

## نشست علمی تخصصی یازدهم

# مدیریت دارایی‌ها و بدهی‌های دولت



### برنامه اجرایی نشست تخصصی: "مدیریت دارایی‌ها و بدهی‌های دولت"

ردیف	نام و نام خانوادگی	سمت	موضوع	زمان
۱		قرائت قرآن کریم و شروع برنامه		۱۴:۰۰-۱۴:۲۰
۲	دکتر حسین میرشجاعیان حسینی	معاون امور اقتصادی وزارت امور اقتصادی و دارایی	تحلیل پایداری بدهی‌های دولت	۱۴:۲۰-۱۴:۴۰
۳	دکتر شاپور محمدی	رئیس سازمان بورس و اوراق بهادار	اثر مدیریت بهینه دارایی‌ها و بدهی‌های دولت بر اقتصاد کشور	۱۴:۴۰-۱۵:۰۰
۴	دکتر امیر باقری	معاون امور بانکی، بیمه و شرکت‌های دولتی وزارت امور اقتصادی و دارایی	راهکارها و چالش‌های موندسازی دارایی‌های شرکت‌های دولتی	۱۵:۰۰-۱۵:۲۰
۵	دکتر حمید پورمحمدی	معاون امور اقتصادی و هماهنگی برنامه و بودجه سازمان برنامه و بودجه کشور	نقش مدیریت بهینه دارایی‌ها و بدهی‌های دولت در شرایط مواجهه با تحریم‌های اقتصادی	۱۵:۲۰-۱۵:۴۰
۶		پرسش و پاسخ و جمع‌بندی		۱۵:۴۰-۱۶:۳۰

مرکز پژوهش‌های توسعه و آینده‌نگری

مدیریت تدوین و نشر منابع علمی و برگزاری نشست‌های علمی

مجموعه گزارش شماره ۸۸



بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

## شناسه گزارش

عنوان نشست تخصصی ۱۱؛ مدیریت دارایی ها و بدهی های دولت	
کد شناسه	۹۷-۶-۱۰۹۲
نام واحد	مدیریت تدوین و نشر منابع علمی و برگزاری نشست های علمی
مدیر علمی نشست	دکتر فرهاد دژپسند
سخنرانان نشست	دکتر حسین میرشجاعیان، دکتر شاپور محمدی، دکتر حمید پورمحمدی
تاریخ برگزاری	۱۳۹۷/۶/۵
ناشر	مرکز پژوهش های توسعه و آینده نگری
تاریخ نشر	تابستان ۱۳۹۷
بازخوانی و ویرایش	خسرو نورمحمدی
مطالب این گزارش لزوماً بیانگر نظر رسمی سازمان برنامه و بودجه کشور و مرکز پژوهش های توسعه و آینده نگری نمی باشد.	
حقوق معنوی اثر به پدیدآورندگان و حقوق مادی آن، به مرکز پژوهش های توسعه و آینده نگری سازمان برنامه و بودجه کشور تعلق دارد و استفاده از آن با ذکر مأخذ بلامانع خواهد بود.	
آدرس: تهران: خیابان استاد نجات الهی - خیابان سپند - پلاک ۱۶	
<a href="https://www.dfrc.ir/">https://www.dfrc.ir/</a> Email: <a href="mailto:info@dfrc.ir">info@dfrc.ir</a>	

## فهرست مطالب

صفحه	عنوان
۱	مقدمه
۲	دکتر میرشجاعیان
۲	موضوع: تحلیل پایداری بدهیهای دولت
۱۱	دکتر شاپور محمدی
۱۱	موضوع آثار مدیریت بهینه داراییها و بدهیهای دولت بر اقتصاد کشور
۲۴	دکتر حمید پورمحمدی
۲۴	موضوع: نقش مدیریت بهینه داراییها و بدهیهای دولت در شرایط مواجهه با تحریمهای اقتصادی
۳۲	پرسش و پاسخ



## مقدمه

در کشورهایی مانند ایران که از دولت بزرگی برخوردارند و بسیاری از دارایی‌های این کشورها از منابعی غیر از مالیات، تشکیل می‌شود و به‌واسطه اینکه مطالبه مؤدیان مالیاتی پشتوانه آن نیست، ممکن است جدیت و سختگیری که در مدیریت دارایی‌های دولت و همچنین بدهی‌هایی که ایجاد می‌شود، وجود نداشته باشد. این دولت‌ها با امید پشتوانه‌ای به نام نفت و ذخایر نفتی، به سهولت به خود اجازه می‌دهند بدهی ایجاد کنند. باید گفت خوشبختانه در ایران به‌واسطه اسناد موجود، شاخص نسبت بدهی به GDP تاکنون از بسیاری کشورها پایین‌تر بوده است. آنچه در قانون برنامه ششم توسعه آمده به‌غلط شرکت‌ها هم در آن اضافه شده است، چراکه بدهی‌های دولت مشمول بدهی شرکت‌های دولتی نیست، بلکه مفهوم خاص و مستقیم خود را دارد. این‌گونه دولت‌ها به‌واسطه تکیه بر منابع نفت و با این امید که اگر بدهی‌ها از یک مرز خاص عبور کند، می‌توانند به‌راحتی به صندوق نفت دست ببرند و به احتیاط در این امر مقید نیستند. خوشبختانه یکی از روش‌هایی که به ما کمک می‌کند، بودجه‌ریزی مبتنی بر عملکرد است که سبب می‌شود، همه واقف باشند دارایی‌ها فقط یک موجودی خارج از حساب و کتاب نیستند. در بودجه‌ریزی مبتنی بر عملکرد، دارایی اجاره و بازدهی آن در قیمت تمام‌شده کالا و خدمات اثرگذار است. حجم دارایی‌های دولت بسیار زیاد و متأسفانه بخشی از دارایی‌ها راكد است. درخصوص بدهی‌ها باید گفت که برای این بدهی‌ها از منابع مردم به‌خصوص در اجرای طرح‌های عمرانی استفاده می‌شود. متأسفانه در حال حاضر وضعیت بسیار بدی داریم و در خوش‌بینانه‌ترین وضعیت ۴۰۰ هزار تا ۵۰۰ هزار میلیارد تومان برای اتمام این طرح‌ها، منابع نیاز داریم. مانعی ندارد که سراغ مردم برویم و در قالب روش‌های گوناگون از این منابع استفاده کنیم، اما اگر این امر مبتنی بر یک مدل و برآورد صحیح از منابعی که در بازپرداخت این بدهی‌ها در آینده نیاز داریم، نباشد؛ ممکن است کشور و دولت را با بحران مواجه کند. به همین دلیل، ما باید ابعاد این موضوع را در جلسات کارشناسی بشکافیم و کاملاً وانمایی کنیم و بتوانیم با چشم مسلح و دقت بیشتر این موضوع را پیگیری کنیم. در این راستا، این نشست را به بررسی مدیریت دارایی‌ها و بدهی‌های دولت اختصاص داده‌ایم. یکی از موضوعات مهمی که باید در اقتصاد ایران به آن پرداخت، راهکارها و چالش‌های مولدسازی دارایی شرکت‌های دولتی است.

## دکتر میرشجاعیان

### موضوع: تحلیل پایداری بدهی‌های دولت

چند سالی است در دولت مسئله بازار بدهی مطرح و بررسی پایداری بدهی‌های دولت از اردیبهشت سال گذشته (سال ۱۳۹۶) در معاونت اقتصادی وزارت امور اقتصادی و دارایی آغاز شده است و این وزارت به‌عنوان یکی از اولین حوزه‌های دولت، خود را مکلف به انجام این کار کرده است. این فرایندی است که باید به‌صورت مداوم در کشور انجام شود و خروجی‌های آن مورد استفاده سیاستگذاران قرار گیرد. بنا به گفته کارشناسان صندوق بین‌المللی پول، تحلیل پایداری بدهی‌ها اولین تحلیلی است درباره هر کشوری که ورود می‌کنند، باید انجام دهند. به این معنا که وقتی پایداری بودجه و وضعیت مالی را ارزیابی می‌کنند و قاعدتاً متناسب با آن، سیاست پولی تنظیم می‌شود؛ سراغ تحلیلی مانند تحلیل DBA می‌روند تا بتوانند یک سری راه‌حل‌های سیاستی در مقابل دولت‌ها قرار دهند.

این تحلیل بر اساس متدولوژی‌های صندوق بین‌المللی پول (IMF) انجام شده و نسخه‌ای که خانم حاتمی‌زاده و مجموعه دفتر مطالعات بخش عمومی در معاونت بخش اقتصادی وزارت انجام داده‌اند، گزارش جدیدی است. قرار شد گزارش با بسته جدید دولت به‌روز شود و در گزارش‌های پایداری بدهی، ما یک افق پنج‌ساله را ببینیم تا مشخص شود که کشور در چه وضعیتی قرار دارد.

درخصوص بدهی‌ها کشور با چالش‌های متعددی مواجه است. یکی از موارد اصلی ایجادکننده بدهی‌ها، کسری و انباشت کسری بودجه است و وقتی ناترازی بودجه‌ها خود را نشان می‌دهد، دولت‌ها عموماً سعی می‌کنند برای تأمین مالی خود به‌نظام بانکی، بانک مرکزی و بانک‌های تجاری دست‌اندازی کرده یا استقراض کنند. شاید بتوان گفت استقراض بازاری یکی از بهترین روش‌های استقراض است که مشخص است چه مبلغی استقراض می‌شود و با چه نرخ بازگردانده می‌شود؟ آیا دولت از سررسید آن نکول می‌کند یا خیر؟ قاعدتاً سیستم کشورهای مختلف که روی مکانیسم بازار اداره می‌شود و حتی دولت خود را متعهد می‌کنند که در مبادی عمومی نظم داشته باشند، به این ابزار روی می‌آورند. در ادامه کار خواهید دید که هنوز حجم بازار بدهی ما نسبت به کسری بودجه انباشته که در اقتصاد ایران وجود دارد و بدهی که در کشور وجود دارد، رقم خاصی نیست. ردپای پایداری بدهی‌ها در برنامه ششم در جزء ۱ بند «ت» ماده ۸ ایجاد شد که نسبت را ۴۰ درصد اعلام می‌کند و با دو نسبت ۵ درصدی می‌تواند با اجازه مجلس افزایش پیدا کند و به ۵۰ درصد برسد. تحریم‌های آمریکا در خلال سال‌های



آتی یکی از چالش های جدی ما در نظام تأمین مالی دولت است. تحلیل های مختلف کلانی که انجام شد، نشان می دهد که دو اثر جدی روی اقتصاد ما خواهد گذاشت که به دور تحریم قبلی شباهت بسیاری دارد که عبارتند از:

۱- تورم بالا؛

۲- رکود اقتصادی.

بسته به اینکه چه میزان به اقتصاد شوک وارد شود، رقم ها بسیار متفاوت خواهد بود، اما قاعداً وقتی سخن از رکود اقتصادی و کاهش رشد به میان می آید، یعنی ظرفیت اقتصاد برای بازپرداخت بدهی ها کاهش پیدا خواهد کرد. یعنی مخارج کسر که در پایداری بدهی ها نشان دهنده ظرفیت بازپرداخت دولت هاست، کاهش پیدا می کند و صورت کسر که نشان دهنده میزان بدهی است؛ متأثر از نرخ های بهره ای است که با توجه به افزایش تورم نرخ استقراض افزایش پیدا خواهد کرد. بنابراین، این نسبت به هم می ریزد و عملاً شوک تحریم ما را وارد فرایند ناپایداری می کند که همواره بدهی ما را بزرگ تر خواهد کرد. ما استقراض بین المللی نداریم، شاید یک سری وام هایی باشد که گرفته شده و باید بازپرداخت شود و در انبار بدهی ها نقش زیادی ندارد و بیشتر ریالی است. اما وقتی در اقتصاد قرار می گیرد، ارزش بازار ثانویه و افزایش نرخ ارز اثر خود را روی سطح قیمت ها نشان می دهد و همچنین در نهایت اثر منفی را روی پرهزینه تر کردن بدهی ها خواهد گذاشت. بنابراین، باید بدانیم این شرایط و این اثر وارد اقتصاد ما خواهد شد.

ما سیاست گذاری داریم که لزوماً تصمیماتشان اقتصادی نیست. سیاستگذاران سیاست گذار هستند و یکی از متغیرهای ذهنشان، متغیرهای اقتصادی است. بنابراین، تصمیم گیری هایی از جمله بحث هدفمندی یارانه ها کرده اند و ممکن است سیاست هایی از جمله بسته های معیشتی اعمال شود که به نوعی تشدیدکننده تورم و هزینه بر است و هزینه زیادی را به بودجه تحمیل می کند. در تحلیلی که انجام شد، حدود ۷۹ درصد بودجه جاری ما چسبنده است و به هر دلیلی دولت احساس می کند نمی تواند آنها را دست کاری کند و کاهش دهد که از جمله اینها یارانه هاست و در بودجه های جاری ما خود را نشان می دهد. نکته بعدی رشد بسیار سرسام آور و لجام گسیخته هزینه های سلامت است. در اینکه این طرح آثار اجتماعی خوبی دارد و باعث افزایش رفاه اجتماعی می شود، شکی نیست، اما چون در خصوص بدهی ها صحبت می کنیم، باید توجه داشت این هزینه ها بسیار زیاد است و به نظر می رسد سریعاً در حال رشد هستند. از سال ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۷ به طور متوسط سالانه هزینه های سلامت

۲۸ درصد رشد داشته، به‌علاوه اینکه شاهد هزینه‌های دیگر حوزه سلامت بودیم که روی بودجه جاری تحمیل می‌شود و شرایط را برای ما سخت می‌کند. تهدیدات بین‌المللی که کشور درگیر آنهاست هم قاعدتاً با افزایش بودجه‌های دفاعی و نظامی در بحث مالی و عمومی اثرگذار است. طبیعی است این هم نوعی هزینه است که کشور به‌ناچار مجبور به پرداخت آن است و فشار بودجه‌ای خاصی را برای ما ایجاد می‌کند. صندوق‌های بازنشستگی رشد بسیار سریعی دارند و تحلیل‌ها نشان می‌دهد از بین ۱۸ صندوق به‌جز یک یا دو صندوق بسیار کوچک (صندوق وکلا و صندوق تأمین اجتماعی) تمامی صندوق‌های ما امکان بازسازی آنها با هیچ روش ساختاری، نهادی و پارامتریک وجود ندارد، به این معنا که بتوان آنها را از وابستگی به دولت خارج کرد. در بهترین حالت وقتی مجموعه‌ای از سیاست‌ها برای صندوق‌ها اجرا می‌شود، بازهم صندوق‌ها ۲۵ درصد به بودجه عمومی وابسته می‌شوند. در نتیجه صندوق‌هایی داریم که عملاً با وجود اینکه حجم بزرگی از دارایی‌ها را دارند، اما به‌شدت به بودجه عمومی وابسته هستند و به نظر می‌رسد وابستگی آنها به‌شدت افزایش پیدا می‌کند.

پیشنهاد IMF به ما این بود که از خیر صندوق‌ها به این صورت بگذریم و اینها را به بخش دولتی تبدیل کنیم و صندوق‌ها را عمومی کنیم و همان‌طور که به کارمندا حقوق می‌دهیم، به بازنشسته‌ها هم حقوق بدهیم. همین کار را که الان هم انجام می‌دهیم. فقط الان اجازه دادیم یک سری افراد در هیئت‌مدیره این صندوق‌ها بنشینند، پاداش سال خود را بگیرند و در این مسیر حرکت کنند. درواقع، گویی ما تلاش می‌کنیم برای این افراد کار ایجاد کنیم، وگرنه کشور از این مسئله آسیب می‌بیند. دارایی صندوق‌ها به دولت انتقال پیدا کند و به دارایی دولت تبدیل شود و دولت متعهد شود هزینه‌ها را بپردازد- که الان متعهد است- و از دارایی‌های خود حداقل منفعتی ببرد.

رشد‌ها سریع و شدید است. تحلیل این است که صندوق بازنشستگی و صندوق تأمین اجتماعی ظرف مدت ۱۰ سال آینده ورشکست خواهد شد، به این معنا که درآمدهای آن کفاف هزینه‌ها را نمی‌دهد. اما خود صندوق‌ها اعتقاد دارند این مسئله ظرف مدت سه یا چهار سال آینده اتفاق خواهد افتاد. بنابراین، دو سونامی جدی اصلاح نظام بانکی و صندوق‌های بازنشستگی به سمت اقتصاد ایران در حال حرکت است که به‌مراتب بدتر از آن چیزی است که در مورد ارز اتفاق افتاده است. طبیعی است اصلاحات پارامتریک پیشنهاد شده، بسیار دردآور است. برای نمونه پرداختی‌ها به‌جای اینکه بر اساس متوسط دو سال گذشته باشد، بر اساس سناریوی ۳۰ سال گذشته باشد و سن بازنشستگی باید تابعی از امید به زندگی باشد، یعنی امید به زندگی

منه‌های یک عدد که قاعدتاً خیلی بیشتر از این عدد می‌شود. ۶۰ درصد بازنشستگان ما سن کمتر از ۶۰ سال دارند. بنابراین، این قواعد باید به هم بریزد تا روش DC و BC عوض شود. در هر صورت ما یک شوک شدید خواهیم داشت و باید منتظر یک سونامی باشیم که اقتصاد ایران را به شدت متأثر خواهد کرد. همه ما راهکارهای نظام بانکی را می‌دانیم. بر اساس گزارش بانک مرکزی، ۷۵ درصد دارایی‌های نظام بانکی ما دارایی‌های منجمد (۳۵ درصد) و دارایی‌های موهوم (۴۰ درصد) است. یعنی نظام بانکی تقریباً با ۲۵ درصد دارایی‌های خود اداره می‌شود. از این باب قاعدتاً بانک‌ها برای سرپا ماندن خود از بانک مرکزی با نرخ‌های بالا استقراض می‌کنند و هزینه تأمین مالی بسیار بالایی بر آنها تحمیل می‌شود. مجموعه بدهی‌های دولت و آنچه ثبت شده را می‌توان به صورت زیر تقسیم‌بندی کرد:

در کشورهایی که به خوبی آنها را ثبت می‌کنند، بدهی‌ها را سنترال گاورنمنت (دولت مرکزی) و جنرال گاورنمنت (دولت عمومی) قرار می‌دهند و می‌توان گفت مجموعه شرکت‌های دولتی هم در مجموعه این‌ها وارد می‌شوند.

بدهی‌ها را به چهار حالت تقسیم می‌کنیم:

- بدهی‌های قطعی و محتمل.

- بدهی‌های صریح و ضمنی.

آنچه ما در مورد آن صحبت می‌کنیم، بدهی‌های قطعی صریح است. ما بدهی‌های زیادی جمع کردیم، اما در هیچ کجا و به هیچ عنوان بدهی‌های ضمنی ثبت نشد. تعهد است که به بدهی تبدیل می‌شود، به همین دلیل ضمنی یا محتمل تعریف شده است. دولت باید ضمانت بدهد و آن را انجام دهد یا در یکی از این طبقات جا بگیرد و متأسفانه در هیچ کجا اینها را ثبت نمی‌کنیم.

### رقم بدهی‌های دولت

رقم بدهی‌های دولت در سال ۱۳۹۴ حدود ۲۲۵ هزار میلیارد تومان بوده است که بخش اعظم آن حسابرسی نشده است، فقط ۱۸ درصد آن حسابرسی شده است. چرا پس از این همه سال فقط این مقدار کم حسابرسی شده است؟ سال ۱۳۹۵ حدود ۲۷۱ هزار میلیارد تومان بوده است و سال ۱۳۹۶ با ۱۶ درصد رشد نسبت به سال ۱۳۹۵ به ۳۱۶ هزار میلیارد تومان می‌رسد. بدهی شرکت‌های دولتی ۲۱۹ هزار میلیارد تومان در سال ۱۳۹۴ است که با یک رشد ۴۴ درصدی به ۳۱۶ هزار میلیارد تومان

می‌رسد. از آنجا که بخش خوبی از آن تسویه می‌شود، تقریباً ۲۰ درصد آن کاهش پیدا می‌کند و به حدود ۲۴۹ هزار میلیارد تومان می‌رسد. در مجموع بدهی سال ۱۳۹۴ حدود ۴۲۵ هزار میلیارد تومان، در سال ۱۳۹۵ به ۵۸۷ هزار میلیارد تومان و خوشبختانه در سال ۱۳۹۶ به ۵۶۵ هزار میلیارد تومان می‌رسد. اتفاق خوبی که در سال ۱۳۹۶ رخ داد، این بود که قاعدتاً هم رشد اقتصادی در خلال این سال‌ها به ما کمک کرد و همچنین نرخ‌ها در بازار بدهی و سود سپرده‌ها کاهش پیدا کرد، هزینه تأمین مالی دولت هم کاهش پیدا کرد. یعنی مخارج کسر بالا رفت و صورت کسر به‌نوعی پایین آمد و در نهایت منجر شد که به‌مراتب در وضعیت پایدارتری قرار بگیریم. طی سال‌های ۱۳۹۴-۹۶ ترکیب سبد انتشار اوراق بدهی ما بدون لحاظ شرکت‌های دولتی به‌صورت زیر منتشر شد:

(۳۹۱) درصد صکوک مرابعه؛

(۲۴۲) درصد اسناد خزانه اسلامی؛

(۲۴۳) درصد اوراق مشارکت؛

(۱۳۴) درصد صکوک اجاره‌ای.

در واقع، در مجموع حدود ۵۵۵ هزار میلیارد تومان اوراق منتشر کردیم. نسبت کل اوراق دولتی منتشر شده به تولید ناخالص سال ۱۳۹۶، ۴ درصد است که در برابر ۴۰ درصد رقم کمی است و نسبت کل اوراق دولتی منتشر شده به کل بدهی دولت در سال ۱۳۹۶، ۱۸ درصد است. ما در سال ۱۳۹۶ نسبت به سال ۱۳۹۵ وضعیت خیلی بهتری داریم. سال ۱۳۹۵ نسبت بدهی به GDP ما حدود ۵۲ درصد است. خوشبختانه این مسئله به‌مراتب در سال ۱۳۹۶ بهتر شد. بدهی به تولید ناخالص داخلی ما برای دولت ۲۱ درصد و برای کل بخش دولتی و شرکت‌های دولتی ۳۷ درصد است. نسبت بدهی به ارزش صادرات کل ما برای دولت ۱۳۹۴ درصد و بخش دولتی ۱۶۸ درصد و نسبت بدهی به منابع عمومی دولت ۹۹ درصد است که اگر به کل بودجه تقسیم کنیم، به ۴۹ درصد می‌رسد. این اعداد به ما نشان می‌دهد آنچه عملاً در بازار بدهی داریم هنوز تا کل بدهی خیلی فاصله دارد، یعنی انباره بزرگ بدهی داریم که هنوز بخش کوچکی از آن را بررسی می‌کنیم. عموماً بدهی‌هایی که از این به بعد می‌خواهد شکل بگیرد را بازاری می‌کنیم. انباره بدهی گذشته تقریباً فراموش شده است و این یکی از بزرگ‌ترین مشکلات است.

یکی از پارامترهای جدی در مورد وضعیت اصلاح نظام بانکی، بدهی دولت به نظام بانکی است. باید این مسئله را توجه داشت و دولت باید این‌ها را تعیین تکلیف کند و پول به مجموعه و نظام بانکی تزریق شود. در تعریف بدهی‌ها بحث این است که کشورها چقدر توان بازپرداخت بدهی‌هایی که الآن ایجاد شده و بدهی‌های آتی را دارند؟ آیا کشور، ظرفیت بازپرداخت این حجم از بدهی را دارد؟ آیا با گذشت زمان این حجم از بدهی نسبت به ظرفیت پرداخت، روند افزایشی پیدا می‌کند یا سطح پایدار دارد یا روند نزولی پیدا می‌کند؟ اینکه از منظر سیاست‌گذار هم تحلیل ما این است که اگر نوعی تعهد هست قاعده‌تاً دولت باید به تعهد خود عمل کند و دچار نکول نشود و برای این مسئله هم نباید خود را درگیر یک سری تعدیلات بزرگ سیاست‌های مالی و پولی کند. ما به این مسئله پایداری بدهی‌ها می‌گوییم که یک روند معقول دارد و کشور ظرفیت بازپرداخت آن را دارد. شاخص‌های متعددی وجود دارد که در اینجا دو شاخص مطرح می‌شود:

- شاخص انباره بدهی؛ تقسیم مجموع بدهی به یکی از ظرفیت‌های پرداخت که عموماً از تولید ناخالص داخلی استفاده می‌کنیم که می‌تواند صادرات یا درآمدهای دولت باشد، اما به نظر می‌رسد مجموعه GDP کشور نشان‌دهنده ظرفیت بازپرداخت خوبی است. شاخص GFM تأمین نیاز به تولید ناخالص یا شاخص تأمین مالی؛ از تقسیم جمع کسری تراز اولیه است یا همان درآمد منهای مخارج بدون صکوک بهره به اضافه اصل و فرع بدهی‌ها که قرار است در آن سال پرداخت شود. از منظر صندوق بین‌المللی پول اگر کشورها را به دو قسمت تقسیم کنیم می‌توان تحلیل‌های خوبی به دست آورد:

کشورهای پیشرفته؛ کشورهایی که بازارهای مالی آنها به خوبی کار می‌کند، تأمین مالی آنها با نرخ‌های پایین صورت می‌گیرد، نرخ‌های تورم آنها تا حد زیادی کنترل شده است و درآمدهای مالی عمومی آنها شفاف است.

کشورهای نوظهور؛ ایران در این دسته از کشورها قرار گرفته است. نسبت بدهی عمومی به تولید ناخالص داخلی اگر بین ۵۰ تا ۷۰ درصد باشد، در منطقه حساس است و کشورها باید فکر جدی داشته باشند تا از منطقه حساس خارج شوند و اگر این نسبت از ۷۰ درصد رد شود، وارد منطقه خطر خواهیم شد و تقریباً از کنترل دولت خارج خواهد شد.

برای کشورهای پیشرفته قاعده‌تاً این نرخ بالاتر و ۶۰ تا ۷۰ درصد منطقه حساس و بیش از ۸۵ درصد منطقه خطر است. شاخص GFM؛ شاخص نیاز به تأمین مالی ناخالص داخلی به GDP که اگر بین ۱۰ تا ۱۵ درصد باشد، در منطقه حساس است و کشورها باید حساس شوند و سعی کنند این نسبت را پایین بیاورند. اگر از ۱۵ درصد عبور کند، کشور در منطقه خطر

خواهد بود. در کشورهای پیشرفته ۱۵ تا ۲۰ درصد منطقه حساس و بیش از ۲۰ درصد منطقه خطر خواهد بود. نرخ برخی از کشورها بالاتر از این ارقام است. برای نمونه GDP ژاپن حدود ۲۰۰ درصد بدهی دارد یا آمریکا حدود ۱۱۰ درصد. در ژاپن بیشتر تأمین مالی داخلی انجام شده است، آمریکایی‌ها در دنیا اوراق منتشر کرده‌اند و یکی از بزرگ‌ترین خریداران آنها چین هستند. بنابراین، ابزاری که چینی‌ها در مذاکرات می‌توانند در جنگ تجاری از آن استفاده کنند، همین اوراق است که اوضاع بدهی آمریکا را دچار مشکل می‌کنند.

در خلال سال‌های گذشته، بدهی دولت به شرکت‌های دولتی نصف بوده است، بنابراین این شاخص را نصف کردیم. بین ۲۵ تا ۳۵ درصد منطقه حساس برای شاخص نسبت بدهی عمومی گفته می‌شود و بیش از ۳۵ درصد منطقه خطر محسوب می‌شود.

تأمین مالی GFM ۵ تا ۷/۵ درصد منطقه حساس و بیش از ۷/۵ درصد، منطقه خطر محسوب می‌شود.

اگر مفروضات را تغییر دهیم، قطعاً نتایج تغییر خواهد کرد. بنابراین می‌توان حوزه مفروضات را بررسی کرد و آنچه ارائه خواهیم کرد با مفروضات زیر خواهد بود:

- دولت رویکرد ارز شناور مدیریت شده خود را تا ۱۴۰۱ ادامه می‌دهد و در آن هیچ تغییر خاصی نخواهد داد.
- پایه مالیاتی خود را تا اندازه‌ای افزایش می‌دهد که در درآمدهای مالیاتی دولت خود را نشان می‌دهد و به اهداف برنامه پایبند می‌شود و انتشار اوراق را متناسب با این برنامه تنظیم می‌کند.
- واگذاری طرح‌های عمرانی را انجام خواهد داد.
- با توجه به اینکه کشور تحریم می‌شود، صادرات نفت خام کاهش پیدا خواهد کرد. برای مثال، در سال ۱۳۹۷ به یک میلیون بشکه کاهش پیدا خواهد کرد که تا سال ۱۴۰۱ به ۱/۶ میلیون بشکه خواهد رسید.
- از منابع صندوق توسعه ملی استفاده می‌شود و رشد سالانه ۲۲ درصد در نظر گرفته شده است.
- سالانه ۲ درصد از سهم منابع نفتی دولت کاهش پیدا خواهد کرد.
- قیمت حامل‌های انرژی افزایش پیدا خواهد کرد.
- در مصارف هم تخصیص ارز رسمی فقط به کالاهای اساسی صورت می‌گیرد.

- هزینه‌های طرح تحول سلامت کم خواهد شد.
- سن بازنشستگی افزایش پیدا خواهد کرد.
- متوسط نرخ رشد ۸۵ تا ۹۵ درصد بوده که ما فرض کردیم در سال‌های ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۰ یک‌دهم درصد باشد. نسبت به پیش‌بینی‌های تحریمی ما بسیار خوشبینانه است، یعنی به مراتب بدتر از این خواهد شد.
- تورم متوسط ۱۶ درصدی، ۲۵ درصد پیش‌بینی شده که این هم خوش‌بینانه است و به مراتب بیشتر از این خواهد شد.
- متوسط رشد درآمد متغیر بهره دولت که ظرف دهه گذشته ۱۹ درصد بوده، همان درصد باقی خواهد ماند.
- رشد مخارج غیربهره‌ای دولتی از ۱۷ درصد به ۱۹ درصد و رشد نرخ ارز رسمی از ۱۶ درصد به ۲۲ درصد خواهد رسید.
- در بخش دولت در سال ۱۳۹۶، شاخص نسبت بدهی به GDP ۲۱ درصد که در سال ۱۳۹۹ از کنترل خارج خواهد شد و به منطقه حساس خواهد رفت.
- در GFM این شرایط به مراتب بدتر خواهد شد و نشان‌دهنده تأمین مالی جلو پای دولت است که باید زود هنگام انجام شود.

سال ۱۳۹۶، ۴ درصد بوده و می‌تواند تا ۱۴ درصد افزایش یابد.

در سال ۱۳۹۶ نسبت تولید ناخالص دولت ۳۷ درصد بوده است که می‌تواند در سال ۱۴۰۱ به ۵۱ درصد افزایش پیدا کند.

در حال حاضر در منطقه خطر هستیم و ۱۱ درصد می‌تواند به ۳۷ درصد افزایش پیدا کند که رقم سرسام‌آوری است.

قاعدتاً اگر رشد اقتصادی مثبت باشد باعث می‌شود، بدهی کاهش پیدا کند، چون مخرج کسر ظرفیت بازپرداخت ما را افزایش می‌دهد و اگر نرخ بهره واقعی کاهش پیدا کند، هزینه تأمین مالی را کاهش می‌دهد و به نوعی به پایداری بدهی ما کمک می‌کند. در مقابل افزایش نرخ بهره یا هر هزینه تأمین مالی بدهی‌ها، هزینه‌های ما را افزایش خواهد داد.

تنظیم نرخ ارز اثر مستقیم ندارد و با توجه به استقراض داخلی به‌طور غیرمستقیم روی اقتصاد ما اثرگذار خواهد بود.

بنابراین، باید مکانیسمی داشته باشیم تا این تحلیل وارد بودجه‌بندی ما شود. عموماً بودجه در بسیاری از کشورها پیوستی به نام پیوست DSA دارد که باید پایداری بدهی آن مشخص شود که انباره بدهی ایجاد شده، قرار است در چه فاصله زمانی

بازپرداخت شود و چگونه متغیرهای مختلف را تحت تأثیر قرار می‌دهد؟ کشورهایی که بازار بدهی مشخص دارند باید استراتژی میان‌مدت آنها مشخص شود. چگونه و با چه نرخ اوراق مشارکت منتشر می‌کنند؟ ترکیب این اوراق چگونه است؟ بازار بدهی نیازمند بازارگردانی بانک مرکزی است. اگر بانک مرکزی وارد عملیات بازار باز نشود، بخش بزرگ بازار بیرون افتاده است. اینکه بانک مرکزی در مقابل این موضوع خود را منفعل نشان می‌دهد، یک مشکل جدی ماست. باید بانک مرکزی را تحت فشار قرار داد تا وارد این داستان شود. خواسته یا ناخواسته این اوراق در ترازنامه بانک مرکزی خواهد نشست. هر حوزه‌ای که به ما در افزایش مخرج کسر و ظرفیت بازپرداخت دولت کمک کند یا هر حوزه‌ای که به ما در کاهش صورت کسر کمک کند، مثلاً هر سیاستی که بتواند نرخ‌های تأمین مالی را کاهش دهد، قاعداً در پایداری بدهی ما اثرگذار خواهد بود.

## کلیات

روند آتی، روند خوبی نیست. درست است بدهی‌ها از یک هزار تویی که ما نمی‌دانستیم چه اتفاقی می‌افتد، درآمد و امروز به عدد و رقم تبدیل شده است و مجموعه مرکز مدیریت بدهی وزارت اقتصاد زحمات زیادی کشیده، اما هنوز فاصله زیاد تا ورود به حوزه شفاف داریم. بازار بدهی ما هنوز عمق زیادی ندارد. نرخ تأمین مالی ما به شدت بالاست که پایداری بدهی را دچار مشکل جدی کرده است و بانک مرکزی در این داستان بازیگر جدی است و نمی‌تواند خود را از این مسئله دور کند. امروزه سیاست مالی و پولی درهم‌تنیده شده‌اند و روی هم اثرگذارند که ما نقص قانونی جدی داریم، این نقص باید برطرف شود.



## دکتر شاپور محمدی

### موضوع آثار مدیریت بهینه دارایی‌ها و بدهی‌های دولت بر اقتصاد کشور

عنوان بحث ما مدیریت دارایی‌ها و بدهی‌های دولت با تأکید بر انتشار اوراق بهادار اسلامی است. همان‌طور که مستحضر هستید مفاهیمی وجود دارد که عبارتند از:

- ترازنامه مفهومی دولت و مدیریت.

جدول ۱: ترازنامه مفهومی دولت

تعهدات	دارایی‌ها
<b>تعهدات مستقیم</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>ارزش حال درآمدهای مالی</li><li>ذخایر ارز خارجی</li><li>اوراق بهادار قابل فروش</li></ul>
<ul style="list-style-type: none"><li>ارزش خالص مخارج مالی</li><li>ارزش بازاری خالص بدهی‌های حاکمیت (بدهی دولت و بانک‌ها به بانک مرکزی و خالص دارایی‌های خارجی)</li></ul>	
<b>تعهدات احتمالی</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>وام و تسهیلات پرداختی</li><li>سرمایه گذاری در شرکت‌ها دولتی</li></ul>
<ul style="list-style-type: none"><li>تعهدات احتمالی آشکار</li><li>تعهدات احتمالی ضمنی</li></ul>	
<b>صاحبان سهام</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>سرمایه گذاری در بانک‌های دولتی</li><li>سرمایه گذاری در زیرساخت‌ها</li></ul>
<ul style="list-style-type: none"><li>ارزش خالص املاک دولت</li></ul>	

- ترازنامه نیازهای مختلف دولت که برای تأمین مالی ممکن است با کشورهای دیگر متفاوت باشد.
- چرایی نیاز دولت به اوراق بهادار و اوراق متناسب با نیازهای دولت جمهوری اسلامی ایران چیست؟
- تعامل نرخ‌های بخش‌های واقعی و مالی اقتصاد.
- تفکیک و استقلال مدیریت بدهی‌های دولت از سیاست‌های پولی و مالی.
- آسیب‌شناسی مرتبط با اوراق بهادار اسلامی دولتی.

- ملاحظات مرتبط با اوراق بهادار اسلامی دولتی.
- ساختار بودجه غیراختیاری دولت غیرمتعهد و ریسک سیستمی.
- لزوم توجه به اوراق میان‌مدت و بلندمدت.
- توجه به نقدشوندگی و کارایی بازار در زمان انتشار اوراق دولت.
- نتیجه‌گیری.

درخصوص مدیریت دارایی‌های دولت رعایت غیر بودجه بین زمانی برای دولت‌ها و هموارسازی مالیاتی مطرح است. عموماً دولت‌ها در زمان رکود، کمتر مالیات می‌گیرند و بیشتر با اوراق، تأمین مالی می‌کنند. به این امید که در دوران رونق بتوانند با اضافه ظرفیت مالیاتی که ایجاد می‌شود، آنها بازپرداخت کنند. مدیریت ریسک‌های مترتب و اقلام ترازنامه یکی از اهداف مدیریت دارایی‌های دولت است. اهداف اساسی مدیریت بدهی‌های دولت، حداقل کردن هزینه‌های دولت است. تعیین ابزارهای سیاستگذاری پولی با مدیریت بدهی‌ها (OMO).

### نیازهای دولت

تأمین کسری تراز عملیاتی؛

تأمین هزینه تملک دارایی‌های سرمایه‌ای؛

پرداخت هزینه‌های تأمین مالی؛

سیاستگذاری مالی و مدیریت بدهی‌ها.

### هزینه‌های عملیاتی

هزینه‌های عملیاتی دولت شامل اقلام زیر هستند. در صورت عدم پوشش با درآمدهای عمومی (عمدتاً مالیات) نیاز به تأمین مالی دارد.

• جبران خدمات کارکنان؛

• خرید کالاها و خدمات مصرفی؛

• پرداخت‌های بهره‌ای؛

- سایر هزینه‌ها (یارانه، کمک‌های بلاعوض، مزایای اجتماعی و سایر پرداخت‌ها)؛
- تقدم هزینه و تاخر درآمدهای قابل تخصیص به صورت درون بودجه‌ای.

### نیازهای دولت برای دارایی‌های سرمایه

طرح‌های عمرانی انتفاعی و غیرانتفاعی در این بخش قابل بررسی است.

### تأمین مالی

وقتی دولت ورقه‌ای منتشر می‌کند، باید سال آینده بازپرداخت کند. امسال حدود ۱۵، ۱۶ هزار میلیارد تومان از بدهی‌های سالیانه را باید پرداخت کنیم و برای آن اوراق منتشر می‌کنیم. طبیعتاً این نوع تأمین مالی روی هزینه تأمین مالی اثر منفی خواهد داشت و این هزینه‌ها را بیشتر خواهد کرد.

در خصوص ساختار تأمین مالی باید گفت می‌تواند از لحاظ سررسید و تغییر نرخ‌ها عوض شود. عموماً نرخ‌ها بازار بدهی ایجاد می‌کنند تا بدهی‌های گران خود را ارزان کنند و بدهی‌های ریسکی را به کم‌ریسک تبدیل کنند. برای نمونه اوراق سه‌ساله را یک ساله می‌کنند. در جایی برعکس بسته به اینکه ساختار نهایی نرخ بهره چیست و منحنی بازده صعودی یا نزولی است، دولت‌ها می‌توانند بدهی‌های خود را از لحاظ ساختار از کوتاه به میان مدت و بلندمدت تغییر دهند. بحث سیاستگذاری مالی و مدیریت بدهی به عنوان یکی از مهم‌ترین نکات محسوب می‌شود.

چگونه اوراق بدهی منتشر شده را تسویه کنیم؟ جهان معتقد است این سؤال فقط یک جواب دارد و آن اینکه در دوران رکود مالیات کمتری دریافت شود، اوراق منتشر شود، از مردم پول جمع شود و به مردم بهره داده شود، تأمین مالی مالیات‌محور کمتری وجود داشته باشد، در زمان رسیدن به دوران رونق، چون مالیات بیشتری دریافت شده است، بدهی بازپرداخت خواهد شد.

در ایران علاوه بر این، فرصت دیگری به نام درآمدهای نفتی وجود دارد که قاعده‌تاً باید قاعده بر این باشد که در دورانی که درآمد نفتی ما کم است، ورقه می‌دهیم، ولی در دورانی که درآمد نفتی ما ۱۲۰ دلار بشکته نفت است، می‌گوییم در مقطع حساس کنونی به سر می‌بریم و تسویه نمی‌کنیم؛ اما اصول این است که تسویه کنیم.

مسئله بعدی این است که دولت ایران دارایی‌های زیادی دارد و از طریق دارایی‌ها باید ورقه‌های خود را بازپرداخت کند.

پس ما مانند دنیا یک امکان نداریم، اتفاقاً چهار امکان داریم.

۱- مالیات که فرار مالیاتی زیادی داریم؛

۲- مالیات در دوران رونق و رکود؛

۳- نفت؛

۴- دارایی‌های مازاد دولت؛ اعم از سهام، املاک و...

بنابراین ما می‌توانیم این را بازپرداخت کنیم. اگر این کار انجام نشود و با اوراق مالی کار نکنیم و اقتصاد با بازار بدهی مأنوس نشود، نتیجه آن افزایش بدهی دولت به بانک مرکزی، غارت حساب صندوق توسعه ملی، برداشت از حساب ذخیره ارزی، برداشت دارایی‌های خارجی بانک مرکزی، بدهکاری به مؤسسات مالی و بانکی و افتخار به اضافه کردن بدهکاری به پیمانکاران خواهد بود. این امر باعث می‌شود که بگوییم ۸۰۰ هزار میلیارد تومان تسهیلات دادیم، اما تمام اقتصاد قفل است. از عجایب است که نقدینگی ما بیشتر از GDP باشد، تسهیلات زیادی داده باشیم، تولیدکننده‌ها در عطش نقدینگی، برق کیلووات ساعت ۱۵۰ تومان را به ۳۰ تومان در بورس انرژی بفروشند.

از ابزارهای مالی اسلامی می‌توان به خوبی استفاده کرد که قابلیت نقل و انتقال دارد، بازار ثانویه ایجاد شده است. ابزارهای مختلفی تعریف شده که یکی از اهداف آنها کشف نرخ است؛ یعنی فرق بازار سرمایه با سیستم پولی این است که در سیستم پول هنوز نرخ‌های دستوری کار می‌کند. در بازار سرمایه چون به اوراق به صرف و کسر معامله می‌شود، اگر نرخ ثابت هم تعیین شود که کمیته تبصره برای ما تعیین می‌کند، ولی در خرید و فروش خود را نشان می‌دهد و نرخ ۱۸ درصدی به ۲۴ درصد کشف نرخ خواهد شد. به این دلیل است که بازار سرمایه نمی‌تواند با قیمت ثابت معامله کند. سیستم‌های معاملات ما به این قیمت‌ها عادت ندارند. اگر نرخ‌ها بالا یا پایین برود به سیاستگذار نشان می‌دهد که اشتباه می‌کند و این امر فقط از سیگنال نرخ‌های فرابورس قابل درک است. خوشبختانه این امکان در حال حاضر وجود دارد. اوراق منتشرشده باید امن‌ترین ریسک و نکول را داشته باشد. البته باید از سازمان برنامه و بودجه و خزانه‌داری کل کشور تشکر کنیم که هیچ ورقه‌ای دولتی

تا امروز نکول نشده است. این افتخار بزرگی است. باید این کار را ادامه دهیم تا بگوییم دولت جمهوری اسلامی ایران با همه محدودیت‌ها و مشکلاتی که دارد، ورقه‌اش در بازار سرمایه یک روز دیر نشده است.

اگر ابزارها را درست شناسایی کنیم، می‌توانیم بازار سرمایه را توسعه دهیم. ابزارهای موجود، کاهش کسری تراز عملیاتی با اسناد خزانه، اوراق اجاره نوع دوم، سلف، اوراق منفعت و اوراق وکالت انجام می‌شود. خرید کالا و خدمات مصرفی را می‌توان با اسناد خزانه، اجاره نوع دوم، سلف، منفعت، مباحه دولتی و اوراق وکالت انجام داد. مباحه بیشتر از همه کاربرد دارد.

پرداخت‌های بهره‌ای را می‌توان با اسناد خزانه، انواع اوراق مالی اسلامی انجام داد. این مسئله نشان می‌دهد ما نزدیک ۱۰، ۱۲ نوع ورقه داریم. حتی اوراق مصون از تورم هم در سازمان بورس در کمیته فقهی تصویب شد و این امکان وجود دارد؛ بنابراین شناورشناسی نرخ‌ها هم امکان‌پذیر است و می‌توانیم با نرخ‌های شناور کار کنیم، لزوماً ریسک بزرگ به دولت تحمیل نکنیم.

**جدول ۲:** خلاصه انواع اوراق بهادار اسلامی قابل استفاده برای رفع انواع نیازهای تأمین مالی و قابلیت عرضه آنها در بازار

مصون از تورم	استصناع			مشارکت	وکاله	مراجعه دولتی	منفعت	سلف	اجاره نوع دوم	اجاره نوع اول	اسناد خزانه	اوراق بهادار اسلامی	
	ترکیبی (استصناع، مشارکت، اجاره)	قابل تبدیل به سهام	وحدت بانکی و سازنده									نیاز مالی دولت ج.ا.ا.	اوراق بهادار اسلامی
					*		*	*	*		*	کاهش کسری تراز عملیاتی	جبران خدمات کارکنان
					*	*	*	*	*		*		خرید کالاها و خدمات مصرفی
					*		*	*	*		*		پرداخت‌های بهره‌ای
					*		*	*	*		*		سایر هزینه‌ها (یارانه، کمک‌های بلاعوض، مزایای اجتماعی و سایر پرداخت‌ها)
					*		*	*	*		*	تقدم و تاخر تخصیص و تحقق درون بودجه ای	تملک دارایی‌های سرمایه‌ای
*		*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	طرح‌های عمرانی انتفاعی	
*		*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	طرح‌های عمرانی غیر انتفاعی	
					*		*	*	*		*	طرح‌های مطالعاتی	
					*		*	*	*		*	تقدم و تاخر تخصیص و تحقق درون بودجه ای	تسویه اصل و فرع بدهی‌های دولت
*		*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	مدیریت بدهی‌های دولت	

مأخذ: کریمی و سلمانی، ۱۳۹۶

ملاحظات در خصوص ابزارها داریم. برای نمونه ممکن است مشکل ناسازگاری زمانی یا از لحاظ اقتصاد کلان با این اوراق مشکلاتی داشته باشیم. درست است از نظر شرعی مشکل نداریم و این اوراق می‌تواند برای بدهی هم استفاده شود. اما اصل اقتصادی پایه‌ای است. به این صورت که اگر خلق ارزش صورت نگیرد و فقط توزیع ارزش وجود داشته باشد، مانند شرکت‌های هرمی مشکل ایجاد خواهد شد. در شرکت‌های هرمی مشکل این است که خلق ارزش اتفاق نمی‌افتد، با سرعت بسیار بالا افراد پول‌های بدون پایه به دست می‌آورند. وقتی دولت با رشد ۲۵ درصدی بدهکار است، پنج سال هم لازم ندارد، ظرف چهار سال بدهی دو برابر خواهد شد.

بسیاری معتقدند دولت آمریکا و ژاپن چند برابر تولید ناخالصی خودشان بدهی دارند، اما هیچ کس به این مسئله اشاره نمی کند که در ژاپن صد سال طول می کشد بدهی دولت دو برابر شود و با داستان ایران متفاوت است. ما صندوق هایی داریم که بیش از ۳۰ هزار میلیارد تومان سرمایه دارد. این صندوق ها با بانک توافق می کند. ما مشکلات زیادی داریم. وقتی بدهی ها را پرداخت می کنیم، بازدهی عاید ما نخواهد شد و نتیجه این است که اصل و فرع روی دولت بار می شود. بنابراین دولت باید انضباط مالی را رعایت کند. اوراق بهاداری که منتشر می شود با پشتوانه دارایی و پروژه ها مناسب است. البته دولت باید از مخاطرات اخلاقی پرهیز کند، از جمله اینکه قراردادهای را تغییر دهد یا خلف وعده کند و قراردادهای را پرداخت نکند. مشکل جدی تری در اقتصاد وجود دارد و آن مشکل در بخش مالی است. مشکل این است که بنگاه های دولت به گردابه های بحرالعمود تبدیل شده اند. حتی تسهیلات ۴ درصدی هم به این بنگاه ها بدهید، نمی توانند بازپرداخت کنند. ۸۰۰ هزار میلیارد تومانی که بر نمی گردد، به این دلیل است که بهره وری بنگاه ها منفی است، نوآوری تکنولوژیک ندارد، با نفع مالی کردن ارزش افزوده سایر بخش ها، بخش ها را زنده نگه داشتیم، ادعا می کنیم در صنایع پتروشیمی مزیت نسبی داریم، در حالی که می دانیم اگر یارانه های انرژی و خوراک نباشد، اینها زنده نخواهند ماند. این مسائل ما را دچار مشکل نقدینگی می کند.

در دنیا شرکت های بزرگ بورسی به بانک و مؤسسات اعتباری نیاز ندارند. برعکس در ایران فقط نقدینه خواهی داریم. هیچ کجا جز بانک ها برای ما نقدینگی ایجاد نمی کند که همه اینها تبعات دارد؛ و اینکه آیا نرخ تأمین مالی در نرخ بازده بخش واقعی همخوانی دارد؟ این مسئله بسیار حائز اهمیت است. چون مهم نیست که نرخ تأمین مالی چقدر است، مهم این است که از روی زمین چقدر به دست می آوریم. باید به این مسئله توجه داشته باشیم.

جدول ۴: وضعیت نقدینگی و اندازه بازار پول و بانک

سال	نقدینگی به تفکیک (هزار میلیارد تومان)			GDP (هزار میلیارد تومان)	سهم (درصد)			رشد (درصد)
	کل نقدینگی	پول	شبه پول		کل نقدینگی	پول	شبه پول	
۱۳۸۱	۴۱/۷۵	۱۸/۲۷	۲۳/۴۹	۱۰۵/۹۰	۳۹/۴۳	۵۶/۲۵	۴۳/۷۵	۱۰۰/۰۰
۱۳۸۲	۵۲/۶۶	۲۱/۷۴	۳۰/۹۲	۱۳۰/۱۶	۴۰/۴۶	۵۸/۷۲	۴۱/۲۸	۱۰۰/۰۰
۱۳۸۳	۶۸/۵۹	۲۵/۲۸	۴۳/۳۱	۱۶۳/۷۰	۴۱/۹۰	۶۳/۱۴	۳۶/۸۶	۱۰۰/۰۰
۱۳۸۴	۹۲/۱۰	۳۱/۷۹	۶۰/۳۱	۲۰۲/۹۹	۴۵/۳۷	۶۵/۴۸	۳۴/۵۲	۱۰۰/۰۰
۱۳۸۵	۱۲۸/۴۲	۴۱/۴۵	۸۶/۹۷	۲۴۴/۲۲	۵۲/۵۸	۶۷/۷۲	۳۲/۲۸	۱۰۰/۰۰
۱۳۸۶	۱۶۴/۰۳	۵۳/۵۷	۱۱۰/۴۶	۳۲۴/۷۳	۵۰/۵۱	۶۷/۳۴	۳۲/۶۶	۱۰۰/۰۰
۱۳۸۷	۱۹۰/۱۴	۵۲/۵۵	۱۳۷/۵۹	۳۸۸/۷۷	۴۸/۹۱	۷۲/۳۶	۲۷/۶۴	۱۰۰/۰۰
۱۳۸۸	۲۳۵/۵۹	۶۰/۱۷	۱۷۵/۴۲	۴۱۰/۷۵	۵۷/۳۶	۷۴/۴۶	۲۵/۵۴	۱۰۰/۰۰
۱۳۸۹	۲۹۴/۸۹	۷۵/۸۷	۲۱۹/۰۲	۵۰۳/۵۸	۵۸/۵۶	۷۴/۲۷	۲۵/۷۳	۱۰۰/۰۰
۱۳۹۰	۳۵۴/۲۶	۸۹/۷۶	۲۶۴/۵۰	۶۳۹/۶۳	۵۵/۳۸	۷۴/۶۶	۲۵/۳۴	۱۰۰/۰۰
۱۳۹۱	۴۶۰/۶۹	۱۱۳/۶۷	۳۴۷/۰۲	۷۳۴/۱۹	۶۲/۷۵	۷۵/۳۳	۲۴/۶۷	۱۰۰/۰۰
۱۳۹۲	۶۳۹/۵۵	۱۱۹/۶۰	۵۱۹/۹۵	۹۹۳/۴۰	۶۴/۳۸	۸۱/۳۰	۱۸/۷۰	۱۰۰/۰۰
۱۳۹۳	۷۸۲/۳۸	۱۲۰/۷۶	۶۶۱/۶۳	۱۱۵۱/۷۵	۶۷/۹۳	۸۴/۵۷	۱۵/۴۳	۱۰۰/۰۰
۱۳۹۴	۱۰۱۷/۲۸	۱۳۶/۷۰	۸۸۰/۵۸	۱۱۴۱/۴۲	۸۹/۱۲	۸۶/۵۶	۱۳/۴۴	۱۰۰/۰۰
۱۳۹۵	۱۲۵۳/۳۹	۱۶۳/۰۳	۱۰۹۰/۳۶	۱۳۱۵/۱۳	۹۵/۳۱	۸۶/۹۹	۱۳/۰۱	۱۰۰/۰۰
مهر ۱۳۹۶	۱۴۰۳/۰۵	۱۶۳/۸۰	۱۲۳۹/۲۵	۷۴۵/۳۴	۱۸۸/۲۴	۸۸/۳۳	۱۱/۶۷	۱۰۰/۰۰

مأخذ: بانک مرکزی ج.ا.ا و محاسبات تحقیق

ارزش معاملات بورس اخیراً رشد خوبی داشته است. در سال ۱۳۹۶، در چهار بورس ۲۴۷ هزار میلیارد تومان معامله داشتیم. از این مبلغ ۶۴ هزار میلیارد تومان معاملات آتی سکه بود. تمام سکه‌ای که در بورس کالا معامله شد، ۴۵ میلیون قطعه بود. کل سکه‌ای که در کشور ضرب شد، ۹ میلیون قطعه بود. ۵ برابر کل سکه موجود در بازار مالی معامله شد، پس پول وجود دارد.



جدول ۳: ارزش معاملات و اندازه بازار سهام بورس تهران و فرابورس ایران

سال	هزار میلیارد ریال		رشد (درصد)		نسبت به GDP (درصد)	
	ارزش معاملات	ارزش جاری بازار در انتهای دوره	ارزش معاملات جاری بازار	ارزش هزینه ناخالص داخلی	ارزش معاملات	ارزش جاری بازار
۱۳۸۱	۲۳	۱۱۸	۴۴.۱۸	۳۸/۶۴	۱۹۰.۸	۲.۱۷
۱۳۸۲	۶۷	۳۱۰	۱۶۲.۷	۲۲/۹۱	۱۹۱.۳	۵.۱۵
۱۳۸۳	۱۰۴	۳۸۸	۲۵.۲	۲۵/۷۷	۵۵.۲	۶.۳۵
۱۳۸۴	۵۹	۳۲۶	-۱۶.۰	۲۴/۰۰	-۴۳.۴	۲.۹۰
۱۳۸۵	۵۶	۳۹۵	۲۱.۳	۲۰/۳۱	-۴.۵	۲.۳۰
۱۳۸۶	۷۳	۴۶۲	۱۷.۰	۳۲/۹۷	۳۰.۲	۲.۲۵
۱۳۸۷	۱۳۷	۴۴۹	-۲.۸	۱۹/۷۲	۸۷.۴	۳.۵۳
۱۳۸۸	۱۸۶	۶۵۴	۴۵.۷	۵/۶۵	۳۵.۷	۴.۵۳
۱۳۸۹	۲۸۰	۱۲۳۵	۸۸.۸	۲۲/۶۰	۵۰.۲	۵.۵۵
۱۳۹۰	۳۱۴	۱۶۱۶	۳۰.۸	۲۷/۰۲	۱۲.۱	۴.۹۰
۱۳۹۱	۴۱۱	۲۲۰۰	۳۶.۱	۱۴/۷۸	۳۱.۲	۵.۶۰
۱۳۹۲	۱۲۶۷	۴۸۱۲	۱۱۸.۷	۳۵/۳۰	۲۰۷.۹	۱۲.۷۵
۱۳۹۳	۸۹۲	۳۶۳۸	-۲۴.۴	۱۵/۹۴	-۲۹.۶	۷.۷۴
۱۳۹۴	۱۰۱۵	۴۴۲۷	۲۱.۷	-۰/۹۰	۱۳.۸	۸.۸۹
۱۳۹۵	۱۱۰۰	۴۲۶۷	-۳.۶	۱۵/۲۲	۸.۳	۸.۳۶
نیمسال اول ۱۳۹۶	۴۹۳	۴۷۸۳	۱۲.۱*	۱۵/۱۵*	-۵۵.۲*	۶.۷۲

مأخذ: گروه آمار و تحلیل ریسک مرکز پژوهش سازمان بورس، بانک مرکزی ج.ا.ا و محاسبات تحقیق

\* رشد نسبت به دوره مشابه در سال گذشته است.

اما اینکه چگونه پول را هدایت کنیم و از آن بازده بسازیم؟ بازار سرمایه این قابلیت را دارد، اما اینکه چگونه از این قابلیت‌ها استفاده کنیم؟ مهم است. بازده اوراق بهادار دولتی عموماً بدون ریسک تلقی می‌شود که این اشتباه بزرگی است. در دنیا نرخ ریسک‌پر اسناد خزانه ۸۹ روزه است. این نرخ نوسان می‌کند و از معاملات کشف می‌شود.

در ایران نرخ واهی به نام نرخ سود سپرده بانکی وجود دارد که از سودهای موهوم بانک‌ها تغذیه می‌کند. سرمایه بانک‌های ما رفته است و سودی که توزیع می‌کند، عموماً موهوم است. نرخ‌ی که از این سود به دست می‌آید، مبنای تعیین نرخ کل

بدهی‌های دولت است که این نرخ تأمین مالی می‌شود که به هیچ وجه از رقابت خارج نشده است و به زور، اضافه پول‌هایی به جیب عده‌ای ریخته می‌شود و این هزینه به اقتصاد تحمیل می‌شود.

## انواع نرخ‌های تأمین مالی

تنوعی از نرخ‌ها وجود دارد که تقریباً غیرواقعی هستند. هیچ‌کدام از این نرخ‌ها صحیح نیستند. مثلاً در بانک‌ها که گفته می‌شود نرخ سودها ۱۸ درصد است، اما عملاً این طور نیست. در بازار سرمایه، نرخ اسمی و نرخ مؤثر وجود دارد که نرخ مؤثر تا حدودی درست است. نرخ اسمی درست نیست. به سررسید که می‌رسیم، نرخ‌ها سرسام‌آور است و گاهی اوقات به ۲۷، ۲۸ درصد می‌رسد، چون عمق بازار کم است.

## سلطه مالی و تفکیک سیاست‌های مالی، پولی و بودجه‌ای

نکته مهم این بحث هموارسازی مالیات است. بحث عملیات بازار باز بسیار حائز اهمیت است. بانک مرکزی ما نمی‌تواند قبض پولی، دلار، ارز و طلا کند، بلکه همواره بسط پولی، دلار، ارز و طلا دارد. نتیجه این امر تورم است. اگر تورم به وجود نیاید، باید تعجب کرد. راه‌حل این مشکل بازار باز است و بانک مرکزی هر مانع قانونی که دارد باید رفع کند و به عملیات بازار باز بیاید. بانک‌های مرکزی نرخ را در روز تعیین می‌کنند. در کشورهای دیگر ۰/۵ درصد اقتصاد را به تعادل می‌رسانند، نه ۵ درصد. در حال حاضر، ما با کوچ‌های عجیب پولی مواجه هستیم که برای اقتصاد خطرناک است و باید حل و فصل شود.

## تفکیک و استقلال مدیریت بدهی‌های دولت از سیاست‌های پولی - مالی

باید از بیمه‌ها غفلت نکرد. بیمه‌های زندگی در کشور نرخ تعیین می‌کنند و آرام‌آرام به مرجعیت خاص تبدیل می‌شود. اگر بانک مرکزی، سازمان بورس و بیمه مرکزی تفاهم کنند، هر نرخ‌ی احصا کنند و با نرخ‌های بخش اقتصاد همخوانی نداشته باشد، فایده نخواهد داشت. اشخاص مختلفی در تعیین وضعیت بازار بدهی فعالیت می‌کنند که مثلث مهمی است و باید دولت و سیاست‌های پولی و مالی با یکدیگر نظم و هماهنگی مشخص داشته باشند. تعیین نرخ‌ها و بودجه روی همه چیز اثرگذار خواهد بود و در اقتصاد تقریباً همه چیز به هم مرتبط است.

چالش‌های اساسی ما در سلطه مالی عبارتند از:

- دستوری بودن نرخ سود بانکی؛

- تعیین نرخ اوراق بهادار دولتی براساس نرخ دوگانگی؛
  - مشخص بودن مقام مالی مسئول سیاست‌های مالی و مدیریت بدهی؛
  - محدودیت ابزار اوراق بدهی در ایران و مسئله بازار باز؛
- این مسائل، استقلال و سازگاری بین سیاست‌ها را با چالش مواجه کرده است که باید رفع شود.

### آسیب‌شناسی

- تشتت آزردهنده‌ای در انتشار اوراق بهادار اسلامی وجود دارد.
- تأمین اجتماعی، دولت، وزارت اقتصاد دولت، دستگاه‌ها، بخش خصوصی اوراق دارند و هر کدام به‌نوعی مدعی انتشار اوراق می‌باشد که مشکل ساز است.
- عدم تفکیک دقیق و شفاف طرح‌های انتفاعی و غیرانتفاعی عمرانی دولتی که ممکن است سازمان برنامه مدعی شود که برای آنها مشخص است.
- ضرورت اسلامی بودن اوراق بهادار منتشره توسط دولت جمهوری اسلامی ایران و منافع استفاده از مزایای بازار بدهی را نمی‌توانیم داشته باشیم. برای نمونه ما نمی‌توانیم سوپ را داشته باشیم.
- عدم شناسایی دارایی‌های دولت جمهوری اسلامی ایران جهت پشتوانه ساختن برای آنها.
- ارزش مورد نیاز برای انتشار.
- نبود سازوکار قابل اطمینان برای تسویه حساب اوراق بهادار دولتی.
- عدم هماهنگی با سازگاری بین نرخ بازدهی اوراق بهادار دولتی با گزینه‌های سرمایه‌گذاری بخش خصوصی.
- لزوم توجه به عمق ظرفیت بازار سرمایه در تأمین مالی دولت.
- عدم رتبه‌بندی اوراق بهادار دولتی در کشور.
- عدم پوشش ریسک نوسانات نرخ ارز برای خریداران خارجی.
- عدم سازگاری بازدهی مشخص شده برای اوراق بهادار دولتی.
- عدم پیش‌بینی منابع احتیاطی برای تسویه اوراق بهادار اسلامی.

- ضرورت استفاده از دانش و نیروی مالی متخصص اسلامی و به‌کارگیری روشمند متخصصان این حوزه.
  - نبود قانون دائمی در ارتباط با انتشار اوراق بهادار اسلامی دولتی.
- عموماً ما دو نوع اوراق مالی مبتنی بر بدهی و مبتنی بر مالکیت داریم که مجوز این دو نوع را از لحاظ شرعی داریم. بحث ثبات و اهرم بسیار کلان است.
- ملاحظات آنکه در رابطه با اوراق بهادار اسلامی داریم عبارتند از:
- اسلامی بودن اوراق.
  - سازگاری تعهدات مرتبط با فعالیت‌های موضوع اوراق.
- برای نمونه اوراق مشارکت برای وزارت نفت حدود ۵ هزار میلیارد تومان منتشر شده بود، اینها معتقد بودند این پول‌ها را در جای دیگر مصرف کنند و سازمان بورس باید ساکت باشد. گفتیم شرعی بودن این اوراق به مشارکت است. اگر مشارکتی استفاده نشود، شرعی نخواهد بود.
- سازگاری نرخ بازدهی تعیین شده.
  - امکان استفاده از اوراق بهادار دولتی به‌عنوان ابزار سیاست پولی (OMO).
  - سازگاری زمانی سررسید اوراق بهادار دولتی با عمر فعالیت مربوطه.
  - ممانعت از ایجاد ریسک سیستمی با منشأ دولت که ممانعت از اهرمی شدن اوراق بهادار دولت است.
  - توزیع ریسک بین عوامل اقتصادی به‌جای انتقال ریسک به طرف قرارداد.
- اوراق بلندمدت‌تر هم از آن غفلت نکنیم، دنیا اوراق ۳۰ ساله دارد. همین الآن صندوق‌ها و بانک‌ها را تنبیه می‌کنیم که سهامشان را بفروشند و به آنها می‌گوییم اوراق یک ساله بخرید.
- آیا در دنیا صندوق یا بیمه‌ای هست که همه پولش را اوراق یا سپرده یک ساله گذاشته باشد؟ در دنیا اوراق ۳۰ ساله و ۱۰ ساله داریم. اوراق بیمه اتکایی منتشر می‌کنیم، باید مقداری این‌گونه پیش برویم و اوراق کوتاه و بلند را با هم داشته باشیم. البته اسناد خزانه محدودیت دارد، اما مابقی آن شدنی است.

- اوراق بلندمدت

- نقدشوندگی

اوراق ما خیلی نقدشونده نیستند، فقط اسماً ۷۰،۸۰ هزار ورقه در بازار سرمایه داریم. بخش کمی از آن معامله می‌شود. تمام آن دست پیمانکار است. چرا پیمانکاران نمی‌فروشند؟ چون نرخ تنزیل آن بالا است که باید این مسئله به‌نوعی حل شود. بازار بدهی ما هنوز کوچک است. ۸۰ هزار میلیارد تومان در مقابل هر ۸۰۰ هزار میلیارد تومان بازار سرمایه یک‌دهم است.

- تفکیک سیاست مدیریت بدهی از سایر سیاست‌های اقتصادی کلان ضرورت دارد و معتقدیم مدیریت این کار باید اتفاق بیفتد.

- انتشار و تسویه بدهی دولت باید بر مبنای مدیریت چرخه‌های تجاری باشد.

- تأمین مالی اوراق با دولت باید از محل منابع راکد و غیرمولد بخش خصوصی صورت بگیرد، نه اینکه پول‌هایی که در اختیار دارند از دست آنها خارج کنیم.

- واکنش بازار سهام را در انتشار مدنظر قرار دهیم، این مسئله در جایی بازار سهام را تضعیف خواهد کرد.

- دولت باید جلوی بازسازی پانزی یا هرمی را بگیرد.

- افق‌های زمانی بلندمدت در انتشار اوراق دولتی باید مدنظر قرار بگیرد.

- همخوانی بین بازده اوراق بلندمدت، میان‌مدت و کوتاه‌مدت باید برقرار شود.

- اوراق بهادار دولتی منبع درآمدی نیست، بلکه رویکرد تأمین مالی است و باید در آینده تسویه شود.

البته باید اوراق متنوع با جذابیت داشته باشیم. ما هر تأمین مالی که انجام دهیم، چون سمت عرضه اقتصاد ما انعطاف کمی

دارد، منجر به تورم خواهد شد و تنها راه آن فروش دارایی‌های ماست و بازده دارایی‌های ما بسیار مهم است. اگر نتوانیم بازده

دارایی‌ها را با بازده بدهی‌ها با هم متناسب کنیم، اساساً مشکل خواهیم داشت و دولت دارایی‌های زیادی دارد که نمی‌تواند

بفروشد و نمی‌تواند روی آن اوراق منتشر کند.

## دکتر حمید پورمحمدی

### موضوع: نقش مدیریت بهینه دارایی‌ها و بدهی‌های دولت در شرایط مواجهه با تحریم‌های اقتصادی

سعی می‌کنم از دید دولت تصویری از موضوع بدهی‌ها خدمت شما ارائه کنم و بیشتر به سمت چالش‌هایی که در ارتباط با بدهی‌ها داریم و در عین حال بعضی سردرگمی‌هایی که در این زمینه وجود دارد، همچنین روش‌هایی که دولت تلاش می‌کند تا بتواند بدهی‌های خود را تسویه کند، برویم. به‌خصوص در شرایطی که اقتصاد بنگاه‌ها تحت فشار است یا به تعبیر دیگر در شرایط تحریمی قرار گرفته‌ایم.

آنچه می‌توان به‌عنوان بدهی‌ها بیان کرد، باید به دو قسمت تقسیم شود:

- آنچه به معنای بدهی‌های شرکت‌های دولتی هستند.
- آنچه مشخصاً بدهی‌های دولت است.

عرایض بنده به بدهی‌های دولت معطوف است. بنابراین، آنچه از جهات مختلف به شرکت‌های مختلف دولتی و نیمه‌دولتی مرتبط است، از شمول بحث بنده خارج است، بنابراین مشخصاً در مورد بدهی‌های دولت ارائه زیر را تقدیم می‌کنم:

### بدهی‌های دولت

بدهی‌های ناشی از انتشار اوراق مالی دولت که کمترین چالش را در این بخش داریم. حتی یک ورقه هم در دولت نیست که چالش مسجل شدن یا معوق شدن داشته باشد. طبیعتاً چند سال اخیر ابزار جدیدی وجود دارد، غیر از اوراق مشارکت که از گذشته استفاده می‌کردیم، سایر اوراق مالی اسلامی را در سال‌های اخیر استفاده می‌کنیم.

بنابراین ما در جایگزینی حساب ذخیره ارزی که بخشی از منابع بودجه عمومی را تشکیل می‌داد، به تدریج به سمت اوراق مالی اسلامی شیفت کردیم که اکنون آنچه برای دولت عمل می‌کنیم، ۳۸ هزار ۵۰۰ تاست و در قانون برنامه هم نوشته شده است و تاکنون دولت هر اوراقی منتشر کرد به‌موقع پرداخت کرد و ما در این زمینه چالشی نداریم.

بنابراین به جایی خواهیم رفت که چالش بیشتری دارد و بتوانیم برای گره‌گشایی از کلاف سردرگمی که از سال‌های قبل به‌جا مانده است، با هم همفکری کنیم. تاکنون ۲ یا ۳ اهما برای تصمیم‌گیری بدهی‌های دولت صورت گرفت. پس از جنگ، سازمان برنامه گروهی را مأمور کرد و گزارش خوبی از میزان بدهی دولت به‌ویژه از بانک‌ها و بخش خصوصی احصا شد. پس

از آن هیچ اقدام جدی صورت نگرفت. در سال ۱۳۸۳ و ۱۳۸۴ کارگروهی در وزارت اقتصاد برای تسویه با بانک‌ها تشکیل شد. پس از آن مجدداً خلأ داشتیم تا یک یا دو سال گذشته که در وزارت اقتصاد دفتر بدهی‌ها و در سازمان برنامه هم دفتر پایش تحولات دولت تشکیل شد. بنابراین، دولت در سه مقطع به این سمت گرایش پیدا کرد تا رابطه خود را با طلبکاران تنظیم کند. دوره سوم در مورد بدهی‌های دولت به بخش غیردولتی (خ ص ص ص، تعاونی و نهادهای عمومی) خواهد بود. برای اینکه مقداری چالش‌ها را در حوزه بررسی کنیم، باید گفت اولین چالش ما در مورد گذشته است؛ یعنی ابتدا گذشته را مورد بررسی قرار می‌دهیم، سپس به آینده می‌پردازیم.

بخش خصوصی یا بخش غیردولتی مانند بانک، بیمه، تأمین اجتماعی، شهرداری و صندوق‌های بازنشستگی مطالباتی را بیان می‌کنند که دولت آن را قبول ندارد. اما در یک جابه‌جایی جایگاهی متوجه خواهیم شد که آنها با چالش‌های سنگینی مواجه هستند. اولین مسئله این است که اینها به دلیل اشتهار مدیریتی، اعلام توفیق و نشان دادن سود بیشتر، برخی از هزینه‌ها را من غیرحق به گردن دولت انداختند. در چنین حالتی فلان مقدار طلب به نام دولت شناسایی می‌شود و خود را به‌عنوان یک مدیر موفق معرفی می‌کرد. متأسفانه بابت این موضوع، دولت مالیات هم پرداخت می‌کرد و بابت این موضوع اگر دولت سهامدار بود، سود سهام هم پرداخت می‌کرد. بنابراین، اگر منصفانه خود را جای شرکت قرار دهیم، از یک سو مطالبات، واهی است و دولت آن را قبول نمی‌کند و از طرف دیگر بابت سود سهام، مالیات و پاداش داده ما چالش این گونه‌ای داریم که کاملاً مهیب است. از طرف دیگر، در دولت سه موضوع وجود دارد تا طلبی را بپذیریم:

نخست اینکه، زمانی ما ورود می‌کنیم که مفاهیم تعریف شده باشد که چه موضوعاتی می‌تواند به‌عنوان طلب دولت تلقی شود. هر کسی نمی‌تواند بگوید من از قانون برداشتی کردم و این میزان طلب را به نام دولت می‌گذارم. اولین کاری که باید انجام شود، تعریف معیارها و استانداردهایی است تا موضوع طلب کلی از دولت به یک معیار و استاندارد قابل اندازه‌گیری تبدیل شود.

برای نمونه وقتی بانکی اعلام می‌کند بابت تعهدات دولت، فلان مقدار به حساب او قرار داده است. باید دید کدام تعهد و به چه شیوه با قانون منطبق شود؟ میزان کمی چگونه است؟ همه این‌ها به استانداردها و معیارهایی نیاز دارد.

در سال ۱۳۸۳ در مورد بانک‌ها کار خوبی انجام شد. کارگروهی از وزارت اقتصاد، بانک مرکزی، سازمان برنامه و سازمان حسابرسی برای بانک‌ها معیارهایی تعریف کردند. اولین بحث ضوابط و معیارهاست. برای سنجش میزان بدهی دولت باید استانداردها، معیارها و ضوابطی تعریف شود که میزان طلب را با قانون انطباق دهد.

کار دوم زمانی انجام می‌شود که معیار مشخص می‌شود که حسابرس باید ورود کند. اگر حسابرس رسمی سازمان حسابرسی اعلام کرد فلان مقدار طلب داریم، اصلاً مورد تأیید دولت نیست، گزارش بازرس قانونی و حسابرس معطوف به گزارش هیئت مدیره است و مسئولیت‌شان در چارچوب گزارش هیئت‌مدیره قرار دارد که مورد قبول دولت نیست.

حسابرسی به معنای واقعی یعنی حسابرسی ویژه، پس باید ویژه یعنی استانداردها و معیارها از قبل تعریف شود و کار حسابرس داوری است که آیا این مصداق با این استاندارد و معیار انطباق دارد یا خیر؟ حسابرسی ویژه انجام می‌شود و می‌گویند قانون، ضوابط و استاندارد این بوده و این موارد را منطبق کردم. این از دید ما طلب قابل قبولی است.

آنچه نظام بانکی در سال ۱۳۹۲ اعلام کرد، ۱۵۰ هزار میلیارد تومان طلب دارد، در یک حرکت یک مرتبه روی ۳۷ هزار میلیارد تومان رفت که شکاف خیلی سنگینی است. از یک جهت گفتم مهیب است که ما بانک‌ها را داریم و تا الآن بانک این را سود شناسایی کرده، اگر دولت بگوید پرداخت نمی‌کند، بانک این مبلغ را چکار کند؟ این مبلغی که تا الآن در صورت‌ها بوده و بابت آن سود شناسایی شده، مالیات و پاداش داده، یک مرتبه بانک‌ها دچار بحران مالی بسیار بزرگ خواهند شد. اگر هم دولت این سود را بدهد، غیرقانونی است و حقی ندارد زمانی که بدهی ندارد، این مبلغ را پرداخت کند.

در تبصره ۳ دولت تسهیلات تکلیفی می‌داد، سپس ضمانت می‌کرد و در همه آن موارد می‌نوشت ضمانت دولت رافع مسئولیت بانک برای وصول مطالبات نیست. دوستان ما در بانک‌ها تمام این‌ها را به حساب دولت می‌گذارند. نمی‌توان صددرصد این را سوخت تلقی کنیم. دولت باید در اینجا چه کند؟ آیا منافع عموم را در نظر بگیرد و بگوید پول را بدهید. یا طرف بانک را بگیرد و بگوید بانک واقعاً هیچ سهل‌انگاری نداشته است و هیچ وصول نکرده است. چالش به همین جا ختم نمی‌شود.

برخی از دوستان در بانک‌ها با اینکه تضمین دولت رافع مسئولیت آنها در وصول نبود، بخشی از پول را از شخص گرفتند در عین حال به حساب بدهی دولت هم گذاشته‌اند. سود هم روی آن می‌کشند، وثایق شخصی که در تبصره ۳ بوده است را



هم آزاد نکرده‌اند. پیچیدگی بسیار سنگین و عمیق وجود دارد که تمام بخش‌ها را به یک کلاف سردرگم تبدیل کرده است. دولت با این شیوه چه بکند؟ اگر سخت بگیرد، بانک‌ها یا شرکت‌ها فرو می‌ریزند. اگر سهل‌انگاری کند، دلیلی وجود ندارد. در سال‌های ۱۳۸۸ و ۱۳۸۹ و ۱۳۹۰، بخشی از اینها را از محل حساب ذخیره ارزی تهاتر کردیم، اما باز هم در حساب‌ها است. اینها از جمله موارد پیچیده و سخت است.

در تأمین اجتماعی هر هزینه‌ای که می‌خواهیم بکنیم یا هر تضمینی که بخواهیم بدهیم، باید معطوف به قانون باشد؛ یعنی قانون‌گذار اجازه آن هزینه را به ما داده باشد. زمانی می‌توانیم هزینه کنیم که درآمدی برای آن داشته باشیم. قانون‌گذار هزاران حکم را در تبصره‌های بودجه یا قوانین می‌نویسد. آیا صرف انشاء یک تبصره یا یک ماده در قوانین، مجوزی به دستگاهی می‌دهد که هزینه کند و بگوید از دولت طلبکار است.

در خصوص آینده باید عرض کنم که امسال در قانون بودجه، تبصره‌ای قرار دادیم و گفتیم اشخاص حقیقی و حقوقی می‌توانند از دولت ادعای طلب بکنند که از قبل این موارد را دیده باشد:

حتماً از رئیس سازمان برنامه و بودجه کشور برگه گرفته باشد (مشخصاً رئیس سازمان برنامه بودجه کشور) که بگوید من اجازه می‌دهم که این را به حساب طلب از دولت قرار دهید، اگر نباشد واهی است؛ یعنی قانون‌گذار از الآن جای پای خود را محکم کرده است و گفت اگر چنین برگه‌ای نگرفتی هرچه بگذاری واهی است. بنابراین خیلی از دوستان ممکن است از برخی بنگاه‌ها بیایند. سال آینده اگر کسی اطلاعات طلب کند، می‌گوییم طبق قانون باید ابتدا از رئیس سازمان نامه می‌گرفتی که می‌تواند جزء طلب من باشد، اگر نگرفتی واهی است. رئیس سازمان برنامه هم محدود شده و در جایی می‌تواند تضمین کند که قانون‌گذار به او اجازه داده باشد.

در قانون بودجه سال ۱۳۹۷ دو نوع اوراق دیده شده است:

۱- اوراق تسویه؛ حدود ۲ هزار میلیارد تومان بخش خصوصی طلب دارد. طرفین این اوراق بخش خصوصی و دولت است. بخش خصوصی طلبکار و دولت بدهکار است. سقف آن قبلاً ۵ هزار میلیارد تومان بود که به ۲ هزار میلیارد تومان تقلیل پیدا کرد؛ اما کار مهم‌تری انجام شد و به جای اینکه دوتا باشد، الآن چهارتا است.

بخش خصوصی شامل؛ نهادهای عمومی مانند صندوق‌ها، تأمین اجتماعی، اتحادیه‌ها، استان‌ها، شهرداری‌ها و...

دولت به‌عنوان بدهکار و طرف دیگر که هرکس می‌تواند باشد، چه نهاد خصوصی و چه نهاد عمومی به‌عنوان طلبکار و دوم بانک به‌عنوان ضلع سوم و چهارم بانک مرکزی است. کار جدیدی انجام شد که می‌تواند خیلی از مسائل را به این شیوه حل و فصل کند که اگر کسی از دولت طلب مسجلی داشته باشد (این شخص می‌تواند شخص حقیقی یا حقوقی باشد، می‌تواند نهاد عمومی باشد، می‌تواند بخش خصوصی و تعاونی باشد) از طرف دیگر به بانک بدهی داشته باشد، می‌توانند با هم تهاوتر کنند، مشروط بر اینکه آن بانک هم به بانک مرکزی بدهکار باشد. اینجا تکمله‌ای دارد و آن اینکه اگر آن بانک مشخصاً به بانک مرکزی بدهکار نبود، اما بانک دیگری به بانک مرکزی بدهکار بود، می‌توانند در بازار بین‌بانکی با هم مبادله و خرید و فروش کنند. این‌ها به بانک مرکزی منتقل می‌شود و بانک مرکزی به حساب دولت می‌گذارد که اثرات فراوانی دارد. تا الان بخش خصوصی بین دو فشار، طلب خود از دولت که نمی‌توانست وصول کند و دیگری بدهی به بانک قرار می‌گرفت. اما الان بخش خصوصی هم از فشار دولت که نمی‌تواند منابش را بگیرد و هم از فشار بانک آزاد می‌شود و ترازنامه‌اش شفاف می‌شود و می‌تواند مجدداً وام و تسهیلات بگیرد و فعال باشد. بانک هم تحت فشار قرار داشت:

اول اینکه همه نهادهای نظارتی می‌گفتند، چرا مطالبات معوق بالا دارید و وصول نمی‌کنید؟ از طرف دیگر، توسط بانک مرکزی چون اضافه برداشت داشت با ۳۴ درصد جریمه می‌شد یا در هیئت انتظامی بانک‌ها به‌عنوان بانک متخلف وارد شد؛ بنابراین بانک هم مقداری از این موضوع آزاد می‌شود.

یک اثر منفی رابطه بین بانک و بانک مرکزی این است که ممکن است در آینده بگویند در این سال میزان بدهی دولت به بانک مرکزی فوق‌العاده بالاست، اما بنا به مصالح بخش خصوصی و نهادهای عمومی و بقیه نهادهای اقتصادی دولت هزینه برنامه را پذیرفته، بنابراین بدهی دولت به بانک مرکزی بالا می‌رود، اما بدهی دولت به بخش خصوصی تقلیل پیدا می‌کند، مطالبات بانک‌ها از بخش خصوصی و نهادهای عمومی و مطالبات بانک مرکزی هم از این بانک‌ها تقلیل پیدا می‌کند. غیر از این که این گره را باز می‌کند، حسنی که دارد این است که وقتی قرار است کشوری رتبه‌بندی شود، به این چارچوب‌ها نگاه می‌کنند تا ببینند بانک مرکزی از بانک‌ها چقدر طلب دارد؟ بانک‌ها از بخش خصوصی چقدر طلب دارد؟ رابطه بانک‌ها و دولت چگونه است؟ و در این کلاف سردرگم همواره یک رتبه نامناسب به ما می‌دهند. وقتی رتبه نامناسب می‌دهند، کسی برای ما سرمایه‌گذاری نمی‌کند یا تأمین مالی نمی‌کند، تأمین مالی هم اگر صورت بگیرد، با قیمت گران انجام خواهد شد.

این مسائل باعث می شود ما بتوانیم کارها را انجام دهیم. اوراقی که عرض کردم، صد هزار میلیارد تومان است که پنجاه هزار میلیارد تومان برای بخش خصوصی و پنجاه هزار میلیارد تومان برای نهادهای عمومی مانند صندوق ها، تأمین اجتماعی، شهرداری ها، اتحادیه و... است.

### سرکار خانم خانلو

در خصوص سامانه سما باید عرض کنم، چند نکته و آسیب در این سامانه وجود دارد. البته تنها مرجع ثبت بدهی های دولت فعلاً این سامانه است. اما هم نیاز به تکمیل دارد و هم اصلاح. چون از ارقام آن استفاده می شود، لازم است چند نکته در آن لحاظ شود. نخست ارقامی که در آن ثبت می شود، صرفاً ادعاست. هیچ کدام از اینها نه تنها تأیید شده سازمان برنامه و سازمان حسابرسی نیست، بلکه تأیید شده وزارتخانه هم نیست.

چون گفته و مشخص می شود که این میزان بدهی برای دولت وجود دارد، آخرین آمار ثبت شده ۳۱۶ هزار میلیارد تومان است. در این بدهی فقط ۲۳ هزار میلیارد بدهی دولت به پیمانکاران است که حسابرسی ندارد. گفته می شود بدهی دولت به بانک ها وحشتناک است و ۱۷۰ هزار میلیارد تومان است که در این سامانه ۹۰ هزار میلیارد تومان (۵۰ هزار میلیارد تومان بانک های دولتی و ۴۰ هزار میلیارد تومان بانک های خصوصی) ثبت شده است. نهادهای عمومی و غیردولتی اعم از سازمان تأمین اجتماعی، شهرداری ها بیش از ۱۳۰، ۴۰ هزار میلیارد تومان ادعا دارند. فقط ۶۹ هزار میلیارد تومان تأییدیه سازمان حسابرسی دارد. بدهی بانک مرکزی ۴۵ هزار میلیارد تومان است که عمدتاً اضافه برداشت های دولت است که اول سال تا آخر سال ۱۰ الی ۲۰ هزار میلیارد تومان متفاوت است، به خاطر تنخواه گردان هایی که دولت از بانک مرکزی استفاده می کند. وقتی اوراق سه سال دست مردم داریم بدهی بلندمدت دولت است که تسویه خواهد شد. در اینجا دو نکته حائز اهمیت است: نخست، ارقامی که ثبت می شود ادعاست و باید تأییدیه سازمان حسابرسی بگیرد، حتی تأییدیه سازمان حسابرسی باید حسابرسی ویژه بگیرد. در سامانه بدهی ما به بانک های دولتی ۵۰ و ۶۰ هزار میلیارد تومان ثبت شده است که در این میان ۱۸ هزار میلیارد تومان مربوط به بانک مسکن است و این بدهی، بدهی مسکن مهر است. بانک مرکزی به بانک مسکن خط

اعتباری ۳/۵ درصدی داده، بانک مسکن هم به مردم ۷ درصد وام داده است. فاصله بین ۷ درصد تا ۱۲ درصد به حساب بدهی دولت گذاشته شده است.

باید این دو مقوله از هم جدا شود. آمار ثبت شده صرفاً اطلاعات و آمار تأیید شده نیست، بلکه به تکمیل، اصلاح و تأیید و انطباق با معیارهای سازمان حسابرسی نیاز دارد. مهم‌تر از همه نیاز دارد که وقتی گزارش می‌شود، مشخص شود اجزای آن بر چه اساس است؟

انضباط مالی دولت در سال‌های گذشته برای بازپرداخت اصل و سود اوراق رعایت شده و امیدوارم بتوانیم در ادامه هم به همین روش پیش برویم. امسال با توجه به اوضاع و احوال در شش ماه آینده، باید تقریباً نزدیک به ۳۷ هزار میلیارد تومان بابت اصل و سود پرداخت کنیم. به همین ترتیب، این ارقام در سال‌های بعد ۲۵ تا ۳۰ هزار میلیارد تومان خواهد شد. در سال ۱۴۰۰ وضع بهتری خواهیم داشت و ممکن است ۱۵ تا ۱۶ هزار میلیارد تومان داشته باشیم. اگر از همین الان منتشر نکنیم، سه ساله و چهار ساله که سررسید آنها به ۱۴۰۰ خواهد رسید، مشکل‌ساز خواهد بود.

الحمدلله تا این لحظه هیچ رکودی نداشتیم و مستلزم این است که بتوانیم در ادامه با این اوضاع تحریم‌ها این را به‌عنوان یکی از اجزای اجتناب‌ناپذیر بپذیریم و همه ما به آن پایبند باشیم. فرقی با حقوق و مزایا ندارد و درست مانند حقوق و مزایای است که دولت برای پرسنل خود در نظر گرفته است. نکته دوم، استفاده از تنوع اوراق مالی است. از سال ۱۳۹۲ تاکنون ۱۲۷ هزار میلیارد تومان توسط دولت اوراق منتشر شده است، اما بیش از ۶۶ درصد آن را اسناد خزانه تقبل کرده است. تنها هنری که سال گذشته داشتیم ۵۰ هزار میلیارد تومان اوراق منفعت بود؛ یعنی ابتکار و نوآوری داشتیم که مسئله ۲۰ درصدی بانک مرکزی رسید و منتشر شد. اما تنوع در اوراق ما همان بود، بقیه یا اسناد خزانه است یا اوراق مشارکت. لازم است که حتماً همکاری شود و از تنوع این اوراق استفاده کنیم و بتوانیم بازار سرمایه را عمق ببخشیم. ما نیاز داریم از تعمیق بازار سرمایه با همکاری یکدیگر بهره‌مند شویم و کمک کنیم و بتوانیم به پایداری مالی پایبند باشیم.

## پرسش

نکاتی مطرح شد که مهم‌ترین آن بحث اعتبار دولت و مجموعه حاکمیت ماست. تصمیمات پراکنده و متلاطمی در اتفاقات اخیر و نوسانات ارزی داشتیم که نهایت به بازار ثانویه منجر شد. مشکلی درخصوص بازارسازی و بازار بدهی‌ها و ایجاد بازارهای

جدید داشتیم. از طرف دیگر می بینیم که فشارهای زیادی به بازار بورس وارد می شود که می خواهند بازار آتی سکه را ببندند. همان طور که اشاره شد سال گذشته ۴۵ میلیون سکه معامله شد، در حالی که فقط ۹ میلیون سکه در بازار کشور وجود داشت. در فضایی که با آن مواجه هستیم و با توجه به مشکلاتی که داریم می خواهیم بازار بدهی ایجاد کنیم، آیا با توجه به این شرایط امکان پذیر و عملیاتی است؟ شاید بازارهایی که الآن داریم، از دست بدهیم. بازار آتی سکه را محدود کردیم و تقریباً از دست رفته است.

### دکتر میر شجاعیان

بحث حسابرسی کاملاً جدی است. سال ۱۳۹۴ دفتر مدیریت بدهی ها لایحه ای آماده کرد و از آن سال آماده سازی لایحه مدیریت بدهی ها را در وزارت اقتصاد در دستور کار قرار دادیم. در مدت زمان سال ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۸ فقط تدوین یک لایحه طول می کشد. حسابرسی هم همین داستان را داشته و از همان اول که آمار را داشتیم، حجم بسیار کم آن حسابرسی شده بود. مکانیسم همکاری بین مراکز مدیریت بدهی ها، سازمان برنامه و سازمان حسابرسی باید شکل بگیرد.

سازمان حسابرسی معتقد است اگر تأمین مالی صورت گیرد، او حسابرسی خواهد کرد. بیشتر مشکل بحث هزینه ها است، اما تأمین مالی نشده و نتیجه این شده که هنوز دعواست. هیچ وقت نمی توانیم در رسانه ها در مورد این اعداد حرف بزنیم، چون می گویند محرمانه است. بدهی دولت به نظام بانکی را مطرح می کنیم، می بینیم بر اساس آمار بانک مرکزی این اعداد درست نیست، یعنی حسابرسی نشده است. پس از حسابرسی باید اعلام شود. به نظر می رسد این پروسه در یک دست انداز مدیریتی گیر کرده است. این فرایند باید تکمیل شود. چیزی نیست که بخواهیم در انجام آن شک داشته باشیم و قوانین و مقررات در حوزه حسابرسی باید انجام شود. مورد دیگری که در تنوع اوراق گفته شد مهم است، استراتژی میان مدت بدهی هاست. هر لایحه بودجه ای که هر ساله تنظیم شود و بدهی ها گرفته می شود، باید از استراتژی میان مدت متأثر باشد. بازیگران اقتصادی با هم هماهنگ نیستند. کمیته تثبیت در بازار بیمه، بورس و بانک تصمیم گیری می کند که هنوز چنین چیزی در ایران ایجاد نشده که نرخ ها را با هم تنظیم کند. اعتبار دولت در این زمینه، عدم نکول آن است. عدم نکول یعنی اینکه حجم بدهی ایجاد شود که دولت توان بازپرداخت داشته باشد و با توجه به نرخ تورم و نرخ تأمین مالی بالایی که الآن

اتفاق می‌افتد، هزینه زیادی را به مالی عمومی تحمیل می‌کند، دولت نمی‌تواند از حد خاصی بازار بدهی را تأمین کند. عملاً مشکل از این بخش می‌آید و این یکی از مشکلات جدی ماست.

## پرسش و پاسخ

بانک مرکزی درخصوص بازار سکه معتقد بود، چون قیمت سکه در بورس کالا بالا می‌رود، قراردادهای فیوچر به بازار اسپات سیگنال می‌دهد و در کل بورس کالایی‌ها سکه را بالا برده‌اند. در اقتصادسنجی مبحثی به نام UFA وجود دارد که می‌گوید اگر نرخ‌های فیوچر یا فوروارد بالا برود، بهترین فولکس‌کننده برای اثبات سه ماه بعد است و این یکی از راه‌های پیش‌بینی است. واقعیت این است که این مسئله در کشور ما وجود ندارد. بازار اسپات ما عدم تعادل دارد و حتی بازار سکه خودمان را تعطیل کردیم. بازار آتی سکه بورس کالا از ساعت ۱۰ شروع به کار می‌کرد. ما از ساعت ۱۰، ساعت کاری را به بعدازظهر تغییر دادیم، اما تفاوتی نکرد. بازار نقد هم بالا رفت. مجدداً اهرم بازار فیوچر را پایین آوردیم، اما باز تفاوت نکرد و بالا رفت. چون عدم تعادل وجود داشت. فشار روی سازمان بورس و نهادهای دیگر هم بود. نهادهای مختلفی هم ورود کردند، ما هم در حدی که توانستیم مدیریت کردیم و بازار را حفظ کردیم، اما توانمندی بازار پایین آمد. آیا بازار بدهی امکان جذب دارد یا نه؟

آقایی به بنده گفت اگر نفت خام را در بورس انرژی بفروشیم آیا خریده می‌شود؟ گفتم بستگی دارد که چقدر سود در آن پیش‌بینی شود. تجارت در دین ما مستحب است. اینکه نفت خام را بخواهیم بفروشیم، حتماً می‌خرند. اما اگر به قیمت پر بفروشیم و بگوییم ارز آن برگردانده شود و بگوییم دزد و رانت‌خوار هستید، قطعاً کسی نمی‌خرد. بنابراین، بازار بدهی امکان جذب دارد، اما نرخ‌ها باید درست شود. باید دید دنیا چگونه با مسئله خوداظهاری‌های بی‌خردانه برخورد کرده است؟ دنیا با طراحی مکانیسم جواب داده است. بعد از تئوری بازی‌ها، تئوری دیگری با عنوان طراحی مکانیسم مطرح شده است.

در نظام بانکی و مالیاتی که اظهارنامه می دهند مبنا به مالیات یک صورت مالی است، به بانکها که می خواهند بگیرند صورت مالی دیگری مبناست، دنیا به این صورت این مسئله را مدیریت می کند. مثال دیگر در یارانه ها است. می توانیم سه نوع یارانه بدهیم. ما هنوز در توزیع یارانه های نقدی و کالایی در کشورمان مرتکب اشتباه می شویم. مکانیسم مسئله این است که بدانیم چه وقت مالیات پرداخت شده است؟ و اگر این ادعا را داریم، با چه حساب و کتابی می گوئیم؟ اگر این را به مالیات موکول کردیم، باید صورت های مالی بر این اساس تنظیم شود. در این صورت اگر مالیات های پرداخت نشده داشته باشد، باید جریمه شود. از آنجا که ما این مکانیسم ها را به هم متصل نمی کنیم، همواره در توزیع منافع در کشورمان با مشکل مواجه هستیم. اگر می خواهیم آسیب شناسی کنیم، یک مسئله، تشخیص مشکل است. پس از تشخیص مشکل، طراحی سیاست است. برنامه و بودجه در طراحی سیاست و نوشتن برنامه خوب است. مشکل در مکانیسم اجرا تا نقطه نهایی است. سیاست های خوبی تنظیم می شود، اما در اجرا اتفاق نمی افتد.

### پرسش

دولتی ها علاقه مند هستند که اوراق بلندمدت منتشر کنند که فعلاً در بازار ما چنین اوراقی وجود ندارد و علاقه مندی آنها به این است که از آنجا که بازپرداخت آن بلندمدت است، بازپرداخت اصل سود را به دولت های بعدی موکول کنند. نکته اینجاست در بازار ما تا چه حد با توجه به اهمیت اعتماد به ناشر برای این اوراق (به ویژه در خصوص نوسانات) بازدهی امکان دارد؟ در خصوص عملیات بازار باز باید گفت بانک مرکزی فعلاً اوراق ندارد و یک طرفه می شود و اگر الان وارد شود فقط می خورد. مگر اینکه چاره های بیندیشیم و بدهی های قبلی را به اوراق تبدیل کنیم تا هر دو طرف را داشته باشیم تا این عملیات انجام شود.

### پرسش

پیشنهاد من این است که این دو گزارش به عنوان یک کار اجرایی عملیاتی به آقای دکتر پورمحمدی ارجاع داده شود تا در بودجه ۱۳۹۸ مدنظر قرار دهد.

در خصوص اینکه سود یا اصل به دولت های بعدی موکول می شود، باید گفت اینها صفر یا یک نیست. هر طور بخواهیم تنظیم کنیم این اتفاق خواهد افتاد. مثال ساده این است که به صورت موقت تورم را پایین نگه می دارید، با دارایی ها بازدهی

کسب می‌کنید و نرخ واقعی<sup>۱</sup> بالا می‌رود. ما در موقعیتی هستیم که اگر بازار بدهی را با جدیت تقویت و ایجاد نکنیم و نتوانیم مهندسی نرخ کنیم و اگر نتوانستیم بازار بدهی را ارزان‌تر کنیم، از یک بدهی مبهم به یک بدهی مسجل رسیدیم، این خوب است، اما مسئله این است که اگر نتوانیم مدیریت کنیم، داستان پیتر دراگر از طرف دیگر اتفاق خواهد افتاد. پیتر دراگر معتقد است هر چیزی را که نتوانیم اندازه بگیریم، نمی‌توانیم مدیریت کنیم. بنابراین به نظر می‌رسد بحث کاهش نرخ‌ها کاملاً جدی است.

---

۱. Real rate