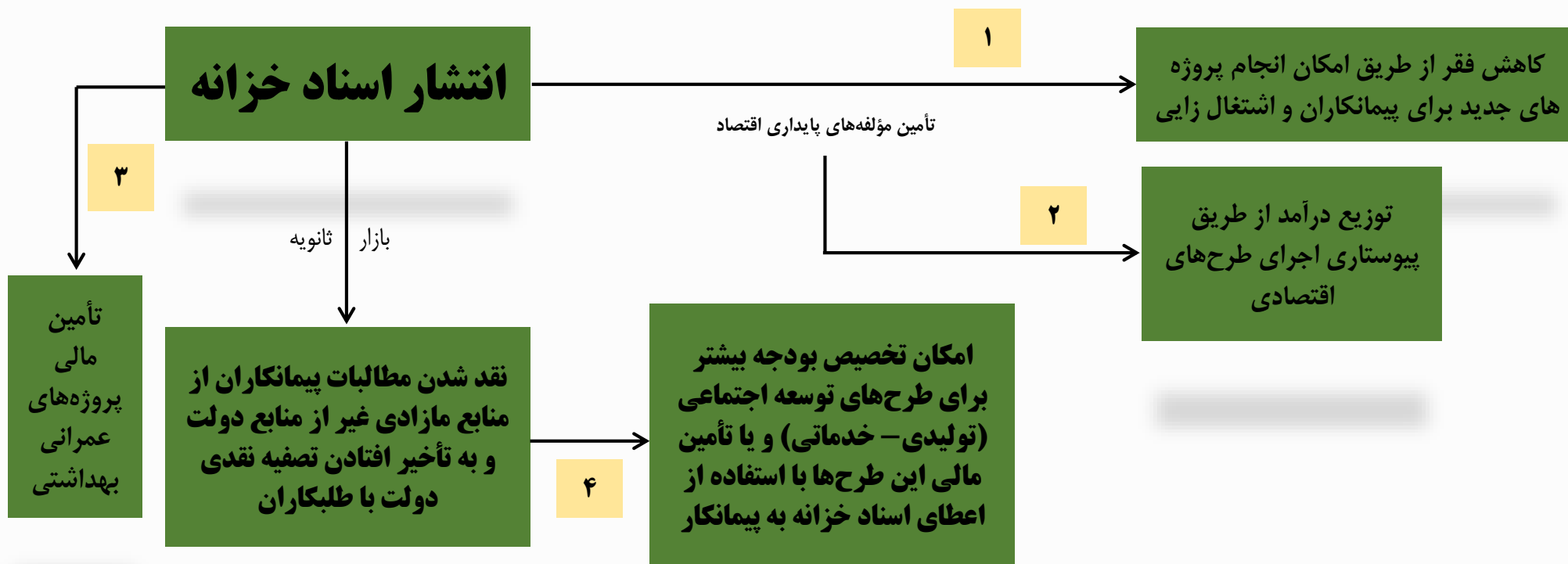


**ب) مسیرهایی که اسناد خزانه مؤلفه‌های کارایی بازارهای خرد در اقتصاد مقاومتی را تأمین می‌کنند؛**

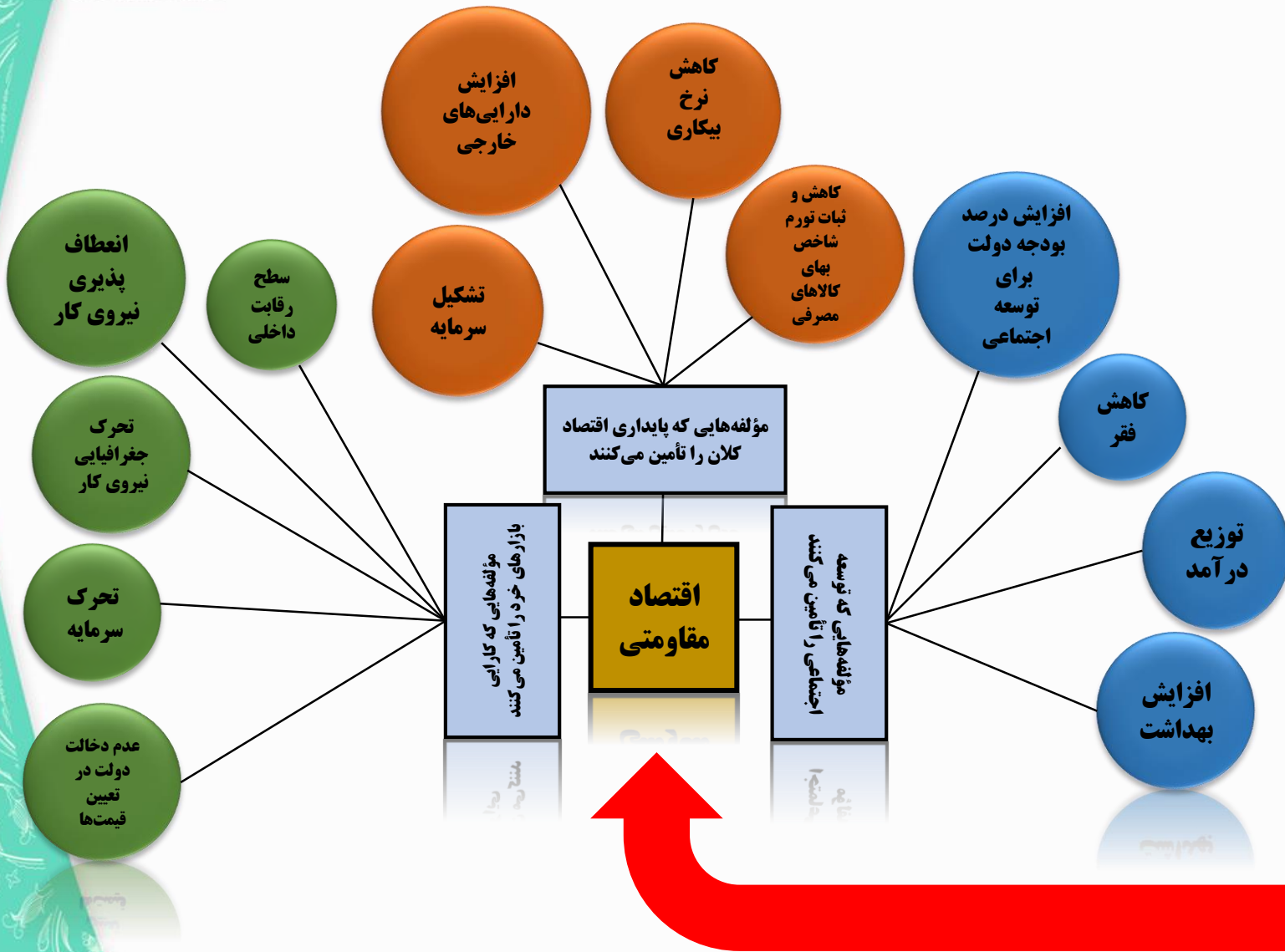




## ج) مسیریایی که اسناد خزانه مؤلفه‌های شاخص‌های توسعه اجتماعی در اقتصاد مقاومتی را تأمین می‌کنند!



# مسیرهای تاثیر گذاری اسناد خزانه بر تحقق مولفه های اقتصاد مقاومتی



**مولفه های اقتصاد مقاومتی**

بر مبنای مطالعاتی که مولفه های اقتصاد مقاومتی را همان مولفه های اقتصاد تاب آور و آسیب ناپذیر می دانند

## مسیر هفت گانه تاثیرگذاری اسناد خزانه بر مولفه های اقتصاد مقاومتی در سخنان مقام معظم رهبری و مطالعات موجود

اسناد خزانه اسلامی از هفت مسیر، قادر به اثرگذاری مثبت بر هفت مؤلفه اصلی اقتصاد مقاومتی یعنی حمایت از تولید ملی، حمایت از کار و کارگر ایرانی، کارآفرینی البته در معنای اشتغالزایی، شفافیت بدهی های دولت، استفاده حداکثری از منابع و کاهش وابستگی دولت به نفت هست.

## الف) مؤلفه کاهش وابستگی دولت به نفت:

- فرض نماییم که در شرایطی هستیم که ابزاری به نام اسناد خزانه وجود ندارد. دولت به جهت تصفیه نقدی بدهی خود به پیمانکار، امکان دارد ساده‌ترین راه را اتخاذ نماید؛ استفاده از منابع ناشی از فروش نفت.
- چنانچه اسناد خزانه در این قلم از بدهی‌ها، مورداستفاده قرار گیرد، دولت بدهی خود را به صورت تبدیل تعهد، با اوراق بهادار پرداخت می‌کند. بنابراین، این امکان برای دولت وجود دارد که تصفیه نقد بدهی خود را به تأخیر بیندازد.
- پیمانکار می‌تواند این اوراق را در بازار نقد کرده و مشکلات فقدان نقدینگی در گردش خود را برای انجام طرح بعدی از بین ببرد. در کنار این دولت می‌تواند تا سررسید خود را به منابع مالی دیگری برای تصفیه نقدی، مجهز کند.



## ب) استفاده حداکثری از منابع موجود

- تشکیل بازار ثانویه اسناد خزانه و درگیر نمودن سرمایه‌های مازاد و راکد دارندگان منابع مازاد مالی و سرمایه‌گذاران به استفاده حداکثری از منابع موجود منجر می‌شود.

## ج) مؤلفه دید بلندمدت

- دولت بدون برنامه‌ریزی بلندمدت نمی‌تواند در دوره‌های کوتاه‌مدت بدهی خود را از طریق انتشار اسناد خزانه، پرداخت کند.
- در واقع دولت باید در روز عرضه اوراق، برنامه‌ریزی متقنی برای تأمین منابع نقد به جهت تصفیه با دارندگان نهایی اوراق در سررسید بنماید. به‌گونه‌ای که هیچ‌گونه نکولی در تصفیه اسناد در زمان سررسید صورت نپذیرد. در غیر این صورت این اسناد اعتبار لازم خود را از دست خواهند داد.

## (د) مؤلفه حمایت از تولید ملی

- انتشار اسناد پیمانکار داخلی را از مضیقه مالی در انجام پروژه‌های بعدی رها خواهد ساخت. البته این اسناد قابلیت ارائه به پیمانکاران خارجی را نیز دارد که در این صورت ریسک نوسانات نرخ ارز برای این پیمانکاران وجود دارد.

## ه) مؤلفه مبارزه با مفاسد اقتصادی

- از مجرای امکان شفافیت بدهی‌های دولتی و مشخص شدن حجم و میزان بدهی، مؤلفه مبارزه با فساد اقتصادی را تأمین می‌نماید.
- بدین ترتیب که اولاً خزانه‌داری کل لیست مشخصی از پیمانکاران طلبکار را در فرایند انتشار در اختیار خواهد داشت، ثانیاً از آنجا که تصفیه نقدی دیگر وجود نخواهد داشت، امکان حضور واسطه‌گران نقد نمودن وجوه و سوءاستفاده از دارندگان امضای طلایی و امکان رشوه و ارتشاء برای نقد کردن طلب از دولت برای پیمانکاران نیز از بین می‌رود که این به معنی از بین رفتن یکی از کانال‌های مفسده خیز در مبارزه با فساد است.
- در سررسید اوراق نیز، بدهی به صورت نقد توسط بانک عامل بدون دخالت واسطه به حساب پیمانکارانی که اوراق را تا سررسید نگه داشته‌اند ریخته می‌شود.



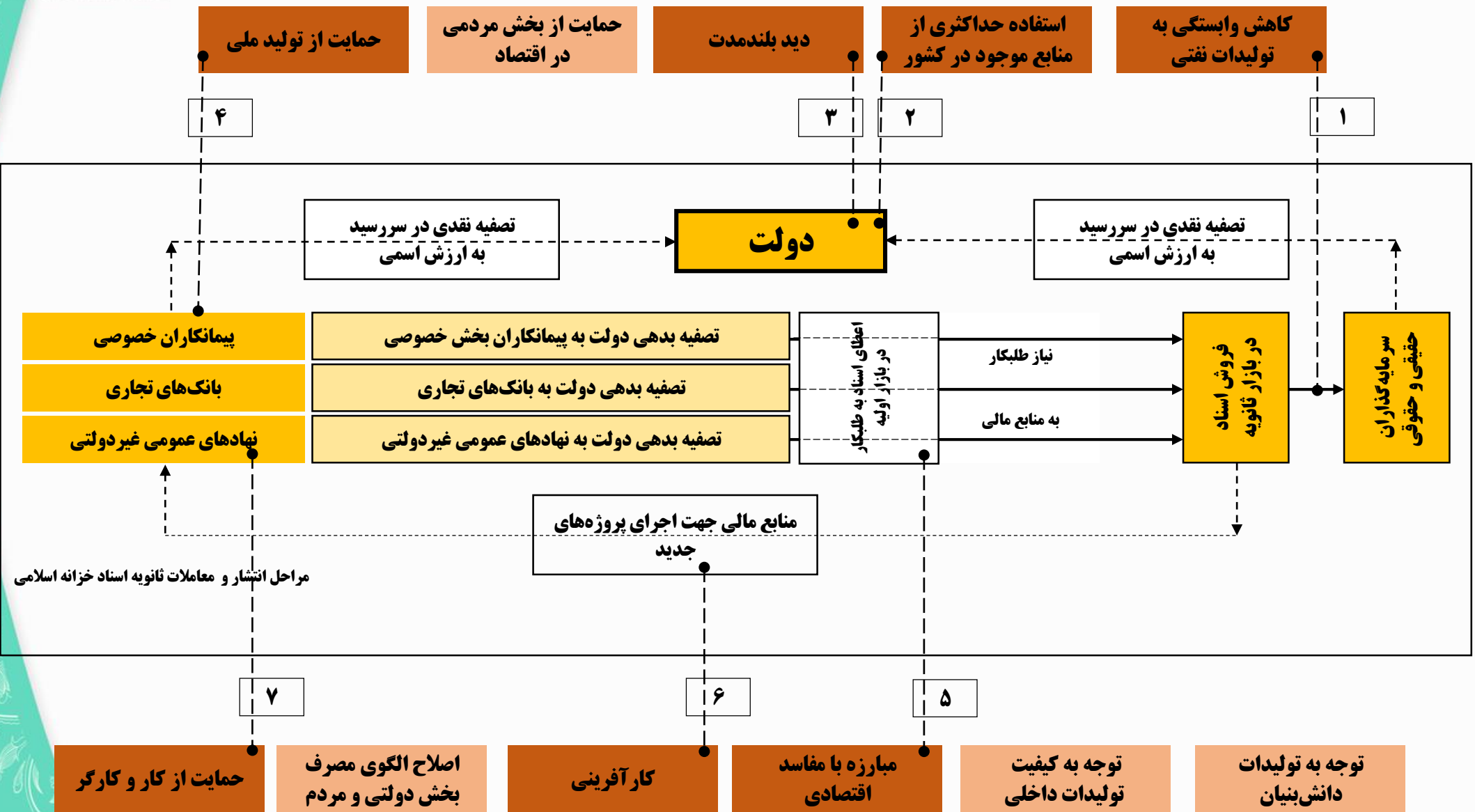
## (و) مؤلفه کارآفرینی

- مؤلفه کارآفرینی در معنای اشتغال‌زایی را به واسطه منجمد نشدن طلب پیمانکاران محقق می‌سازد.
- بنابراین با امکان نقد کردن طلب‌ها به کسر و بر اساس قیمت بازار، پیمانکار قادر خواهد بود اقدام به راه‌اندازی پروژه‌های جدید خود نماید. لذا فرایند تولید اشتغال نیز تأمین می‌شود.

## ز) مؤلفه حمایت از کار و کارگر ایرانی

- حمایت از کار و کارگر از طریق امکان اجرای ممتد پروژه‌ها بدون وقفه‌ی ناشی از نبود سرمایه در گردش و یا عدم تصفیه حساب پروژه‌های قبلی با دولت محقق می‌شود.
- به جهت فراگیر شدن مزیت‌های اسناد خزانه نزد پیمانکاران، پیمانکاران برای انجام پروژه‌های دولت تمایل بیشتری خواهند داشت زیرا در شرایط جدید نسبت به تصفیه دولت با آنها، اطمینان دارند.

# مسیرهای تأثیر گذاری اسناد خزانه بر مؤلفه‌های اقتصاد مقاومتی مبثتی بر سخنان مقام معظم رهبری و مطالعات موجود



# آسیب شناسی اسناد خزانه اسلامی در مسیر تحقق مؤلفه های اقتصاد مقاومتی

- الف) فقدان اهتمام در حفاظت از فرایندهای اجرایی انتشار اسناد، معاملات ثانویه و تصفیه در سررسید.
- در هر مرحله چنانچه فرایندهای اجرایی انتشار اسناد، معاملات ثانویه و تصفیه در سررسید با اهمال در حسن اجرا و حسن نظارت روبرو شود، اطمینان به کارکردهای اقتصادی این اسناد کاهش می یابد و ما یک ابزار مؤثر در بازار بدهی بازار سرمایه را که نقش مؤثری در تحقق برخی از مؤلفه های اقتصاد مقاومتی ایفا می نماید، از دست خواهیم داد.



- (ب) ریسک‌های اسناد خزانه؛ این اسناد با ریسک‌هایی گسترده‌ای مواجه است.
- ریسک نکول اسناد؛
- ریسک نقد شوندگی؛
- ریسک سیاسی؛
- ریسک شریعت؛

## ریسک شریعت دو جنبه قابل توجه در ریسک شریعت

- ریسک شریعت را می‌توان از دو جنبه بررسی کرد، نخست از جنبه تقیدات شرعی سرمایه‌گذاران حقیقی و دوم از منظر نحوه انجام فرایند انتشار.
- در جنبه نخست باید اذعان داشت مبنای انتشار اسناد خزانه بر بیع دین است. در بیع دین به فرد ثالث مشهور فقها در صورتی که دین، دینی واقعی باشد مجاز است.
- ماده ۹۸ قانون برنامه پنجم توسعه ایران نیز در سال ۱۳۸۹ عقد خرید دین را در کنار عقود استصناع و مرابحه مجاز شمرده است. بر این اساس نظام بانکی و بازار سرمایه می‌تواند از این عقد استفاده نمایند. در عین حال دیدگاه‌های دیگری نیز وجود دارد.
- از منظر فرایندهای اجرایی نیز باید مراقب بود دین واقعی تحقق یابد و بر مبنای آن اوراق منتشر شود. انتشار اوراق بر مبنای بدهی غیر واقعی می‌تواند نمونه‌ای از ریسک شریعت باشد.

• (ج) طولانی شدن فرایند اختصاص اسناد به پیمانکاران؛ از آنجا که محدودیت منابع مالی و سرمایه در گردش یکی از مهم‌ترین معضلاتی است که عملکرد پیمانکار و ادامه فعالیت وی را با مشکل روبرو می‌سازد، لذا تمایل آن‌ها بر تأمین سریع منابع مالی جهت انجام پروژه‌های بعدی است. چنانچه فرایند اعطای اسناد خزانه طولانی و یا توأم با دشواری‌هایی برای وی باشد، پیمانکار تمایلی به دریافت اسناد خزانه نخواهد داشت. در این صورت مشکل نقدینگی وی نیز حل نخواهد شد و انبوهی از پروژه‌های اقتصادی که امکان اجرا توسط وی را داشت، اجرایی نخواهد شد.

• (د) کشف غیرمنصفانه نرخ تنزیل در بازار ثانویه؛ چنانچه پیمانکار اسناد خزانه را از دولت به جهت تصفیه بدهی دریافت کرد و برای تأمین سرمایه در گردش کار جدید، مجبور به فروش در بازار ثانویه شد، اگر مکانیسم بازار ثانویه به ترتیبی باشد که نرخهای بازخرید اسناد در بازار توسط سایر سرمایه‌گذاران از نگاه پیمانکار منصفانه نباشد، این مسئله بر ذهنیت پیمانکار در دریافت مجدد اسناد خزانه برای طلبهای بعدی از دولت اثر خواهد گذاشت.



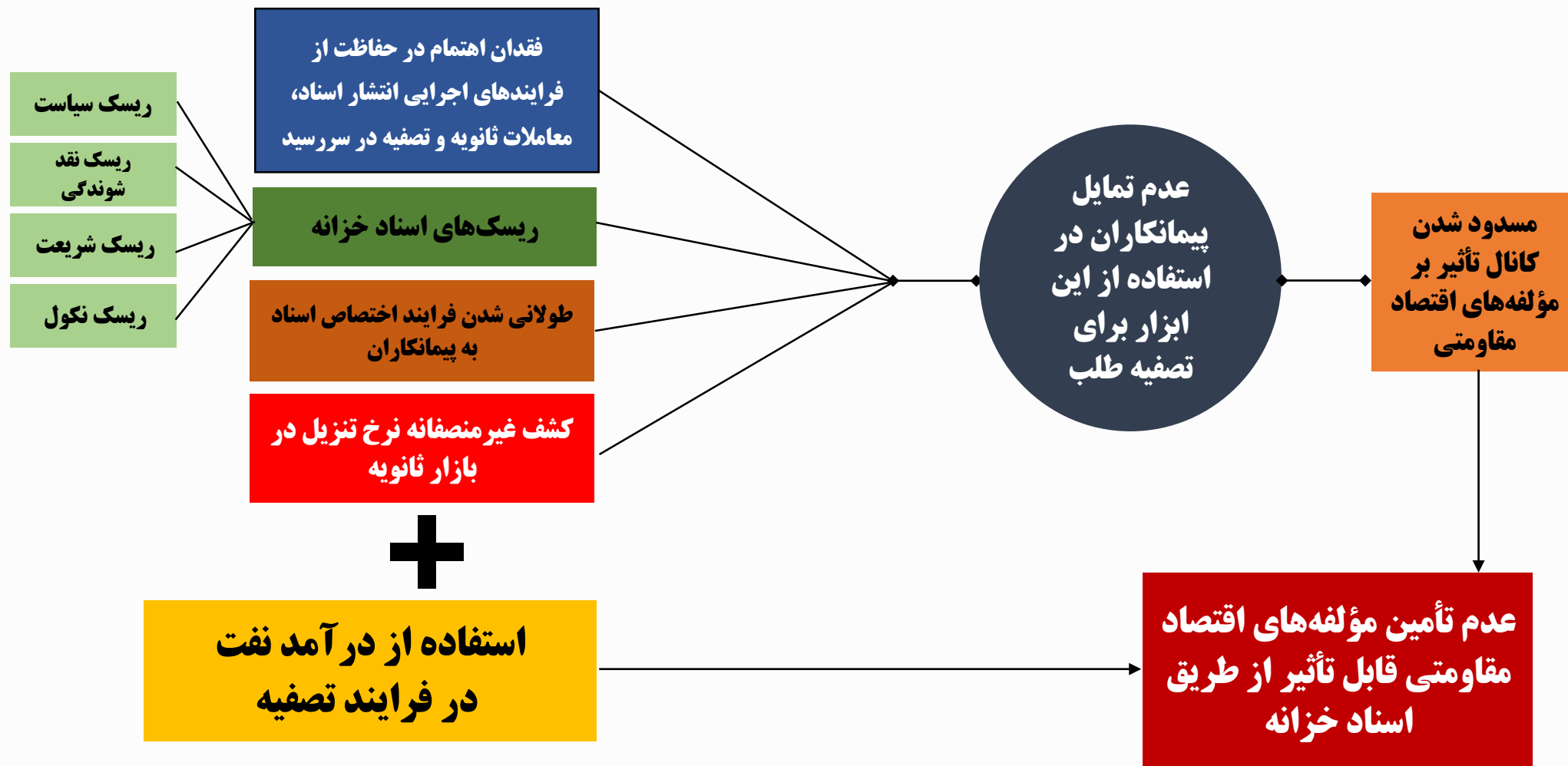
• (ه) از آنجایی که اسناد خزانه اسلامی برخلاف اسناد خزانه کوتاه مدت متعارف همواره مبتنی بر بدهی مسجل منتشر می شود، لذا در سررسید آن امکان انتشار اسناد جدید برای تصفیه اسناد قبلی وجود ندارد و بنابراین دولت موظف است پیش از انتشار اسناد چشم انداز روشنی از منابع درآمدی آتی خود تهیه نماید و یا در بودجه سنواتی، ردیف مشخصی را برای هزینه کرد اسناد اختصاص دهد تا در زمان تصفیه اسناد، تأخیری برای تصفیه اتفاق نیافتد.

• (و) یکی از مؤلفه‌های اصلی اقتصاد مقاومتی کاهش اتکا به نفت و منابع درآمدی آن بود. چنانچه دولت اقدام به انتشار اسناد خزانه نماید و منابع مالی تصفیه این اسناد در سررسید را از درآمدهای نفتی تأمین کند، این خلاف اقتصاد مقاومتی است. بنابراین دولت به منظور تحقق مؤلفه‌های اقتصاد مقاومتی باید تلاش نماید سبد درآمدی خود را متنوع نماید. این مسئله یک آسیب جدی در فرایند تحقق اقتصاد مقاومتی از سوی اسناد خزانه اسلامی است.

• (ز) تامین مالی اسناد خزانه از طریق از وجوه مازاد مردمی؛ اگر بانک ها می توانند در خرید این اوراق نقش موثری را ایفاء نمایند ولی شایسته بگونه ای مدیریت شود تا سهم خرید مردمی از این اوراق بیشتر شده و سهم بانک ها کاهش یابد.

# آسیب‌شناسی اسناد خزانه اسلامی

## در مسیر تحقق مؤلفه‌های اقتصاد مقاومتی





## نتایج

بر مبنای مولفه های اقتصاد مقاومتی بر گرفته از مفاهیم تاب آوری و انعطاف پذیری اقتصاد، اسناد خزانه از طریق تأثیر بر مؤلفه‌هایی که **پایداری اقتصاد کلان، کارایی بازارهای خرد و توسعه اجتماعی** را در اقتصاد مقاومتی تأمین می‌کند، می‌تواند بر اقتصاد مقاومتی مؤثر باشد.

بر مبنای مولفه های اقتصاد مقاومتی بر گرفته از سخنان مقام معظم رهبری و مطالعات صورت گرفته:

مؤلفه کاهش وابستگی دولت به نفت از طریق کانال فروش اسناد در بازار ثانویه به کسر توسط پیمانکاران، متأثر می‌شود. چراکه دولت می‌تواند تصفیه بدهی خود را تا زمان سررسید به تأخیر انداخته، منابع مالی دیگری غیر از فروش نفت تأمین کند.

مؤلفه استفاده حداکثری از منابع موجود نیز از مسیر تشکیل بازار ثانویه اسناد خزانه و ورود سرمایه‌های مازاد و راکد توسط دارندگان منابع مازاد و سرمایه‌گذاران تحقق می‌یابد.



مؤلفه حمایت از تولید ملی بدین ترتیب تأمین می‌شود که انتشار اسناد پیمانکار داخلی را از مضیقه مالی در انجام پروژه‌های بعدی رها خواهد ساخت.

تحقق مؤلفه دید بلندمدت، بر اساس این اصل است که دولت بدون برنامه‌ریزی بلندمدت نمی‌تواند در دوره‌های کوتاه‌مدت بدهی خود را از طریق انتشار اسناد خزانه، پرداخت کند.

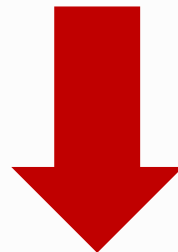
مؤلفه شفافیت و مبارزه با فساد از طریق امکان شفافیت بدهی‌های دولتی و مشخص شدن حجم و میزان بدهی تأمین می‌شود.

اسناد خزانه، مؤلفه کارآفرینی در معنای اشتغال‌زایی را به واسطه منجمد نشدن طلب پیمانکاران محقق می‌سازد. بنابراین با امکان نقد کردن طلب‌ها به کسر و بر اساس قیمت بازار، پیمانکار قادر خواهد بود اقدام به راه‌اندازی پروژه‌های جدید خود نماید. لذا فرایند تولید اشتغال نیز تأمین می‌شود.

حمایت از کار و کارگر نیز از طریق امکان اجرای ممتد پروژه‌ها بدون وقفه‌ی ناشی از نبود سرمایه در گردش و یا عدم تصفیه حساب پروژه‌های قبلی با دولت محقق می‌شود.

## نتایج

مهم‌ترین مسئله که در هفت مجاری اثرگذاری اسناد خزانه بر اقتصاد مقاومتی، باید به آن به‌عنوان یک آسیب جدی توجه داشت، فقدان اهتمام در حفاظت از فرایندهای اجرایی انتشار اسناد، معاملات ثانویه و تصفیه در سررسید است.



این موارد منجر به شکل‌گیری

فضای عدم اطمینان برای این ابزار و اخلاص در اثربخشی کارکردهای اقتصادی و مالی آن در بازار سرمایه می‌شود.

ریسک‌های نکول، فقدان نقد شوندگی، ریسک سیاسی و ریسک شریعت آسیب‌هایی را در فرایند تحقق مؤلفه‌های اقتصاد مقاومتی از مسیر اسناد خزانه ایجاد می‌نمایند.

# با تشکر از حسن توجه شما