

تأمین مالی از محل اوراق بدهی در لایحه بودجه ۱۴۰۱ کل کشور



مرکز پژوهش‌های توسعه و آینده‌نگری

گروه پژوهشی نظام‌های نوین برنامه‌ریزی، بودجه‌ریزی و مدل‌سازی

مجموعه گزارش شماره ۲۸۶

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

شناسه گزارش

عنوان	تأمین مالی از محل اوراق بدهی در لایحه بودجه ۱۴۰۱ کل کشور
کد شناسه	۱۴۰۰-۹-۱۰۳۳۴
گروه پژوهشی	نظام‌های نوین برنامه‌ریزی، بودجه‌ریزی و مدل‌سازی
پدیدآورندگان	جمال کاکائی و محمدرضا اخوان
ناظر علمی	محمدجواد محسنی‌نیا
ناشر	مرکز پژوهش‌های توسعه و آینده‌نگری
تاریخ انتشار	زمستان ۱۴۰۰
مطالب این گزارش لزوماً بیانگر نظر رسمی سازمان برنامه و بودجه کشور و مرکز پژوهش‌های توسعه و آینده‌نگری نیست.	
حقوق معنوی اثر به پدیدآورندگان و حقوق مادی آن، به مرکز پژوهش‌های توسعه و آینده‌نگری سازمان برنامه و بودجه کشور تعلق دارد و استفاده از آن با ذکر مأخذ بلامانع است.	
آدرس: تهران - خیابان نجات‌اللہی - خیابان سپند (استاد جعفر شهری) شرقی - پلاک ۱۶ شماره‌های تماس ۰۲۱-۴۳۳۰۶۰۰۰ شماره پیام‌رسان ۰۹۹۲۱۵۷۵۸۴۳	
https://www.dfrc.ir/	

فهرست مطالب

عنوان	صفحه
خلاصه مدیریتی.....	أ
مقدمه	۱
۱- بازار بدهی و اهمیت آن در تأمین مالی بین‌المللی	۳
۱-۱- منافع و هزینه‌های ایجاد بدهی	۴
۱-۱-۱- منافع بدهی	۵
۱-۱-۲- هزینه‌های بدهی	۱۰
۲-۱- حجم بهینه بدهی چقدر است؟	۲۲
۲- تأمین مالی از طریق اوراق بدهی در ایران	۲۵
۱-۲- اوراق بدهی در قوانین بودجه‌های سنواتی	۲۷
۲-۲- اوراق بدهی در لایحه بودجه ۱۴۰۱ کل کشور	۳۳
۳- تفریغ قوانین بودجه سنواتی مرتبط با اوراق بدهی	۳۶
۱-۳- نظارت پارلمانی	۳۶
۲-۳- تفریغ برخی از بندهای تبصره (۵) مرتبط با اوراق بدهی قوانین بودجه ۱۳۹۶-۱۳۹۹	۳۷
۴- جمع‌بندی	۵۶
منابع	۵۸

فهرست جداول

عنوان	صفحه
جدول ۱: ارقام مصوب واگذاری دارایی‌های مالی طی دوره ۱۳۹۶-۱۴۰۰ به تفکیک اجزاء و عملکرد آن	۲۸
جدول ۲: اوراق بدهی انتشار یافته طی دوره ۱۳۹۶-۱۴۰۰ به تفکیک نوع، نقدی و غیر نقدی	۳۰
جدول ۳: انتشار اوراق بدهی براساس قوانین بودجه‌های سنواتی طی دوره ۱۳۹۶-۱۴۰۰	۳۲
جدول ۴: عملکرد تسویه اوراق مالی طی دوره ۱۳۹۶-۱۳۹۹	۳۲
جدول ۵: واگذاری دارایی‌های مالی در قانون بودجه ۱۴۰۰ و لایحه بودجه ۱۴۰۱ کل کشور	۳۳
جدول ۶: انتشار اوراق بدهی در قانون بودجه ۱۴۰۰ و لایحه بودجه ۱۴۰۱ کل کشور	۳۴
جدول ۷: انتشار اوراق بدهی در لایحه بودجه ۱۴۰۱ کل کشور	۳۵
جدول ۸: تفریغ برخی از بندهای تبصره (۵) قانون بودجه سال ۱۳۹۶ مرتبط با اوراق بدهی	۳۸
جدول ۹: تفریغ برخی از بندهای تبصره (۵) قانون بودجه سال ۱۳۹۷ مرتبط با اوراق بدهی	۴۱
جدول ۱۰: تفریغ برخی از بندهای تبصره (۵) قانون بودجه سال ۱۳۹۸ مرتبط با اوراق بدهی	۴۵
جدول ۱۱: تفریغ برخی از بندهای تبصره (۵) قانون بودجه سال ۱۳۹۹ مرتبط با اوراق بدهی	۵۰

فهرست نمودارها

عنوان	صفحه
نمودار ۱: نیازهای مخارج در بازارهای نوظهور و اقتصادهای در حال توسعه	۶
نمودار ۲: نیازهای مخارج در بازارهای نوظهور و کشورهای در حال توسعه براساس منطقه	۷
نمودار ۳: واکنش تولید به افزایش مصارف دولت در بازارهای نوظهور و کشورهای در حال توسعه	۷
نمودار ۴: ضرایب مالی بر اساس مرحله چرخه تجاری در بازارهای نوظهور و اقتصادهای در حال توسعه	۸
نمودار ۵: شکاف پایداری در اقتصادهای پیشرفته و بازارهای نوظهور و کشورهای در حال توسعه	۱۲
نمودار ۶: سهم اقتصادهای پیشرفته و بازارهای نوظهور و کشورهای در حال توسعه با شکاف پایداری منفی	۱۲
نمودار ۷: تعداد بحران‌های مالی در سطح جهان	۱۵
نمودار ۸: بدهی‌های دولت پیرامون بحران‌های بانکی	۱۶
نمودار ۹: بدهی‌های دولت پیرامون بحران‌های مالی	۱۶
نمودار ۱۰: رتبه‌بندی دولتی پیرامون بحران‌های مالی	۱۷
نمودار ۱۱: شکاف پایداری پیرامون بحران‌های مالی	۱۷
نمودار ۱۲: بدهی‌های خصوصی پیرامون بحران‌های مالی	۱۸
نمودار ۱۳: تعدیل تراز مالی چرخه‌ای پیرامون بحران مالی جهانی در بازارهای نوظهور و اقتصادهای در حال توسعه	۱۹
نمودار ۱۴: ضرایب مالی دو سال پس از بحران	۱۹
نمودار ۱۵: بدهی و سرمایه‌گذاری عمومی در بازارهای نوظهور و اقتصادهای در حال توسعه سال ۲۰۱۷	۲۰
نمودار ۱۶: بدهی دولتی و پرداخت‌های بهره‌ای در بازارهای نوظهور و اقتصادهای در حال توسعه سال ۲۰۱۸	۲۰
نمودار ۱۷: واگذاری دارایی‌های مالی به تفکیک اجزاء طی دوره ۱۳۹۶-۱۴۰۰	۲۹
نمودار ۱۸: واگذاری دارایی‌های مالی به تفکیک عملکرد، مصوب و تفاوت آن دو	۲۹
نمودار ۱۹: انتشار اوراق بدهی به تفکیک نوع طی دوره ۱۳۹۶-۱۴۰۰	۳۱
نمودار ۲۰: نسبت اوراق بدهی انتشار یافته به منابع عمومی بودجه طی دوره ۱۳۹۶-۱۴۰۰	۳۱
نمودار ۲۱: عملکرد تسویه اوراق مالی طی دوره ۱۳۹۶-۱۳۹۹	۳۳

خلاصه مدیریتی

در اقتصاد کلان معمولاً اهداف سیاستی؛ دستیابی به اشتغال کامل، ثبات قیمت‌ها، نرخ رشد اقتصادی پایدار و تعادل در تراز پرداخت‌ها (تعادل خارجی) عنوان می‌شود. سیاست‌های اقتصاد کلان عبارت است از چگونگی مسئولیت عوامل اقتصادی برای به کارگیری راهبرد و سیاستی که بر متغیرهای اقتصادی جمعی خاص مؤثر بوده و آن‌ها را به سمت مطلوب سوق دهد.^۱ مهم‌ترین سیاست‌هایی که حکومت‌ها به منظور دستیابی به اهداف مزبور در دستور کار قرار می‌دهند شامل سیاست‌های مالی، پولی، تجاری و ارزی است. منظور از سیاست مالی، تغییرات آگهانه در اندازه، ترکیب و زمان‌بندی مخارج و درآمدهای دولت است. از دیگر سو، معمولاً در اقتصادهای در حال توسعه، با توجه به شرایط نهادی و زیرساختی، سرمایه‌گذاری در پروژه‌های محرک رشد مانند زیرساخت‌ها، بهداشت، آموزش و حمایت از گروه‌های آسیب‌پذیر و به کارگیری سیاست‌های انبساطی مالی در دوره‌های رشد اقتصادی پایین، ضروری قلمداد می‌شود.

طی دهه‌های اخیر، از یک سو، به دلیل انضباط مالی پایین، افزایش جمعیت کشور، محول شدن وظایف اجتماعی سنگین به دولت در حوزه آموزش و پرورش، بهداشت و درمان، کمک‌ها و حمایت‌های اجتماعی و مواردی از این قبیل، از دیگر سو، به واسطه عدم افزایش متناسب در درآمدهای عمومی - به ویژه درآمدهای مالیاتی - تأمین بخشی از بودجه عمومی دولت از محل واگذاری دارایی‌های سرمایه‌ای و مالی ضرورت یافته است. رئیس‌جمهور دولت سیزدهم در زمان تحویل ارائه لایحه ۱۴۰۱ کل کشور به مجلس شورای اسلامی، اهداف سه‌گانه ثبات اقتصادی، تضمین رشد اقتصادی هشت (۸) درصد و توزیع عادلانه ظرفیت‌ها و امکانات در کشور را از جمله برنامه‌های بودجه سال آتی اعلام کرد. نظر به اینکه در لایحه یاد شده، درآمدها [عمومی]^۲ و واگذاری‌های سرمایه‌ای^۳ به ترتیب حدود چهار و هشت (۴۸) و سی (۳۰) درصد منابع عمومی دولت را پوشش خواهند داد، بنابراین، تأمین مابقی - حدود بیست و دو (۲۲) درصد - منابع عمومی دولت، از محل واگذاری دارایی‌های مالی^۴ خواهد بود. با توجه به اینکه ماهیت تأمین مالی از محل واگذاری دارایی‌های مالی معمولاً ماهیت بدهی دارند، چنانچه این منابع در راستای تحقق اهداف فوق‌الذکر باشد، قابل توجیه است.

۱. گرائی‌نژاد، ۱۳۹۹

۲. در اسناد فرادست بودجه‌ریزی (ماده ۱۰ قانون محاسبات عمومی)؛ درآمد عمومی عبارت است از درآمدهای وزارتخانه‌ها و مؤسسات دولتی و مالیات و سود سهام شرکت‌های دولتی و درآمد حاصل از انحصارات و مالکیت و سایر درآمدهایی که در قانون بودجه کل کشور تحت عنوان درآمد عمومی منظور می‌شود. به بیان دیگر، در قوانین بودجه ایران درآمدهای عمومی مشتمل بر شش (۶) بند است که عبارتند از: بند اول: درآمدهای مالیاتی، بند دوم: درآمدهای ناشی از کمک‌های اجتماعی، بند سوم: درآمدهای حاصل از مالکیت دولت، بند چهارم: درآمدهای حاصل از فروش کالا و خدمات، بند پنجم: درآمدهای حاصل از جرائم و خسارات و بند ششم: درآمدهای متفرقه.

۳. منابع حاصل از نفت و فرآورده‌های نفتی، فروش و واگذاری اموال منقول و غیرمنقول و واگذاری طرح تملک دارایی‌های سرمایه‌ای.

۴. منابع حاصل از فروش و واگذاری انواع اوراق مالی اسلامی، استفاده از تسهیلات خارجی، استفاده از موجودی حساب ذخیره ارزی و صندوق توسعه ملی، دریافت وام‌ها، از واگذاری شرکت‌های دولتی، برگشتی سال‌های قبل و منابع حاصل از سایر واگذاری‌ها.

در لایحه بودجه ۱۴۰۱ کل کشور، استفاده از منابع صندوق توسعه ملی (۴۵,۹۲ درصد)، فروش اوراق بدهی^۱ (اوراق مالی اسلامی) (۲۹,۴۲ درصد) و واگذاری شرکت‌های دولتی (۲۳,۷۳ درصد) به ترتیب بیشترین سهم واگذاری دارایی‌های مالی را شامل می‌شوند. تأمین مالی از محل ایجاد بدهی با فروش اوراق بدهی در لایحه یاد شده سی و چهار (۳۴) درصد نسبت به قانون بودجه ۱۴۰۰ کاهش یافته است. دولت در لایحه بودجه سال ۱۴۰۱ تلاش نموده از اختصاص منابع حاصل از فروش اوراق مالی اسلامی به مصارف خاص حتی‌الامکان خودداری کند. به عنوان نمونه در این لایحه، مصارف خاص صرفاً محدود به «تکمیل فضاهای آموزش و پرورش» است. این گام مثبتی به شمار می‌رود، زیرا اختصاص اعتبار به شرط تأمین منابع از یک محل خاص می‌تواند در پیشبرد برنامه‌ها چالش ایجاد کند.

در تبصره (۵) لایحه بودجه ۱۴۰۱ کل کشور سیاست‌گذاری دولت در حوزه اوراق بدهی را دربر می‌گیرد، منابع پیش‌بینی شده از محل انتشار اوراق بدهی، ۸۸۰ هزار میلیارد ریال است که چنانچه انتشار شرکت‌های دولتی و شهرداری‌ها و بازپرداخت تعهدات گذشته نیز در نظر گرفته شود در سال ۱۴۰۱ مجموعاً ۱,۱۴۰ هزار میلیارد ریال اوراق بدهی به فروش خواهد رسید. همچنین ارزیابی لایحه بودجه حاکی از آن است که دولت برای بازپرداخت اصل و سود اوراق سررسید شده در سال ۱۴۰۱ تا معادل یک‌صد (۱۰۰) هزار میلیارد ریال اوراق مالی اسلامی ریالی منتشر می‌کند.

۱. در این گزارش، منظور از اوراق بدهی، اوراق مالی اسلامی است که بر اساس قوانین کشور انتشار می‌یابد.

بودجه مهم‌ترین سند ارزیابی دولت‌هاست. به بیان دیگر، بودجه نشان‌دهنده کیفیت و هزینه اداره کشور توسط دولت‌ها می‌باشد؛ بنابراین، بررسی محتوایی، ارزیابی ماهیت تصمیم‌های بودجه‌ای و به تبع آن گستره بودجه‌ریزی و حجم عملیات آن و انتظارات اجتماعی از آن، متأثر از نظام‌های ارزشی حاکم و پیشینه تاریخی حکومت است. ماهیت درآمدهای عمومی و چگونگی دسترسی دولت‌ها به منابع مالی و نیز میزان مشارکت افراد جامعه در تأمین این منابع نقش پراهمیتی دارد؛ زیرا این مهم، علاوه بر محدود کردن رشد بدهی‌های دولت، موجب ارتقای انضباط مالی دولت نیز خواهد شد.

بر اساس بند (۵) ماده (۱) قانون برنامه و بودجه مصوب سال ۱۳۵۱، در بودجه عمومی دولت برای اجرای برنامه سالانه منابع لازم پیش‌بینی و اعتبارات جاری و عمرانی دستگاه‌های اجرایی تعیین می‌شود.^۱ گفتنی است در این قانون، منظور از اعتبارات جاری، اعتباراتی است که در برنامه‌های توسعه (عمرانی سابق) پنج‌ساله به صورت کلی و در بودجه عمومی دولت به تفکیک جهت تأمین هزینه‌های جاری دولت و همچنین هزینه نگهداشت سطح فعالیت‌های اقتصادی و اجتماعی دولت پیش‌بینی می‌شود. اعتبارات عمرانی نیز، اشاره به اعتباراتی دارد که در برنامه‌های توسعه (عمرانی سابق) پنج‌ساله به صورت کلی و در بودجه عمومی دولت به تفکیک برای اجرای طرح‌های عمرانی^۲ (اعتبارات عمرانی ثابت) و همچنین، توسعه هزینه‌های جاری مربوط به برنامه‌های اقتصادی و اجتماعی دولت (اعتبارات عمرانی غیرثابت) پیش‌بینی می‌شود.

یکی از بندهای درآمدی مهم منابع عمومی دولت، واگذاری دارایی‌های مالی است که این مهم، منابع حاصل از فروش و واگذاری انواع اوراق مالی اسلامی، استفاده از تسهیلات خارجی، استفاده از موجودی حساب ذخیره ارزی و صندوق توسعه ملی، دریافت وام [داخلی و خارجی]، واگذاری شرکت‌های دولتی، برگشتی سال‌های قبل و منابع حاصل از سایر واگذاری‌ها می‌شود. برخی از اجزاء بند یاد شده، به منزله استقراض هستند؛ به بیان دیگر، تأمین مالی از آن‌ها موجب ایجاد بدهی می‌شود. این در حالی است که در شرایط کنونی، با توجه به کاهش سرمایه‌گذاری و پایین بودن نرخ بهره نسبت به تورم، تأمین مالی از طریق استقراض - انتشار اوراق بدهی - به منظور فراهم نمودن منابع مورد نیاز طرح‌های محرک رشد مانند سرمایه‌گذاری در سرمایه‌های انسانی و فیزیکی توسط دولت جذاب به نظر می‌رسد. با این حال، ادبیات مطالعات در حوزه بدهی هشدار می‌دهد، هزینه غلتاندن^۳ بدهی - ناشی از افزایش حجم بدهی‌ها - برای دولت در طول دوره‌های بروز تنش و

۱. از سال ۱۳۸۱ به این سو که طبقه‌بندی (GFS) Government Finance Statistics در نظام بودجه‌ریزی ایران به کار گرفته شد، به جای اعتبارات جاری و عمرانی به ترتیب اعتبارات هزینه‌ای و تملک دارایی‌های سرمایه‌ای استفاده می‌شود.

۲. منظور مجموعه عملیات و خدمات مشخصی است که بر اساس مطالعات توجیهی فنی و اقتصادی یا اجتماعی که توسط دستگاه اجرایی انجام می‌شود طی مدت معین و با اعتبار معین برای تحقق بخشیدن به هدف‌های برنامه عمرانی پنج‌ساله به صورت سرمایه‌گذاری ثابت شامل هزینه‌های غیرثابت وابسته در دوره مطالعه و اجرا و یا مطالعات اجرا می‌گردد و تمام یا قسمتی از هزینه‌های اجرای آن از محل اعتبارات عمرانی تأمین می‌شود و به سه نوع انتفاعی و غیرانتفاعی و مطالعاتی تقسیم می‌شود. برای آشنایی بیشتر با مفاهیم تقسیم‌بندی ارائه شده به قانون برنامه و بودجه مصوب سال ۱۳۵۱ رجوع گردد.

3. Rollover Risk

محدودیت مالی می‌تواند به سرعت افزایش یافته و بحران‌های پرهزینه‌ای را به همراه داشته باشد. بالا بودن سطح بدهی علاوه بر اثرگذاری بر سرمایه‌گذاری و رشد بلندمدت، توانایی دولت را در ارائه محرک‌های مالی در دوران رکود محدود می‌کند.

پایین بودن نرخ بهره و رشد اقتصادی کمتر از انتظار همواره به بحث‌های جدی در خصوص افزایش بدهی دامن می‌زند. زیرا منافع استقرار و ایجاد بدهی در هر اقتصادی به شدت به میزان بهره‌وری استفاده از آن‌ها، اینکه اقتصاد در چه نقطه‌ای از چرخه‌های تجاری قرار دارد و به میزان توسعه یافتگی بازار مالی آن کشور بستگی دارد. هزینه‌های بدهی عبارتند از؛ هزینه پرداخت‌های بهره‌ای، احتمال بروز تنش بدهی، محدودیت‌هایی که بدهی ممکن است بر فضای سیاست‌گذاری و اثربخشی سیاست‌ها ایجاد کند و اثر تزامنی احتمالی ناشی از آن که باعث محدودیت سرمایه‌گذاری بخش خصوصی می‌شود. به طور کلی سطح بهینه‌ای از بدهی، چه برای اقتصادهای پیشرفته و چه برای اقتصادهای در حال توسعه وجود ندارد. سطوح بهینه بدهی به ویژگی‌های اقتصادی خاص هر کشور، شرایط بازار مالی، رفتار دولت‌ها و عوامل خصوصی و میزان و نحوه کارکردهای چندگانه بدهی بستگی دارد.

این گزارش در پی آن است که اوراق بدهی در لایحه بودجه ۱۴۰۱ کل کشور را مورد واکاوی قرار دهد، به همین منظور گزارش یاد شده در چهار بخش ساماندهی شده است، پس از ارائه مقدمه، بازار بدهی و اهمیت آن در تأمین مالی بین‌المللی مطالب بخش اول را دربر می‌گیرد. بخش‌های دوم و سوم به ترتیب به تأمین مالی از طریق اوراق بدهی در ایران و تفریغ قوانین بودجه‌های سنواتی ۱۳۹۶ تا ۱۳۹۹ اختصاص یافته و درنهایت جمع‌بندی در بخش پایانی (چهارم) ارائه شده است.

۱- بازار بدهی و اهمیت آن در تأمین مالی بین‌المللی

بازاری که در آن اوراق بدهی (قرضه) مورد معامله قرار می‌گیرد بازار بدهی نامیده می‌شود. این مهم در کنار بازار سهام و بازار مشتقات سه رکن اصلی بازار سرمایه را تشکیل می‌دهند. این بازار در پی آن است که با ایجاد مکانیسمی امکان تأمین مالی کوتاه‌مدت، میان‌مدت و بلندمدت را برای مخارج بخش خصوصی و دولتی فراهم آورد (عابدی ۱۳۹۴). اوراق بدهی سند تعهد پرداخت با مبلغ و سررسید مشخص یا سررسیدهای مشخص در آینده است. به بیان دیگر، دفترچه اقساط، چک تاجر، اوراق مشارکت و اسناد خزانه اسلامی همگی در زمره اوراق بدهی قرار می‌گیرند (کاشی، ۱۳۹۹).

امروزه عمده تأمین مالی در سطح بین‌الملل در بازار بدهی صورت می‌پذیرد، زیرا بازار بدهی برای تأمین مالی شرکت‌های بزرگ و با حجم دارایی‌های فیزیکی بالا، مناسب‌ترین گزینه است. در ربع قرن گذشته نیز بسیاری از اقتصادهای نوظهور مانند مالزی، برزیل و کره جنوبی در توسعه بازار بدهی تلاش‌های قابل توجهی انجام داده‌اند. همچنین، بحران بانکی دهه پایانی قرن بیستم در کشور این مهم را بیش از پیش محرز نمود که عدم تنوع در نهادهای واسطه‌گری مالی باعث تشدید و طولانی شدن بحران می‌شود. زیرا در صورت اختلال کانال‌های اصلی واسطه‌گری مالی در اقتصاد، وجود مسیرهای دیگر (به جز سیستم بانکی) برای تبدیل پس‌اندازها به سرمایه‌ای قابل استفاده از گسترش بحران جلوگیری می‌کند. لازم به ذکر است، کمک بازار بدهی به تأمین مالی طی بحران دهه ابتدای قرن بیست و یکم به اهمیت این مهم افزود. از این‌رو، توسعه بازار بدهی از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است که می‌توان به افزایش کارایی اقتصادی، کاهش آسیب‌پذیری کشورها نسبت به بحران‌های مالی، تسهیل تأمین مالی فعالیت‌های بخش خصوصی، تأمین بودجه عمومی و جلوگیری از تسلط سیاست‌های مالی بر سیاست‌های پولی، افزایش شفافیت مالی، تعیین غیردستوری نرخ بهره در بازار و بازارمحور شدن اقتصاد اشاره کرد (کاکائی و اخوان، ۱۴۰۰).

بازارهای سرمایه بهترین ایده‌ها و بنگاه‌های اقتصادی را شناسایی و سرمایه به سمت آن‌ها را گسیل می‌دارند. علاوه بر جریان آزاد سرمایه، نوآوری نیز جزء لاینفک ایجاد و حمایت از اشتغال، توسعه اقتصادی و رفاه در یک جامعه است. بازارها انتقال منابع (وجوه) را از کسانی که دنبال بازگشت دارایی خود هستند (سرمایه‌گذاری) به کسانی که به اعتبار و سرمایه نیاز دارند تسهیل می‌کند. افرادی که از بازارهای سرمایه سالم بهره‌مند می‌شوند، محدود به سرمایه‌گذاران خرد (منفرد) نیست؛ زیرا دولت‌ها، سرمایه‌گذاران نهادی و شرکت‌ها را نیز در برمی‌گیرد. سرمایه‌ای که از طریق [حقوق صاحبان] سهام و بدهی تأمین می‌شود می‌تواند برای رشد و توسعه کسب و کارها، تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌های جدید، تجهیزات و تکنولوژی و تأمین مالی پروژه‌های زیرساختی مورد استفاده قرار گیرد. این مهم موجب ایجاد اشتغال و جریان منابع مالی در اقتصاد می‌شود. علاوه بر این، افراد و کسب و کارها می‌توانند برای ایجاد ثروت (کسب درآمد) در اوراق بهادار سرمایه‌گذاری کنند.

در ایالات متحده آمریکا، بازارهای سرمایه از طریق سهام و بدهی شرکت‌های غیرمالی، هفتاد و سه (۷۳) درصد از منابع (وجه) مورد نیاز فعالیت‌های اقتصادی را تأمین مالی می‌کنند. بازارهای سرمایه امکان انتشار/ ایجاد بدهی را برای شرکت‌ها و کسب و کارهایی که نیاز به اعتبار و سرمایه دارند، با کارآمدی و پایداری بیشتر و محدودیت کمتر فراهم می‌کنند. تأمین مالی سرمایه‌محور در ایالات متحده آمریکا حدود هشتاد (۸۰) درصد است و تأمین مالی از طریق سیستم بانکی نیز که در بیشتر جوامع غالب‌تر است، در این کشور حدود بیست (۲۰) درصد است. به بیان دیگر، بازارهای سرمایه اساس (بستر) اصلی اقتصاد ایالات متحده آمریکا هستند (کاکائی و اخوان، ۱۴۰۰).

۱-۱- منافع و هزینه‌های ایجاد بدهی

بر اساس گزارش موسسه بین‌المللی مالی^۱، بدهی جهانی به بالاترین سطح خود در تاریخ رسیده است، این عدد در پایان سال ۲۰۲۰ میلادی بیش از ۲۸۰ تریلیون دلار (۳۵۵ درصد از تولید ناخالص داخلی جهانی) بوده است. رقم یاد شده در مقایسه با سال پیش از خود، رشد بیش از سی (۳۰) درصدی را نشان می‌دهد. شیوع پاندمی کرونا باعث شد دولت‌ها در سراسر جهان بسته‌های محرک مالی بی‌سابقه‌ای را برای مقابله با دومین رکود اقتصادی تاریخ پس از رکود بزرگ^۲ اعمال کنند (بالدوین و ودر دی مائورو^۳، ۲۰۲۰؛ بیکر و همکاران^۴، ۲۰۲۰). بر اساس آمار صندوق بین‌المللی پول، نسبت بدهی به تولید ناخالص داخلی در پایان ۲۰۲۰ در کشورهای در حال توسعه^۵ و توسعه یافته^۶ به ترتیب صد و هشتاد (۱۸۰) درصد و هشتاد و پنج (۸۵) درصد است. وضعیت در کشورهای در حال توسعه نگران‌کننده است، چراکه طی ۱۰ سال گذشته نسبت بدهی به تولید ناخالص داخلی بیش از شصت و چهار (۶۴) درصد رشد کرده و نسبت بدهی دولت به تولید ناخالص داخلی، رشد نه (۹) درصدی را در سال ۲۰۲۰ تجربه کرده که بالاترین میزان رشد از اواخر دهه ۱۹۸۰ است که در آن کشورهای مذکور بحران بزرگ بدهی را پشت سر گذاشته‌اند.

در میان انبوهی از بدهی‌های بی‌سابقه در جهان، رشد کند اقتصادی و نرخ بهره پایین، بحث‌های زیادی در خصوص اینکه آیا سرعت بالای ایجاد بدهی‌های اخیر می‌تواند دلیلی برای نگرانی باشد، به وجود آورده است. برخی تحلیل‌گران استدلال می‌کنند، کشورهایی مانند ایالات متحده آمریکا که ارزهای جهان‌شمولی منتشر می‌نمایند باید از منافع پایین بودن نرخ بهره برای ایجاد بدهی بیشتر جهت تأمین مالی طرح‌های اولویت‌دار استفاده کنند. در مقابل، برخی دیگر بر این باورند که بالا بودن سطح بدهی به دلیل افزایش ریسک بروز بحران‌ها، محدود نمودن تأثیر محرک‌های مالی ضدچرخه‌ای و ایجاد اثر تزاحمی و کاهش انگیزه سرمایه‌گذاری

1. Institute of International Finance
2. Great Depression
3. Baldwin and Weder di Mauro 2020
4. Baker et al. 2020
5. Advanced Economics (AE)
6. Emerging Market and Developing Economies (EMDEs)

خصوصی، رشد بلندمدت را تحت تأثیر قرار می‌دهد؛ از این رو باید از آن اجتناب کرد. به همین منظور در ادامه مزایا و هزینه‌های استقراض و ایجاد بدهی مورد بررسی قرار می‌گیرد.

۱-۱-۱- منافع بدهی

انباشت بدهی اضافی در بازارهای نوظهور و اقتصادهای در حال توسعه^۱ به دلیل نیاز آن‌ها به سرمایه‌گذاری در پروژه‌های محرک رشد مانند زیرساخت‌ها، بهداشت، آموزش و حمایت از گروه‌های آسیب‌پذیر می‌تواند قابل توجه باشد. همچنین طی دوره‌هایی که عملکرد رشد اقتصادی ضعیف است، استقراض به منظور به‌کارگیری سیاست‌های انبساطی مالی برای تحریک بخش واقعی اقتصاد، می‌تواند مناسب باشد.^۲

تقویت رشد بلندمدت: سرمایه‌گذاری دولت در سرمایه‌های انسانی و فیزیکی می‌تواند پایه اساسی برای رشد قوی‌تر در بلندمدت ایجاد کند. با توجه به چشم‌انداز کاهش رشد بالقوه تولید ناخالص داخلی در دهه آینده- نرخ رشدی که یک اقتصاد را در ظرفیت و اشتغال کامل نگه می‌دارد- انجام چنین سرمایه‌گذاری‌هایی ضروری به نظر می‌رسند (بانک جهانی، ۲۰۱۸). به طور خاص در اقتصادهای در حال توسعه نرخ رشد انتظاری بالقوه سالانه تا نیم (۰/۵) واحد درصد کاهش یافته و به ۴/۳ درصد طی دوره ۲۰۲۷-۲۰۱۸ می‌رسد که نسبت به میانگین دوره ۲۰۰۷-۲۰۰۰ (۶/۷ درصد) بسیار پایین‌تر است. از این رو به نظر می‌رسد استفاده از ظرفیت استقراض و انتشار اوراق بدهی می‌تواند یکی از راهکارهای اساسی دولت‌ها برای تأمین سرمایه مورد نیاز برای حفظ و تداوم روند توسعه اقتصادی باشد. گستره تأمین مخارج سرمایه‌گذاری از محل استقراض تا جایی است که از کند شدن رشد بالقوه جلوگیری کند. انتشار اوراق بدهی همچنین به تأمین منابع مورد نیاز برای پوشش هزینه‌های بازپرداخت بدهی‌های پیشین نیز کمک می‌کند (فاتاس و همکاران، ۲۰۱۹).^۳

با وجود پیشرفت‌های قابل توجه در دهه‌های اخیر در بسیاری از زمینه‌ها، برخی از اهداف توسعه پایدار^۴ هنوز دست نیافتنی هستند (وریسک و یو).^۵ تحقق اهداف توسعه پایدار در اقتصادهای در حال توسعه، نیاز به سرمایه‌گذاری‌ها کلانی دارند. کشورهای با درآمد متوسط و پایین بسته به میزان اثربخشی سرمایه‌گذاری، سیاست‌های اصلاحی مکمل و میزان جاه‌طلبی‌شان در تحقق اهداف، طی دوره ۲۰۱۵-۲۰۳۰ سالانه نیازمند یک و نیم

۱. مطالب مربوط به مزایا و هزینه‌های بدهی برگرفته از کتاب، Global Waves of Debt: Causes and Consequences سال ۲۰۲۰ بانک جهانی است.

۲. شایان توجه است، بخش میانی نظری این گزارش برگرفته از کتاب «امواج جهانی بدهی؛ نتایج و پیامدها ۲۰۲۰» بانک جهانی است؛ بنابراین، منابعی که در متن به آن‌ها استناد شده در بخش منابع این گزارش ذکر نشده است. برای آشنایی بیشتر به کتاب یاد شده رجوع شود.

3. Fatas et al. 2019

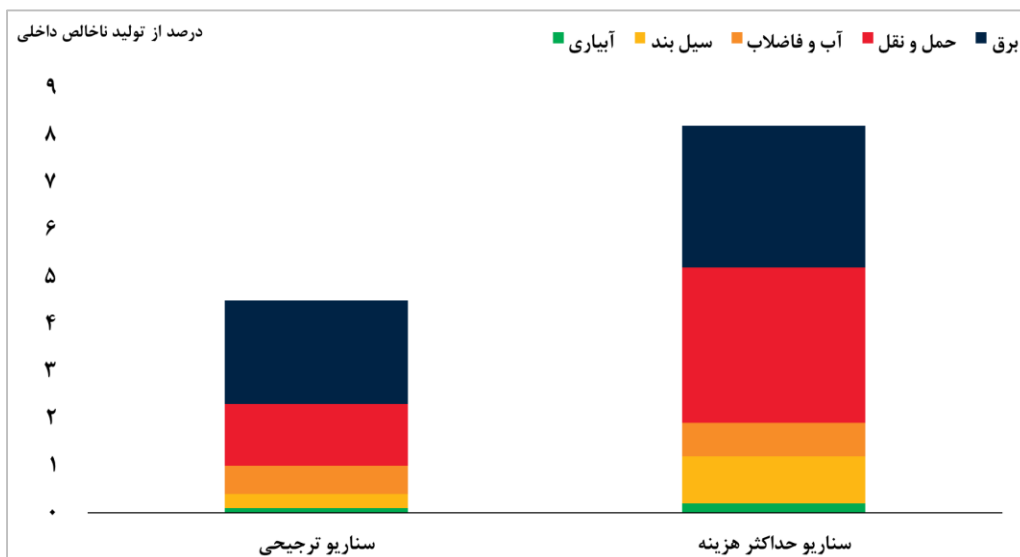
4. Sustainable Development Goals (SDGs)

5. Vorisek and Yu forthcoming

یازده (۱۱) درصد مردم جهان هنوز در فقر شدید زندگی می‌کنند که معادل یک و نیم (۱/۵) دلار و یا کمتر برای یک روز تعریف شده است. بیست و نه (۲۹) نفر از هر هزار (۱۰۰۰) نفر قبل از یک سالگی می‌میرند. بر اساس اطلس اهداف توسعه پایدار بانک جهانی هنوز دسترسی دوازده (۱۲) درصد از مردم جهان به آب سالم محدود یا بدون دسترسی هستند. بیش از پانصد (۵۰۰) میلیون نفر هنوز در شرایط ناایمن و شکننده به سر می‌برند.

(۱/۵) تا دو و هفت دهم (۲/۷) تریلیون دلار- برابر با ۴/۵-۸/۲ درصد از تولید ناخالص داخلی- برای دستیابی به اهداف توسعه پایدار هستند (روزنبرگ و فای، ۲۰۱۹).^۱ سرمایه‌گذاری در زیرساخت‌ها می‌تواند مزایای ویژه‌ای در رشد داشته باشد زیرا با اتصال جوامع محدود (بسته) به بازارها، بنگاه‌های اقتصادی می‌توانند از مزیت صرفه مقیاس به دلیل اندازه بزرگ‌تر بازار و یا فشارهای رقابتی بهره‌مند شوند (کالدرون و سرون، ۲۰۱۰، ایگرت، کوزلک و ساترلند، ۲۰۰۹).^۲

در نمودار (۱) نیازهای مخارج در بازارهای نوظهور و اقتصادهای در حال توسعه بر اساس دو سناریو حداکثر هزینه و سناریو ترجیحی ارائه شده است. میله‌ها میانگین، نیازهای مخارج کل سالانه طی دوره ۲۰۱۵-۲۰۳۰ را نشان می‌دهد. سناریو ترجیحی اهداف بلندپروازانه و کارایی مخارج بالا را در نظر می‌گیرد. سناریو حداکثر هزینه با فرض اهداف بلندپروازانه و کارایی پایین مخارج است. کشورهای نمونه شامل کشورهای با درآمد متوسط و کم درآمد است.



نمودار ۱: نیازهای مخارج در بازارهای نوظهور و اقتصادهای در حال توسعه

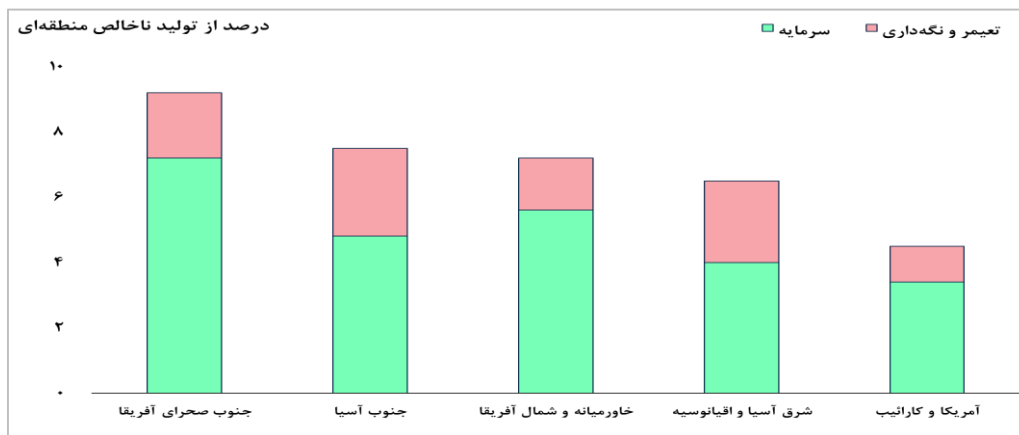
Source: Huidrom et al. (2019); Rozenberg and Fay (2019); World Bank

1. Rozenberg and Fay 2019

به طور مشابه (آنکتاد ۲۰۱۴) در خصوص نیاز به مخارج اضافی یک و شش دهم (۱/۶) تا دو نیم (۲/۵) تریلیون دلار طی دوره ۲۰۱۵ تا ۲۰۳۰ برای دستیابی به اهداف زیرساخت‌های اقتصادی (برق، حمل و نقل، مخابرات، آب و سیستم تخلیه فاضلاب) را مورد بحث قرار می‌دهد. سرمایه‌گذاری سالانه اضافی مورد نیاز تحقق اهداف توسعه پایدار در خصوص سلامت در کشورهای با درآمد پایین و متوسط نیازمند سرمایه حدود ۳۷۰ میلیارد دلار است (اشتنببرگ (Stenberg) و همکاران، ۲۰۱۷).

2. Calderón and Servén 2010; Égert, Kozluk, and Sutherland 2009

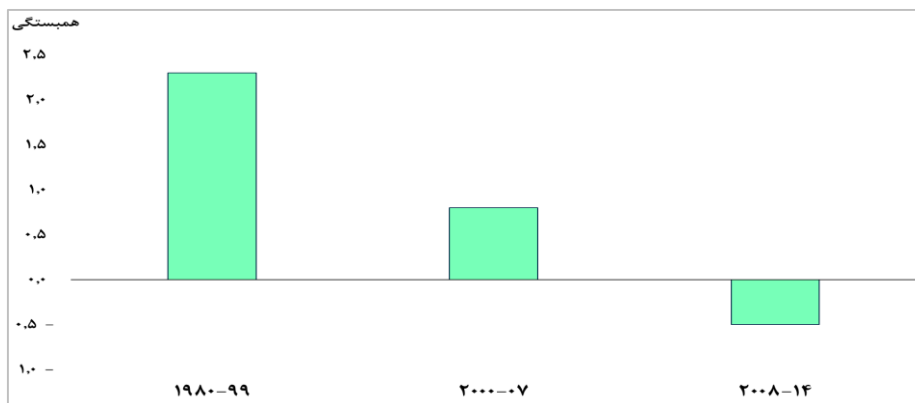
نمودار (۲) نیازهای مخارج در بازارهای نوظهور و اقتصادهای در حال توسعه را بر اساس منطقه نشان می‌دهند. میله‌ها میانگین نیازهای سالانه مخارج طی دوره ۲۰۱۵-۲۰۳۰ را نشان می‌دهد. برآوردها با استفاده از مفروضات سیاستی ایجاد می‌شوند که نیازهای سرمایه‌گذاری را چهار و نیم (۴/۵) درصد از تولید ناخالص داخلی کشورهای با درآمد متوسط پایین^۱ را در سال محدود می‌کند (سناریو ترجیحی).



نمودار ۲: نیازهای مخارج در بازارهای نوظهور و کشورهای در حال توسعه بر اساس منطقه

Source: Huidrom et al. (2019); Rozenberg and Fay (2019); World Bank

نمودار (۳) واکنش تولید به افزایش مخارج تولید در بازارهای نوظهور و اقتصادهای در حال توسعه طی ادوار مختلف را نشان می‌دهد. میله‌های این نمودار پاسخ تکنه‌ای مؤلفه چرخه‌ای تولید ناخالص داخلی واقعی به شوک مثبت یک (۱) درصد اجزای چرخه‌ای مخارج واقعی دولت را نشان می‌دهد که با استفاده از مدل پنل SVAR برای بازارهای نوظهور و کشورهای در حال توسعه طی دوره ۱۹۸۰-۲۰۱۴ برآورد شده است.

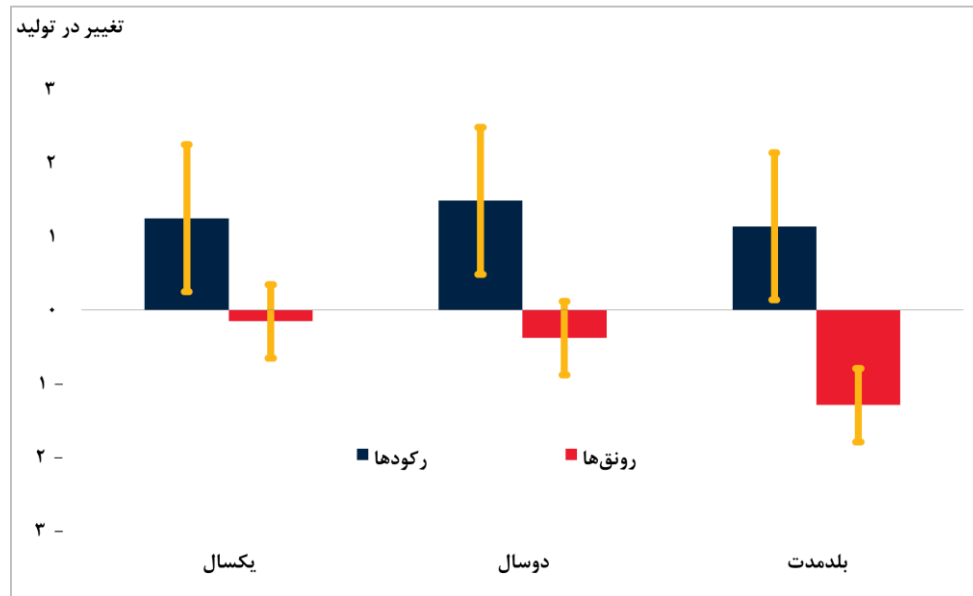


نمودار ۳: واکنش تولید به افزایش مصارف دولت در بازارهای نوظهور و کشورهای در حال توسعه

Source: Huidrom et al. (2019); Rozenberg and Fay (2019); World Bank

1. lower middle-income countries (LMICs)

ضرایب مالی بر اساس چرخه تجاری- رکودها و رونق‌ها- به تفکیک دوره‌های زمانی متفاوت در نمودار (۴) ارائه شده است.^۱



نمودار ۴: ضرایب مالی بر اساس مرحله چرخه تجاری در بازارهای نوظهور و اقتصادهای در حال توسعه

Source: Huidrom et al. (2019); Rozenberg and Fay (2019); World Bank

این برآوردها از نیاز سرمایه‌گذاری جهانی بر مبنای مطالعات عمده انجام شده در خصوص نیاز به سرمایه‌گذاری در سطح مناطق است. در برخی مناطق و کشورها برآوردهای نیاز به سرمایه‌گذاری به منظور تحقق اهداف مرتبط با توسعه زیرساخت‌ها از ۴/۵-۸/۲ درصد تولید ناخالص داخلی- متوسط سطح جهانی- فراتر رفته است.^۲ به عنوان مثال، برآورد سرمایه‌گذاری مورد نیازمند برای توسعه زیرساخت‌ها در آفریقا حدود ۹۳ میلیارد دلار در سال و یا حدود ۱۵ درصد از تولید ناخالص داخلی منطقه‌ای سالانه است. حتی اگر حداکثر بازدهی از ظرفیت‌های عمده موجود حاصل شود، این منطقه با کسری سرمایه‌گذاری مورد نیاز برای توسعه زیرساخت‌ها به میزان ۳۱ میلیارد دلار در سال، به‌ویژه برای حوزه انرژی مواجه خواهد بود. در منطقه آمریکای لاتین و کارائیب در فاصله سال‌های ۲۰۱۳-۲۰۰۸ سرمایه‌گذاری در زیرساخت‌ها به طور متوسط حدود دو و هفت دهم

۱. ضرایب مالی مشروط طی دوره رکود در افق‌های منتخب را نشان می‌دهد (هویدروم و همکاران، ۲۰۱۹). این‌ها بر اساس برآوردهای مدل IPVAR هستند که در آن ضرایب مدل فقط به مرحله تجاری مشروط می‌شوند. دوره‌های رکود توسط الگوریتم تاریخیابی چرخه تجاری (هاردینگ-پاگان Harding-Pagan، ۲۰۲۰) تعیین می‌شوند.

۲. این برآوردها بر اساس انواع روش‌های هزینه‌یابی است که اغلب به طور مستقیم قابل مقایسه نیستند (وریسک و یو). آن‌ها از نمونه‌های کشوری و دوره‌های مختلف که تعاریف اهداف سرمایه‌گذاری در میان آن‌ها متفاوت است استفاده می‌کنند (اهداف توسعه پایدار یا سایر اهداف سیاستی) و شامل هزینه‌های تعمیر و نگهداری می‌شود. برنامه بهینه برای برآورد نیازهای سرمایه‌گذاری در آینده نباید بدون توجه به رابطه تاریخی و محدودیت‌های احتمالی زیرساخت‌ها، سطح درآمدها، جمعیت و شهرنشینی باشد (فای و همکاران، ۲۰۱۷).

(۲/۷) درصد از تولید ناخالص داخلی بوده که کمتر از برآورد متوسط چهار تا پنج (۴-۵) درصد از تولید ناخالص داخلی مورد نیاز برای سرمایه‌گذاری زیرساختی سالانه است (فای و همکاران، ۲۰۱۷).

ثبیت نوسانات کوتاه‌مدت اقتصاد کلان: انباشت بدهی موقت می‌تواند نقش مهمی در به حداقل رساندن و معکوس کردن رکودهای کوتاه‌مدت اقتصادی داشته باشد. طی دوره‌های رکودی، تأمین مالی از محل استقراض (ایجاد بدهی) برای تأمین مخارج دولت یا کاهش مالیات‌ها می‌تواند به عنوان محرکی برای حمایت از تقاضا و فعالیت‌ها باشد (بانک جهانی، ۲۰۱۵؛ یارد، ۲۰۱۹).^۱

ادبیات گسترده‌ای در خصوص برآورد آثار هزینه‌های اضافی دولت یا کاهش مالیات‌ها بر تولید حقیقی (ضریب فزاینده مالی) وجود دارد (هویدروم و همکاران، ۲۰۱۶ و ۲۰۱۹، رامی ۲۰۱۹).^۲ این برآوردها بسته به موقعیت اقتصاد کشور در چرخه تجاری؛ ویژگی‌های ساختاری کشور شامل انسجام چارچوب‌های بودجه‌ای و ابزارهای مالی به کار گرفته شده، دارای مقادیر متفاوتی است که بر اساس آن‌ها، به ازای هر یک دلار مخارج بیشتر دولت یا کاهش درآمد، تولید حقیقی ممکن است از یک و یک دهم (۱/۱) دلار کاهش تا سه و هشت دهم (۳/۸) دلار افزایش را تجربه کند. به طور کلی اثرات تولید حقیقی طی دوره رکود بیشتر از دوره رونق است؛ همچنین در مقایسه بین اقتصادها، تولید حقیقی در اقتصادهای توسعه یافته نسبت به اقتصادهای در حال توسعه اثرات بزرگ‌تری بر اقتصاد دارد. در عین حال افزایش مخارج نسبت به کاهش مالیات‌ها اثرات بیشتری بر تولید می‌گذارد و همچنین تغییرات تولید حقیقی زمانی که با سیاست پولی مناسب‌تری همراه شود، دارای آثار بزرگ‌تری است.^۳

در اقتصادهای در حال توسعه، عدم وجود فضای مالی،^۴ اجرای سیاست مالی در دوران رکود را محدود کرده است، اگرچه شواهدی مبنی بر اینکه طی دهه ۲۰۰۰ سیاست‌های مالی کمتر روند هم چرخه‌ای داشته‌اند، وجود دارد. برای نمونه، همبستگی مثبت (هم چرخه‌ای) میان نوسانات در تولید بخش حقیقی و مصرف دولت که قبل از بحران مالی وجود داشت، پس از بحران مالی به منفی (ضد چرخه‌ای) تغییر یافته است. در کشورهای توسعه یافته، در دهه گذشته سیاست‌های مالی فعالانه حداقل به طور بالقوه اهمیت یافته است، زیرا نرخ بهره سیاست پولی به مرز صفر نزدیک شده یا از آن عبور کرده است (باتیستینی، کالگاری و زاولونی، ۲۰۱۹).^۵

1. World Bank 2015; Yared 2019

2. Huidrom et al. 2016, 2019; Ramey 2019

۳. برای آشنایی بیشتر به مطالعه آلیچی، شیباتا و تانیری (۲۰۱۹)، اورباچ و گورودنیچنکو، (۲۰۱۳)، باچمن و سیمز (۲۰۱۲)، کندلون و لیب (۲۰۱۳)، کرای (۲۰۱۲) و (۲۰۱۴)، لیپر، تروم و واکر (۲۰۱۷) رجوع شود.

4. Fiscal Space

فضا یا امکانی در بودجه که به دولت اجازه می‌دهد بدون به خطر افتادن پایداری موقعیت مالی یا ثبات اقتصادی، منابعی را برای تحقق هدف مورد نظر فراهم کند.

5. Battistini, Callegari, and Zavalloni

تأمین دارایی‌های ایمن (کم ریسک): بدهی دولتی در مقابل بدهی‌های خصوصی که احتمال نکول آن توسط ناشران اوراق وجود دارد، برای سرمایه‌گذاران یک دارایی نسبتاً مطمئنی را ایجاد می‌کند (آزیمونتی و یارد، ۲۰۱۹).^۱ زمانی که ریسک‌گریزی فعالان اقتصادی افزایش پیدا می‌کند، تقاضا برای دارایی‌های مطمئن و کم ریسک افزایش می‌یابد، در حالی که محدودیت‌های زیادی برای متقاضیان دریافت وام در بخش خصوصی وجود دارد. در این شرایط، استقراض دولت برای تأمین منابع مالی مورد نیاز جهت حمایت از خانوارها و یا شرکت‌های خصوصی می‌تواند محدودیت تأمین مالی را کاهش دهد (یارد، ۲۰۱۹). از آنجایی که اوراق بدهی دولت به عنوان یک دارایی مطمئن، پایه مناسبی برای تعیین هزینه‌های استقراض بخش خصوصی را فراهم کرده و در عین حال می‌توان از آن به عنوان وثیقه استفاده نمود، این بدهی می‌تواند در تعمیق بازارهای مالی نقش مهمی را ایفا کند (هاونر،^۲ ۲۰۰۹؛ بانک جهانی و صندوق بین‌المللی پول، ۲۰۰۱). از سوی دیگر، پیش‌نیاز عملیات سیاست پولی که مبتنی بر اجرای قراردادهای بازخرید روی دارایی‌های مطمئن‌تر یا اجرای عملیات بازار باز می‌باشد، در دسترس بودن ابزارهای بدهی دولت است (کامهوف و تانر، ۲۰۰۵).^۳

۱-۲- هزینه‌های بدهی

مقایسه میان نرخ بازده و هزینه‌های تأمین مالی از محل ایجاد بدهی - بهره پرداختی به صاحبان بدهی - پایه‌ای‌ترین معیار ارزیابی برای توجیه‌پذیری آن است که با کارکردی مشابه با نرخ بازگشت سرمایه، ساده‌ترین راهنما برای ارزیابی ارزشمند بودن یا نبودن استقراض از محل انتشار بدهی عمومی است. یکی از استدلال‌های مهمی که علیه سطوح بالای استقراض از طریق بدهی مطرح شده و مزایای این استقراض را تحت‌الشعاع قرار دهد این است که ریسک هزینه‌های غلتاندن - هزینه‌های تأمین مالی مجدد در زمان سررسید - می‌تواند در دوره‌های تنگنای مالی به شدت افزایش یافته و حتی موجب شکل‌گیری یک بحران مالی شود. بدهی زیاد همچنین می‌تواند میزان و درجه اثربخشی محرک‌های مالی را طی دوره‌های رکودی محدود نماید و درنهایت، به دلیل ایجاد اثر تراجمی برای سرمایه‌گذاری خصوصی که تقویت‌کننده بهره‌وری است، رشد اقتصادی بلندمدت را محدود کنند.

ناپایدار شدن بدهی؛ از لحاظ تاریخی در دوره پس از بحران مالی، هزینه‌های استقراض دولتی برای اقتصادهای در حال توسعه و پیشرفته پایین بوده است. انتظار می‌رود تداوم روند چندساله تغییرات نسلی جمعیتی و کاهش نرخ رشد بهره‌وری به کاهش بیشتر نرخ بهره واقعی پایین کنونی در اقتصادهای پیشرفته کمک کند (هالستون، لاوباخ و ویلیامز، ۲۰۱۷).^۴ با وجود این، وقوع یک افزایش ناگهانی در هزینه‌های استقراض جهانی دور از ذهن

1. Azzimonti and Yared 2019
2. Hauner
3. Kumhof and Tanner
4. Holston, Laubach, and Williams

نیست که می‌تواند پایداری بدهی در برخی کشورهای با سطوح بالای بدهی را در بوتۀ آزمایش قرار دهد (هندرسون، ۲۰۱۹ و راگاف، ۲۰۱۹).^۱

بحث‌های اخیر پیرامون موضوع بدهی بر تفاوت بین نرخ بهره اسمی و نرخ رشد تولید ناخالص داخلی که در اقتصادهای پیشرفته عمدتاً منفی شده، متمرکز گردیده است. اگر نرخ بهره اسمی (هزینه سرمایه) از نرخ رشد اسمی تولید ناخالص داخلی (نرخ بازده مفروض سرمایه) کمتر باشد، هزینه واقعی یک بدهی معین در طول زمان کاهش می‌یابد، زیرا نرخ بازده مخارج تأمین مالی شده از محل بدهی به مراتب از هزینه‌های تسویه بدهی بیشتر خواهد بود. با این حال، تفاوت نرخ رشد و نرخ بهره باید با انباشت بدهی جدید و کسری مالی اولیه مورد سنجش قرار گیرد. اگر هر ساله، کسری تراز اولیه بیش از میزان بازپرداخت بدهی ناشی از سنوات گذشته، به حجم بدهی اضافه کند (حتی اگر نرخ بازدهی به مراتب بیشتر از هزینه تسویه بدهی باشد)، انباشت بدهی سیر صعودی را در پیش خواهد گرفت. افزایش در شکاف پایداری،^۲ به عنوان نمایی برای محاسبه و تحلیل روند بدهی در نظر گرفته می‌شود (باکل و کرویشنک، ۲۰۱۳ و اسکولانو، ۲۰۱۰ و کوزه و همکاران).^۳ این محاسبات باید تمایل به صعودی بودن هزینه‌های استقراض ناشی از افزایش در حجم بدهی را که در برخی موارد به طور ناگهانی رخ می‌دهند، مورد توجه قرار دهند (گروبر و کامین، ۲۰۱۲، مائورو و ژو، ۲۰۱۹).^۴

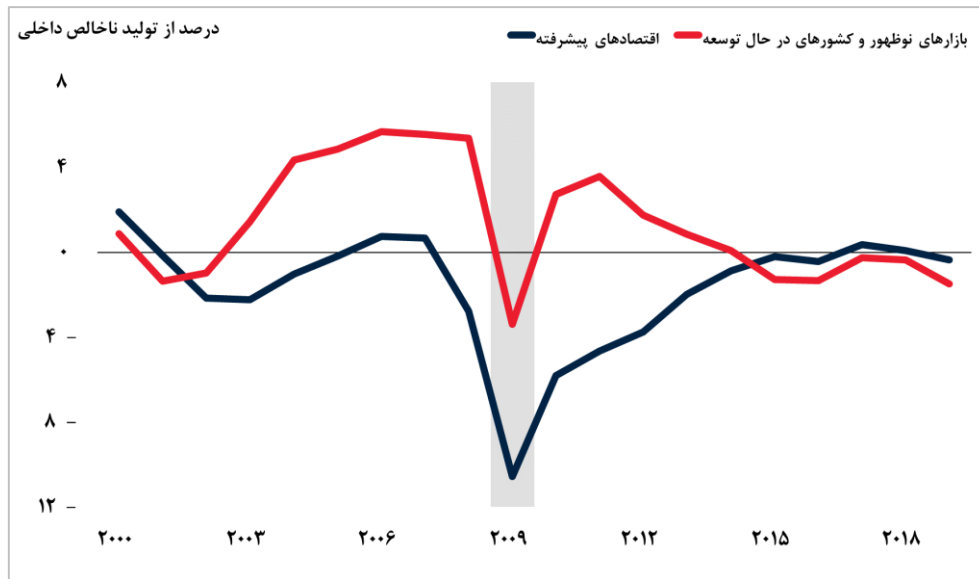
در حالی که سطح بدهی در اقتصادهای پیشرفته در مسیر پایداری قرار دارد، اما تقریباً در نصف بازارهای نوظهور و کشورهای در حال توسعه، سیر صعودی دارد. در نمودار (۵) شکاف پایداری در اقتصادهای پیشرفته و بازارهای نوظهور و در حال توسعه ارائه شده است. شکاف پایداری به عنوان تفاوت میان تراز اولیه واقعی و تعادل تثبیت‌کننده بدهی تعریف می‌شود. میانگین‌های محاسبه شده بر اساس وزن تولید ناخالص داخلی جاری دلار ایالات متحده آمریکا برای ۳۴ کشور پیشرفته و ۸۳ عضو بازارهای نوظهور و کشورهای در حال توسعه انجام شده است.

1. Henderson 2019; Rogoff 2019a, b

2. Sustainability Gap

3. Buckle and Cruickshank 2013; Escolano 2010; Kose et al. 2017.

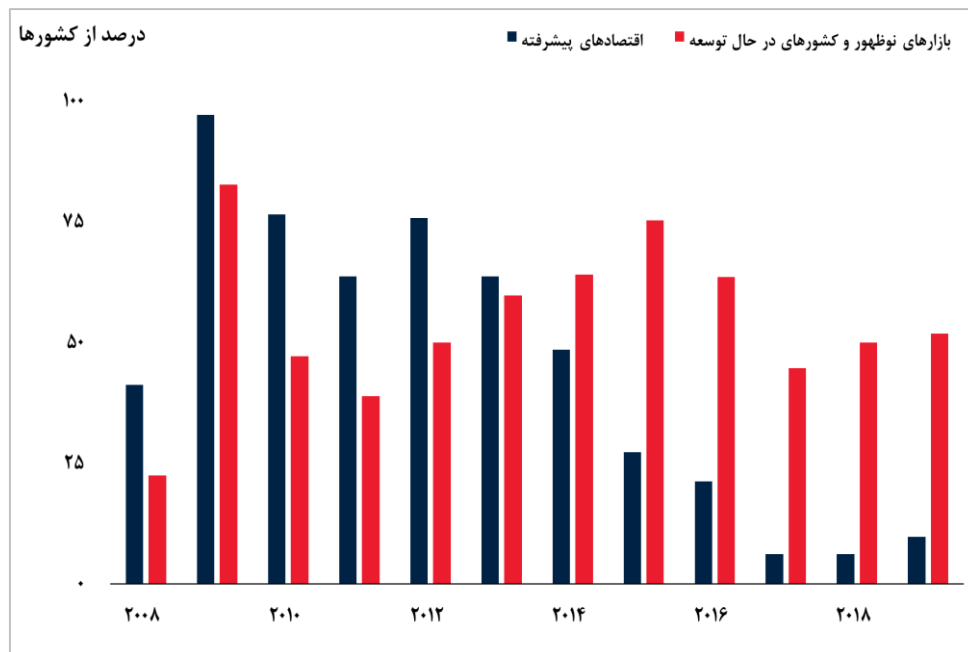
4. Gruber and Kamin 2012; Mauro and Zhou 2019



نمودار ۵: شکاف پایداری در اقتصادهای پیشرفته و بازارهای نوظهور و کشورهای در حال توسعه

Source: Huidrom et al. (2019); Kose et al. (2017); World Bank.

در نمودار (۶) سهم اقتصادهایی که شکاف پایداری در آنها منفی است - بدهی‌ها سیر صعودی دارند یا شرایط بودجه‌ای (مالی) در حال افزایش بدهی هستند - نشان داده شده است.



نمودار ۶: سهم اقتصادهای پیشرفته و بازارهای نوظهور و کشورهای در حال توسعه با شکاف پایداری منفی

Source: Huidrom et al. (2019); Kose et al. (2017); World Bank.

پایداری بدهی هم در اقتصادهای توسعه یافته و هم در اقتصادهای در حال توسعه بعد از بحرانی مالی جهانی بدتر شده است (آیزمن و همکاران، ۲۰۱۹).^۱ در اقتصادهای توسعه یافته شرایط مالی در سال ۲۰۰۷ کاهشدهنده بدهی بودند؛ به عبارتی، شکاف پایداری مثبت بود که از سال ۲۰۰۸ به وضعیت مالی افزایش‌دهنده بدهی (شکاف منفی پایداری) تبدیل شد. پس از این، شکاف پایداری کاهش یافت و در سال ۲۰۱۷ به شرایط کاهشدهنده بدهی برگشت.

در بازارهای نوظهور و اقتصادهای در حال توسعه، وضعیت مالی کاهشدهنده بدهی سال ۲۰۰۷ به افزایش‌دهنده بدهی در سال ۲۰۱۵ تغییر یافت. این شرایط برای صادرکنندگان کالا [بازارهای نوظهور و اقتصادهای در حال توسعه تا حدودی منعکس‌کننده کاهش سریع رشد بود که در پی کاهش شدید قیمت کالاها رخ داد. بهبودهای بعدی در قیمت کالاها و فعالیت‌های اقتصادی به بهتر شدن پایداری بدهی در این کشورها کمک کرد و تا سال ۲۰۱۸ شرایط مالی صادرکنندگان کالا تبدیل به کاهشدهنده بدهی شد. در نتیجه اعمال محرک‌های مالی طی دوره بحران مالی جهانی، کسری‌های مالی مزمن و در برخی موارد رشدهای ناچیز پس از بحران، در بازارهای نوظهور و اقتصادهای در حال توسعه که واردکننده کالا بودند شرایط مالی ضعیف باقی ماند و در سال ۲۰۱۸ به شرایطی افزایش‌دهنده بدهی منتهی شد.

افزایش آسیب‌پذیری در مواجهه با بحران‌های مالی؛ روند روبه افزایش نسبت بدهی به تولید ناخالص داخلی می‌تواند اعتماد سرمایه‌گذاران را خدشه‌دار کند و دولت را ملزم به پرداخت رشد تدریجی نرخ بهره اوراق (حق بیمه پوشش ریسک) به دلیل افزایش ریسک بدهی نماید. چنانچه این فشارها موجب افزایش نگرانی سرمایه‌گذاران در خصوص پایداری بدهی دولت شود، می‌تواند بحران بدهی را در پی داشته باشد (بلانشار، ۲۰۱۹؛ هندرسون، ۲۰۱۹؛ راگوف، ۲۰۱۹ و a۲۰۱۹ و b۲۰۱۹). چنانچه انباشت سریع بدهی زمینه‌ساز نگرانی سرمایه‌گذاران در خصوص توان دولت در بازپرداخت بدهی‌های ارزی و در نتیجه حملات سفته‌بازانه به نرخ ارز ثابت یا نرخ ارز میخکوب شده (پگ شده) گردد، می‌تواند با افزایش سفته‌بازی این نوع ارز، منجر به بحران ارزی گردد (کروگمن، ۱۹۷۹، آبستفلد و راگاف، ۱۹۸۶)^۲ و یا اگر آسیب‌پذیری ترازنامه بخش خصوصی، همچون ماشه‌ای برای ایجاد هراس^۳ بانکی عمل کند، می‌تواند یک بحران بانکی را رقم بزند (چانگ و ولاسکو، ۲۰۰۰، کروگمن، ۱۹۹۹).^{۵۴}

1. Aizenman et al. 2019

2. Krugman 1979; Obstfeld and Rogoff 1986

3. Banking panics

4. Chang and Velasco 2000; Krugman 1999

۵. مدل بحران‌های ارزی تاریخچه تکامل یافته‌ای دارند (بورنساید، ایچنابام و ربلو، ۲۰۰۸). در دهه‌های ۱۹۷۰ و ۱۹۸۰، با توجه به فروپاشی سیستم قیمت‌گذاری ارز برحسب طلا که در چارچوب توافق برتن وودز شکل گرفته بود، مدل‌های نظری بر درک چگونگی استقلال یافتن ارزهای محلی از سیستم میخکوب شده به طلا و در ادامه میخکوب شدن به نرخ دلار متمرکز شده بودند. این مدل‌ها با کار کروگمن (۱۹۷۹) و فلود و گاربر (۱۹۸۴) آغاز شد که در این مطالعات بر این موضوع تأکید شده است که انباشت بیش از حد بدهی می‌تواند محرک یک بحران ارزی باشد. پس از این «مدل‌های نسل اول»

در خصوص اقتصادهای توسعه یافته‌ای مانند ایالات متحده که ارز جهانروا دارند این طور استدلال می‌شود که بروز چنین بحران‌هایی بعید است، چراکه این کشورها اغلب در زمان تلاطم در بازارها به عنوان پناهگاه امن در نظر گرفته می‌شوند (فارمن و سامرز،^۱ ۲۰۱۹، کروگمن، ۲۰۱۴). از این‌رو، در برخی کشورهای پیشرفته، با اینکه بدهی دولتی به سطوح بالایی رسیده، نرخ‌های بهره پایین باقی‌مانده است. ژاپن یک نمونه خاص در این رابطه است که در آن با وجود اینکه نسبت بدهی ناخالص دولتی به تولید ناخالص داخلی از ۲۳۰ درصد فراتر رفته، بازدهی اوراق ۱۰ ساله دولت، از اواسط ۲۰۱۵ در اکثر مواقع کمتر از ۰٫۱ درصد بوده است.

برای اقتصادهای در حال توسعه این خطر شدیدتر (حادتر) است. هزینه استقراض در اقتصادهای در حال توسعه طی دوره‌های تنگنای مالی، به شدت رو به افزایش می‌گذارد و هزینه‌های بالاتر تسویه بدهی می‌تواند به پویایی بدهی آسیب زده و ریسک غلتاندن بدهی را افزایش دهد (آرلانو و رامانآرایانان، ۲۰۱۲).^۳ نمونه اخیر این موضوع کشور آرژانتین است که در آن بازده اوراق قرضه دولتی ارزی پنج ساله برحسب دلار آمریکا طی سال ۲۰۱۸ بیش از دو برابر شد و تا اوایل سپتامبر ۲۰۱۸ به بیش از یازده (۱۱) درصد رسید. در واقع از دهه ۱۹۷۰ به این سو در اقتصادهای در حال توسعه در هر دهه، بحران‌های بدهی که اغلب همراه با بحران‌های ارزی یا بانکی بوده، مشاهده شده است.

بحران‌های مالی هزینه‌های اقتصادی زیادی تحمیل می‌کنند. در بیشتر موارد، شدت و گستردگی رکودهای ناشی از بحران‌های مزبور به مراتب بیشتر از سایر رکودها بوده است. به عنوان نمونه، میانگین دوره رکودهای مرتبط با بحران‌های مالی تقریباً شش فصل بوده که دو فصل بیشتر از سایر رکودها می‌باشد. همچنین معمولاً کاهش تولید حقیقی ناشی از این بحران‌ها به مراتب بیشتر بوده است (کلاسز و کوزه، ۲۰۱۷).^۴

در نمودار (۷) تعداد بحران‌های مالی در سطح جهانی طی ادوار مختلف نشان داده شده است. طی دهه ۲۰۰۰ بحران‌های مالی کمتر شده است. بحران‌های بانکی هزینه‌های مالی به مراتب بالاتری را به اقتصاد تحمیل می‌کند، زیرا دولت‌ها از فعالیت‌های اقتصادی و بدهی بخش خصوصی حمایت می‌کنند. در طول بحران‌های

مدل‌هایی وجود داشتند که وجود تعادل‌های چندگانه بین نرخ‌های ارز را برجسته می‌کردند (آبستفلد، ۱۹۸۶). در ادامه زمانی که در سال ۱۹۹۸، ماهیت بحران‌های ارزی در بحران مالی آسیا تغییر کرد، مدل‌های بررسی بحران ارزی تکامل یافتند تا پیوندهای نظری دیگری از جمله عدم تطابق ترازنامه را نیز پوشش دهند (چانگ و ولاسکو، ۲۰۰۰؛ کروگمن، ۱۹۹۹).

1. Furman and Summers 2019

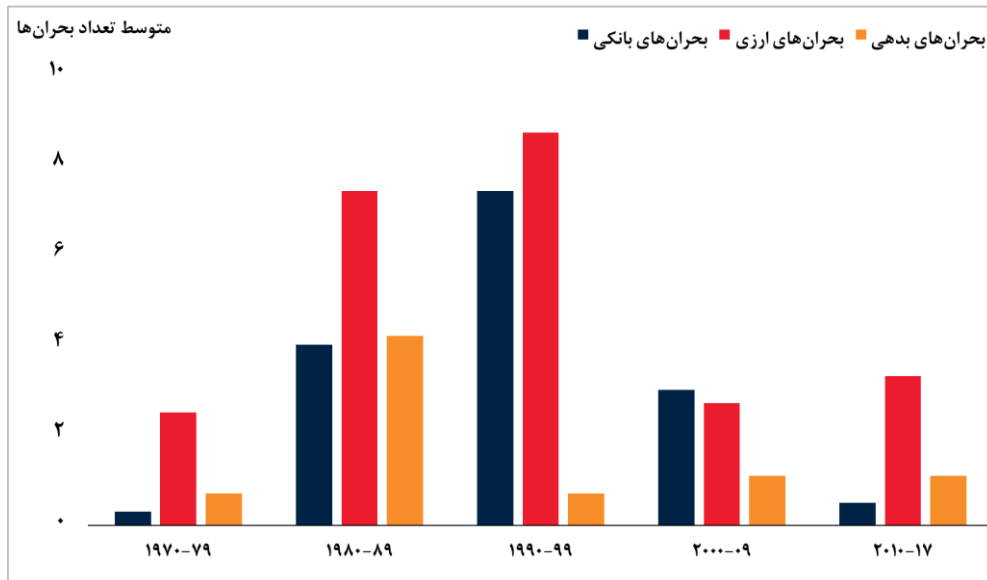
2. Arellano and Ramanarayanan 2012

۳. در اقتصادهای در حال توسعه انگیزه جلوگیری از کاهش ارزش پول ملی، به‌ویژه در شرایطی که بدهی‌های ارزی زیادی در یک یا چند بخش از اقتصاد وجود داشته باشد، بسیار قوی است. (مفهوم «خطای اصلی» که توسط ایچنگرین، هاسمن و پانیتزا ۲۰۰۶ و جین ۲۰۰۳ توصیف شده است). هنگامی که دولت شروع به تریق مقادیر زیادی از ذخایر ارزی به بازار، برای دفاع از نرخ ارز می‌کند، فعالان بازار (مانند سفته‌بازان یا تعیین‌کنندگان دستمزد) کاهش نرخ ارز را پیش‌بینی می‌کنند. این امر زمینه‌ساز ایجاد یک چرخه خود تقویت‌کننده از دست رفتن بیشتر ذخایر و تقویت انتظارات کاهش ارزش پول محلی می‌شود (مطالعه‌های فلود و گاربر ۱۹۸۴؛ فلود و ماریون ۲۰۰۰؛ کروگمن ۱۹۷۹ و آبستفلد ۱۹۸۶ را ببینید).

4. Claessens and Kose 2014

به عنوان نمونه، هزینه‌های تجمعی بحران‌های بانکی در چهار سال اول حدود ۲۳ درصد تولید ناخالص داخلی برآورد شده است هشت سال بعد از بحران بدهی، تولید به طور متوسط ۱۰ درصد پایین‌تر است.

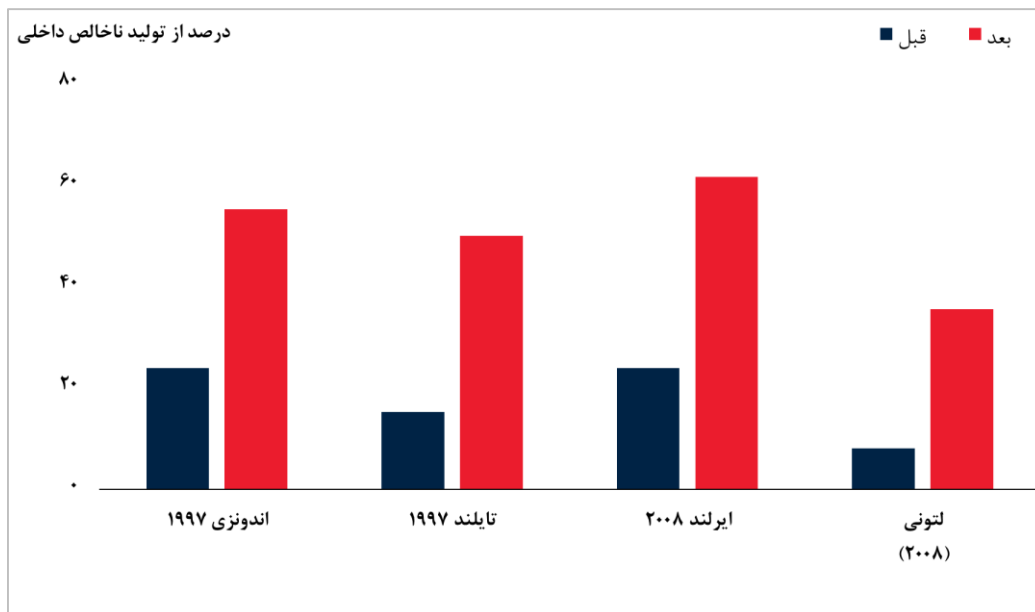
مالی، بدهی دولت اغلب افزایش یافته است، در حالی که بدهی خصوصی باثبات باقی مانده است، رتبه اعتباری دولت کاهش یافته و شکاف پایداری منفی گسترده تر شده است.



نمودار ۷: تعداد بدهان های مالی در سطح جهان

Source: International Monetary Fund; Kose et al. (2017); Laeven and Valencia (2018); World Bank.

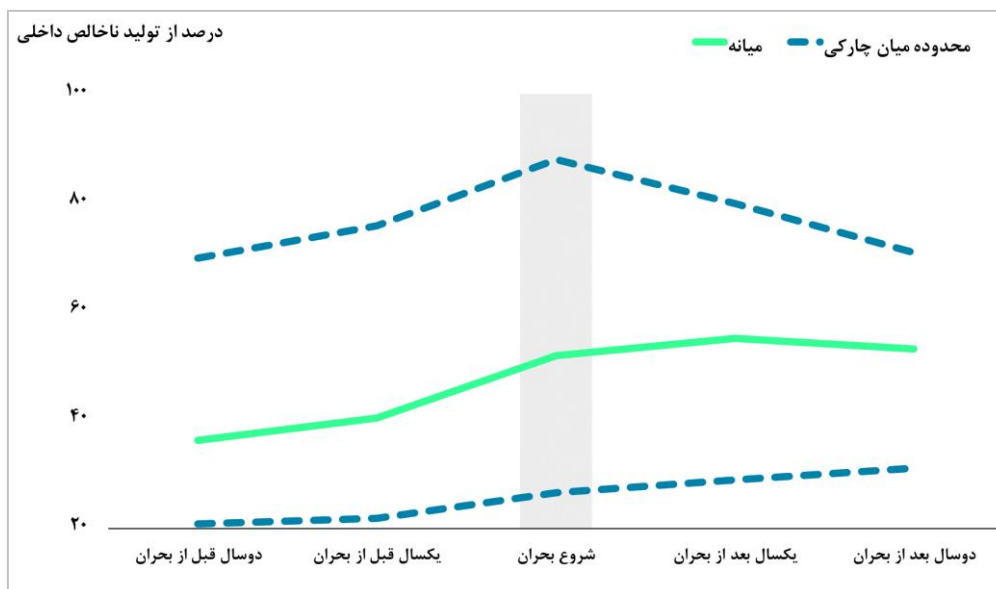
در نمودار (۸) میزان بدهی های دولتی در سال های قبل و بعد از بحران نشان داده شده است. «قبل» و «بعد» به ترتیب نشان دهنده یک سال قبل و بعد از شروع هر بحران بانکی است که تاریخ آن در شکل نمایش داده شده است. بدهی دولت در تمامی موارد اشاره به بدهی عمومی دولت دارد، به جز اندونزی که فقط اطلاعات دولت مرکزی را در برمی گیرد. میانه ها و همچنین محدوده های میان چارکی بر اساس نمونه های متعادل است. بحران ها شامل بانکی، ارزی و بدهی می شود؛ همان طور که لیون و والنسیا (۲۰۱۸) تعریف کردند: «زمانی طی یک دوره پنج ساله بحران های متعددی شناخته می شوند، بحرانی که منجر به کمترین رشد تولید ناخالص واقعی شده است به عنوان یک عارضه (بحران) از آن یاد می شود».



نمودار ۸: بدهی‌های دولت پیرامون بحران‌های بانکی

Source: International Monetary Fund; Kose et al. (2017); Laeven and Valencia (2018); World Bank.

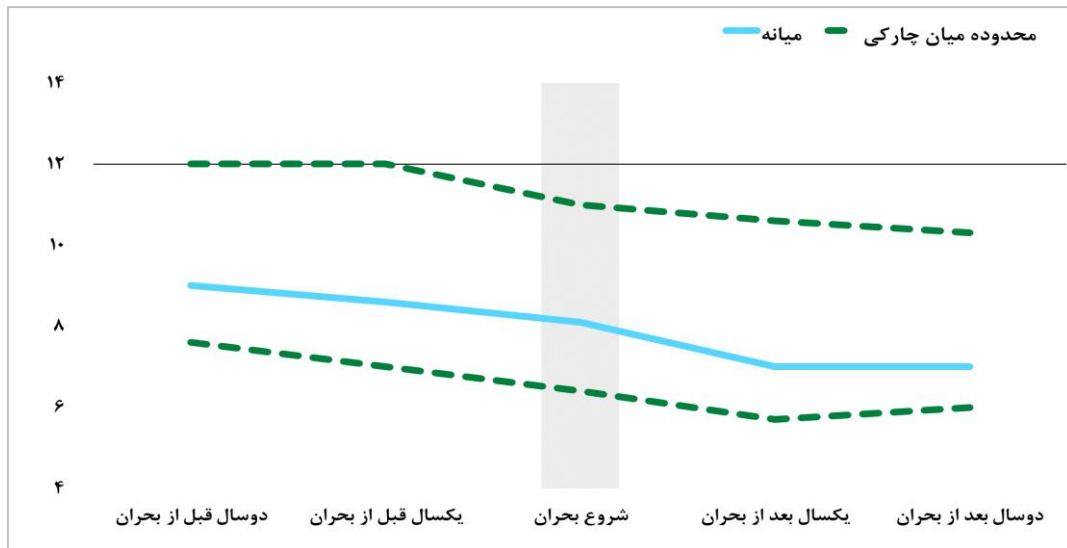
در نمودار (۹) بدهی‌های دولت پیرامون بحران‌های مالی در بازارهای نوظهور و اقتصادهای در حال توسعه را نشان می‌دهد.



نمودار ۹: بدهی‌های دولت پیرامون بحران‌های مالی

Source: International Monetary Fund; Kose et al. (2017); Laeven and Valencia (2018); World Bank.

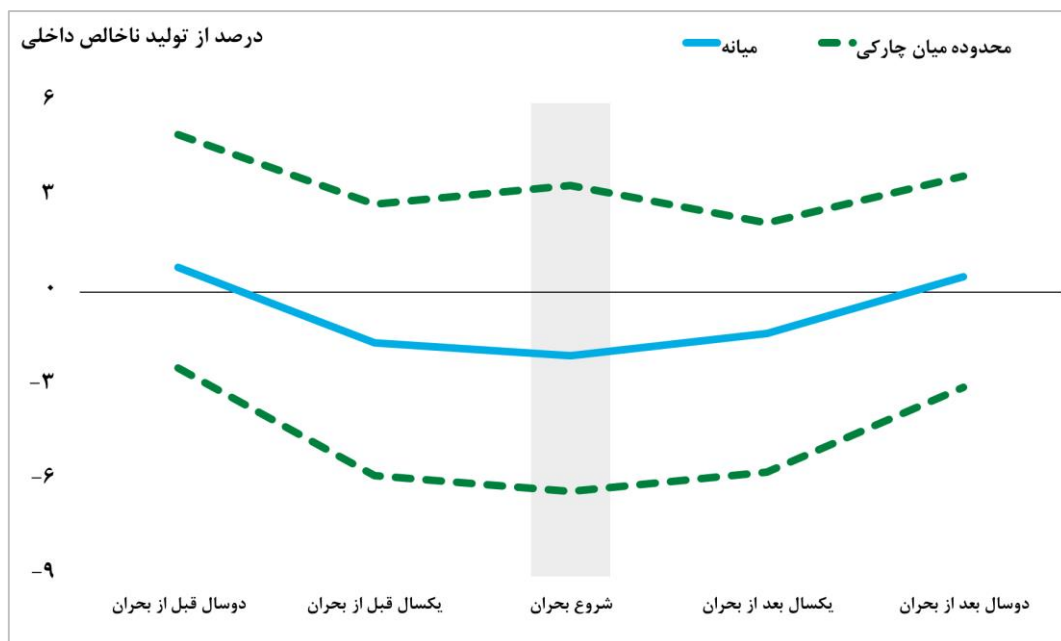
در نمودار (۱۰) رتبه‌بندی دولتی بازارهای نوظهور و اقتصادهای در حال توسعه پیرامون بحران‌های مالی ارائه شده است.



نمودار ۱۰: رتبه‌بندی دولتی پیرامون بحران‌های مالی

Source: International Monetary Fund; Kose et al. (2017); Laeven and Valencia (2018); World Bank.

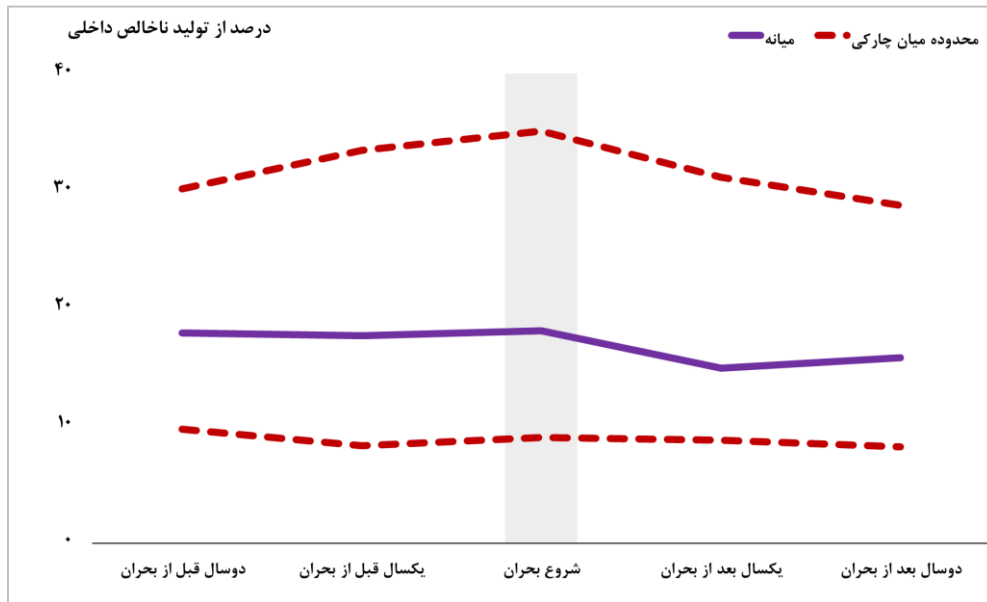
شکاف پایداری در بازارهای نوظهور و اقتصادهای در حال توسعه در نمودار (۱۱) نشان داده شده است.



نمودار ۱۱: شکاف پایداری پیرامون بحران‌های مالی

Source: International Monetary Fund; Kose et al. (2017); Laeven and Valencia (2018); World Bank.

بدهی خصوصی در سال‌های منتهی به بحران‌های مالی و پس از آن در بازارهای نوظهور و اقتصادهای در حال توسعه در نمودار (۱۲) ارائه شده است.



نمودار ۱۲: بدهی‌های خصوصی پیرامون بحران‌های مالی

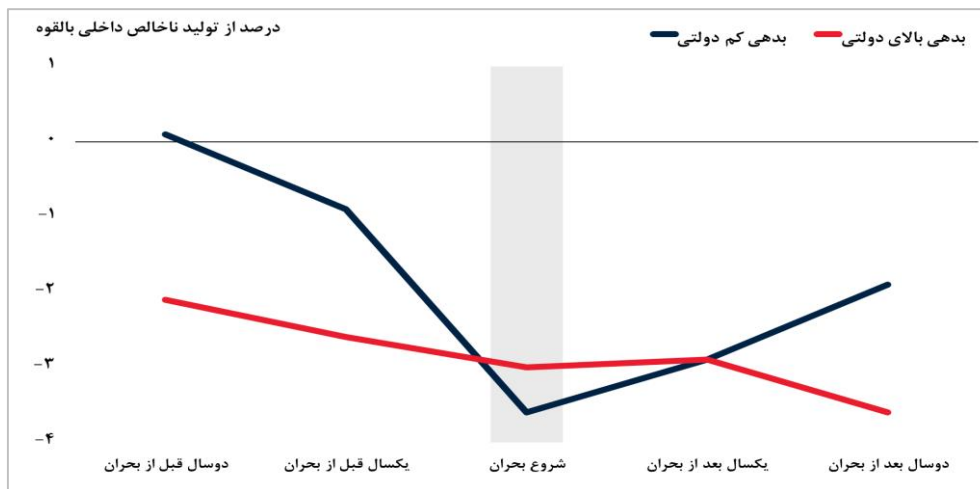
Source: International Monetary Fund; Kose et al. (2017); Laeven and Valencia (2018); World Bank.

محدود کردن اقدامات دولت در دوره‌های رکودی؛ سطوح بدهی بالا، توانایی دولت در واکنش به دوره‌های رکودی از طریق اعمال سیاست‌های مالی ضد چرخه‌ای را محدود می‌کند (آبستفلد، ۲۰۱۳، راینهارت و راگوف، ۲۰۱۰، رومر و رومر، ۲۰۱۸). در دوره بحران مالی جهانی، این موضوع کاملاً قابل لمس بود: میزان اعمال محرک‌های مالی طی دوره ۲۰۰۸-۲۰۰۹ در کشورهایی که سطح بدهی دولتی بالاتری داشتند، نسبت به کشورهای با سطوح بدهی پایین‌تر، به طور قابل توجهی کمتر بود (هویدروم، کوزه و اونسورگ، ۲۰۱۸).^۲ این یکی از دلایلی است که نشان می‌دهد چرا موقعیت مالی ضعیف (ناشی از ناترازی بودجه و سطح بالای بدهی) همراه با رکودهای عمیق‌تر و طولانی‌تر است که در این شرایط چنانچه بخش خصوصی نیز در تنگنای مالی قرار گیرد و دولت‌ها برای نجات بنگاه‌های خصوصی با انتقال بدهی آن‌ها به ترازنامه دولت موافقت کنند، شرایط مالی به مراتب بدتر خواهد شد.

در نمودار (۱۳) که تعدیل تراز مالی چرخه‌ای در حوالی بحران مالی جهانی را نشان می‌دهد، شاخص‌های «بدهی دولتی کم» و «بدهی دولتی بالا» به ترتیب نشان‌دهنده نسبت بدهی به تولید ناخالص داخلی کمتر از متوسط (۳۳ درصد تولید ناخالص داخلی) و بالاتر از متوسط اقتصادهای نمونه (جامعه هدف) در سال ۲۰۰۷ است.

1. Romer and Romer 2018

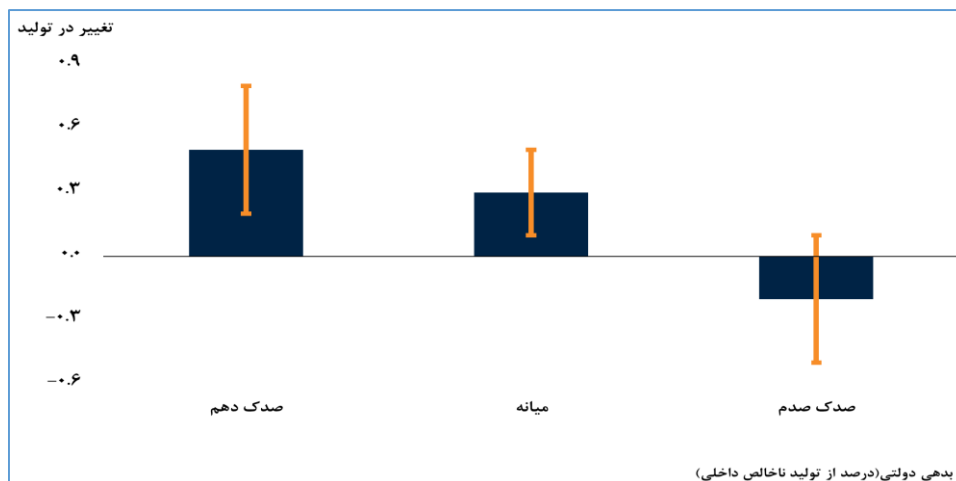
2. Huidrom, Kose, and Ohnsorge 2018



نمودار ۱۳: تعدیل تراز مالی چرخه‌ای پیرامون بحران مالی جهانی در بازارهای نوظهور و اقتصادهای در حال توسعه

Source: International Monetary Fund; World Bank

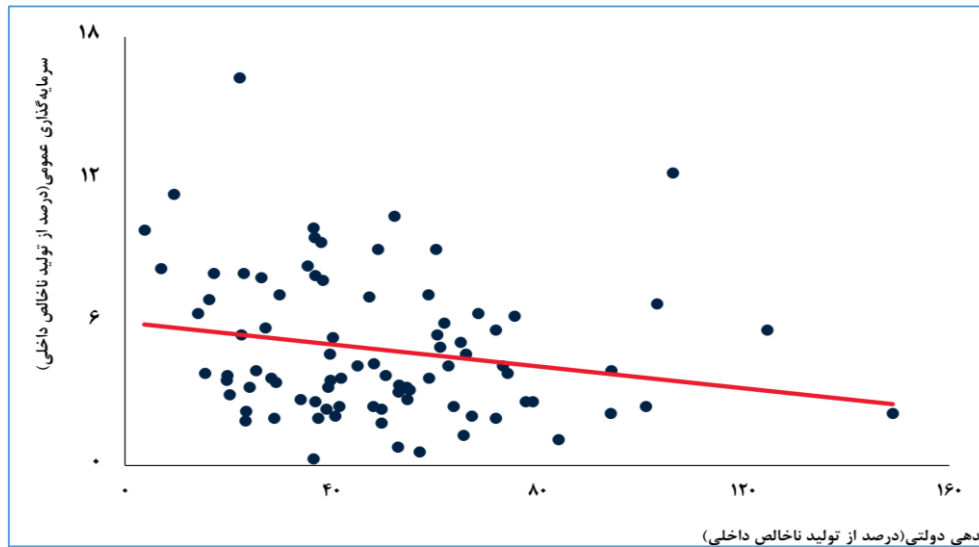
نمودار (۱۴) میله‌های نمودار ضرایب مالی مشروط برای سطوح مختلف بدهی دولتی بعد از دو سال را نشان می‌دهد. ضرایب مالی به عنوان نسبت تغییرات انباشتی تولید به تغییرات تجمعی در مصرف دولت در پاسخ به شوک مصرف یک واحد مخارج دولت تعریف می‌شود. آن‌ها بر اساس مدل خودرگرسیون بردار پانل تعاملی برآورد شده که در آن ضرایب مدل فقط مشروط به بدهی دولت است. مقادیر نشان داده شده در محور X مربوط به صدک ۱۰ تا ۹۰ در نمونه است. میله‌ها نشان‌دهنده میانه و خط عمودی نوار (باند)های اطمینان هستند.



نمودار ۱۴: ضرایب مالی دو سال پس از بحران

Source: International Monetary Fund; World Bank

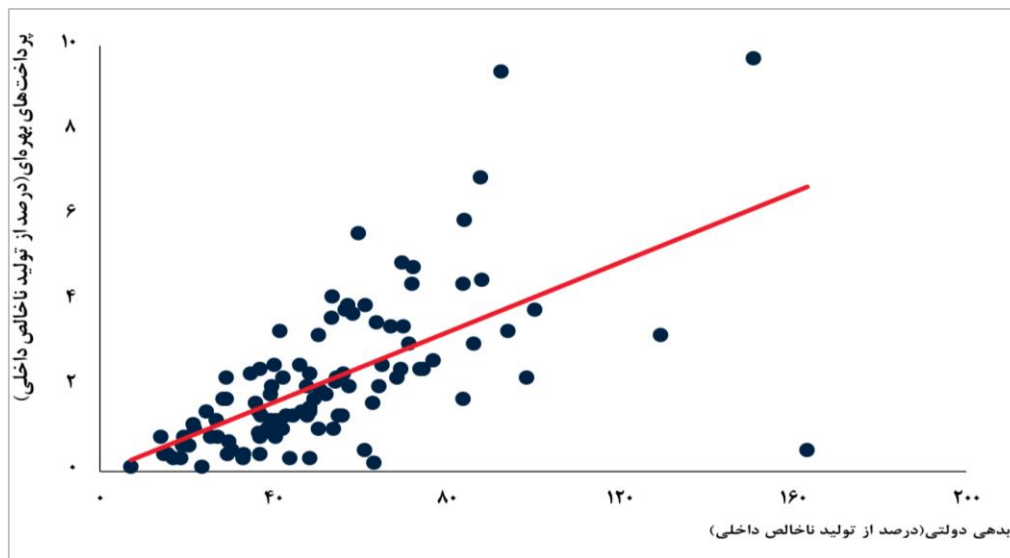
نمودار (۱۵) سرمایه‌گذاری عمومی - سرجمع سرمایه‌گذاری خالص در دارایی‌های غیرمالی و مصرف سرمایه ثابت به طور عمومی یا مرکزی (بسته به در دسترس بودن داده‌ها) - و بدهی دولتی - سهم از تولید ناخالص داخلی - بر اساس نمونه شامل ۸۵ مورد بازارهای نوظهور و کشورهای در حال توسعه است.



نمودار ۱۵: بدهی و سرمایه‌گذاری عمومی در بازارهای نوظهور و اقتصادهای در حال توسعه سال ۲۰۱۷

Source: International Monetary Fund; World Bank

در نمودار (۱۶) بدهی کل (خارجی و داخلی) دولتی در مقابل کل پرداخت‌های بهره‌ای (داخلی و خارجی) بر اساس درصد از تولید ناخالص داخلی در بازارهای نوظهور و اقتصادهای در حال توسعه سال ۲۰۱۸ را نشان می‌دهد.



نمودار ۱۶: بدهی دولتی و پرداخت‌های بهره‌ای در بازارهای نوظهور و اقتصادهای در حال توسعه سال ۲۰۱۸

Source: International Monetary Fund; World Bank

کاهش اثربخشی سیاست‌های مالی؛ حجم بالای بدهی دولت اثربخشی سیاست‌های انبساطی مالی را کاهش می‌دهد (آدام و بون، ۲۰۰۵، دبران و کیندا، ۲۰۱۶). مشخصاً بدهی بالای دولت می‌تواند اندازه ضرایب فزاینده مالی را از دو مسیر تقلیل دهد:

کانال ریکاردویی: زمانی که یک دولت با حجم بالایی از بدهی، محرک مالی را به اجرا می‌گذارد، نسبت به زمانی که حجم بدهی دولت پایین است، مصرف‌کنندگان با احتمال بیشتری انتظار افزایش مالیات در آینده نزدیک را دارند. این انتظارات منجر به کاهش مصرف و پس‌انداز بیشتر مصرف‌کنندگان می‌شود (عکس‌العمل ریکاردویی به مخارج بیشتر از درآمد^۱ توسط دولت). کانال ریکاردویی با مطالعات تجربی که نشان می‌دهند آثار شوک افزایش مخارج دولتی بر مصرف خصوصی به سطح بدهی دولت بستگی دارد، سازگار است.^۲

کانال دیدگاه سرمایه‌گذار: کشورهایی که بدهی دولتی بالایی دارند، به احتمال زیاد برای استقراض مجبور به پرداخت حق بیمه جهت پوشش ریسک هستند (آلسیدی و گروس، ۲۰۱۰). زمانی که بدهی بالاتر است، اعمال محرک‌های مالی، نگرانی صاحبان سرمایه (تسهیلات دهندگان) در خصوص ریسک اعتباری دولت را بیشتر می‌کند، بازده اوراق دولتی و از این‌رو هزینه‌های تأمین مالی در کلیت اقتصاد را افزایش می‌دهد. حق بیمه پوشش ریسک بالاتر، به‌ویژه در دوره‌هایی که دولت با تنش و تنگنای مالی مواجه است، کاهش استقراض شرکت‌ها را در پی داشته است (بوکولا، ۲۰۱۶).^۳ این امر به نوبه خود با ایجاد اثر تزاحمی بر مصرف و سرمایه‌گذاری خصوصی، ضریب فزاینده مالی را کاهش می‌دهد.

شواهد تجربی حاکی از آن است، صرف‌نظر از افق زمانی در نظر گرفته شده، اثربخشی مالی در صورت بالا بودن بدهی دولتی، پایین‌تر است. به طور مشابه، شواهدی مبنی بر اثربخشی کمتر سیاست‌های پولی ناشی از بالا بودن بدهی دولتی به دلیل انتظارات تورمی پایین وجود دارد.^۴

کند شدن سرمایه‌گذاری و رشد؛ هر چه که حجم بدهی‌ها بالاتر می‌رود، عمدتاً هزینه‌های مربوط به بازپرداخت آن نیز بیشتر می‌شود. پرداخت هزینه‌های بیشتر برای بازپرداخت بدهی‌ها نیازمند تأمین هزینه‌ها از طریق ترکیبی از استقراض بیشتر، افزایش مالیات و کاهش مخارج دولتی است. در این شرایط کاهش مخارج حتی ممکن است هزینه‌های مربوط به اقدامات حیاتی دولت مانند پرداختی بابت شبکه‌های تأمین اجتماعی و سرمایه‌گذاری عمومی محرک رشد را نیز دربر بگیرد (دبران و کیندا ۲۰۱۶، آبستفلد، ۲۰۱۳، راینهارت و

1. the “Ricardian” reaction to government dis-saving

۲. در خصوص مطالعاتی که کانال ریکاردویی را در چارچوب تئوری مورد بررسی قرار می‌دهند به پژوهش بلانچارد (۱۹۹۰ a و b) و سوترلند (۱۹۹۷) مراجعه کنید. در خصوص مطالعات تجربی، پژوهش جیاواتزی و پاگانو (۱۹۹۰ و ۱۹۹۵) و پروتی (۱۹۹۹) را ببینید. اگرچه باید توجه داشت، اعمال سیاست‌های مالیاتی انحرافی (غیربهبینه) و ایجاد اصطکاک در بازارهای مالی ممکن است منجر به انحراف از شکل‌گیری رابطه ریکاردویی مذکور شود (هتکوت ۲۰۰۵).

3. Bocola 2016

۴. برای جزئیات بیشتر، مطالعه اورباچ و گوردنیچنکو (۲۰۱۲ و ۲۰۱۳)؛ هوریدام و همکاران (۲۰۱۶ و ۲۰۱۹)؛ ایزتکی، مندوزا و وگ (۲۰۱۳) و نیکل و تودیکا (۲۰۱۴) را مشاهده کنید.

روگوف، ۲۰۱۰). به طور جداگانه، بدهی زیاد و فزاینده دولت ممکن است نرخ بهره بلندمدت و بازده اوراق قرضه را افزایش دهد.^۱ همچنین، بدهی بالا می‌تواند منجر به نااطمینانی در خصوص چشم‌اندازهای اقتصاد کلان و سیاستی شود، زیرا ریسک متوسل شدن دولت به اعمال مالیات‌های انحرافی (غیر بهینه) برای مهار بدهی و کسری‌ها وجود دارد (صندوق بین‌المللی پول، ۲۰۱۸؛ کومار و وو، ۲۰۱۰).^۲ نرخ‌های بهره و نااطمینانی بالاتر، به دلیل اثر تزاحمی محیط اقتصادی را برای جلب سرمایه‌گذاری بخش خصوصی که تقویت‌کننده بهره‌وری است، ناهموار نموده و تولید را متأثر می‌کند.^۳ در حالی که شواهد تجربی مبنی بر رابطه منفی میان رشد اقتصادی و حجم بدهی وجود دارد، مشاهدات در خصوص جهت علیت این دو متغیر، متفاوت است (پانیتزا و پرسبیترو، ۲۰۱۴).^۴

۱-۲- حجم بهینه بدهی چقدر است؟

پایداری بدهی: برخی از مطالعات سطوحی از بدهی‌های دولتی و خصوصی را که در آن بدهی‌ها پایدار بوده و تنش و تنگنای بدهی روی نمی‌دهد را تخمین زده‌اند. این مطالعات با استفاده از اطلاعات ۲۳ اقتصاد توسعه یافته، دامنه بدهی دولتی بدون خطر (ریسک) را بین ۱۵۰ تا ۲۵۰ درصد از تولید ناخالص داخلی متناسب با ویژگی‌های اقتصاد هر کشور برآورد نموده‌اند. (گوش و همکاران، ۲۰۱۳).^۵ این مطالعات نشان می‌دهند اقتصادهای پیشرفته با نسبت بدهی دولتی بیش از هشتاد (۸۰) درصد تولید ناخالص داخلی و کسری مداوم حساب جاری، در برابر شوک‌های مالی ناگهانی آسیب‌پذیر هستند (گرین‌لا و همکاران، ۲۰۱۳).^۶ مدیریت محتاطانه بدهی می‌تواند در مقابل شوک‌های اقتصاد کلان، به تضمین موقعیت پایدار مالی کمک نماید (میسایل، ۲۰۱۲).^۷ مطالعات تجربی در ارتباط با بدهی خصوصی، بر ارتباط میان میزان اعتبارات اعطایی سیستم مالی به بخش خصوصی به عنوان پروکسی (نماینده‌ای) برای بدهی این بخش و ارزش وام‌های غیرجاری تمرکز کرده‌اند. برآوردها حاکی از آن است که بیش از دو برابر وام‌های غیرجاری، اعتبار پرداخت شده است (مندوزا و ترونز، ۲۰۰۸).^۸

۱. برای مثال آرداما، کاسلی و لین (۲۰۰۷)؛ کودوگمو، فاورو و میزال (۲۰۰۳)؛ لایچ (۲۰۰۹) و روبین، اوزاگ و سینای (۲۰۰۴) را ببینید.
2. IMF 2018a; Kumar and Woo 2010
۳. برای دسترسی به مباحث عمیق‌تر در این خصوص، مطالعه اورباچ، گیل و کراپکین (۲۰۱۹)؛ کروس و همکاران (۲۰۱۸)؛ گیل و اورزاگ (۲۰۰۳)؛ هانگ، پاگانو و پانیتزا (۲۰۱۷) و پانیتزا، هانگ و وارگس (۲۰۱۸). از مطالعات قدیمی‌تر در مورد اثر افزایش بدهی بر سرمایه‌گذاری می‌توان به پژوهش کروگمن (۱۹۹۸) و کوهن (۱۹۹۳) اشاره کرد.
4. Panizza and Presbitero 2014
۵. یکی از رایج‌ترین کاربردهای «قانون طلایی» این است که میزان استقراض باید با سطحی از سرمایه‌گذاری که رشد اقتصادی را افزایش می‌دهد مطابقت داشته باشد.
6. Greenlaw et al. 2013
7. Missale
8. Mendoza and Terrones 2008

نماگرهای هشداردهنده اولیه: دسته دیگری از مطالعات، بدهی‌های دولتی یا خصوصی، به‌ویژه بدهی‌های خارجی را به عنوان نماگرهای هشداردهنده اولیه بحران مالی شناسایی کرده‌اند. آستانه‌های حساس بدهی دولتی متناسب با درآمدها یا میزان صادرات دولت تعریف می‌شود (کرای و نهرو، ۲۰۰۶؛ مانتیس و روبین، ۲۰۰۹).^۱ این مطالعات نشان می‌دهد سطوح مطمئن بدهی‌های خارجی در اقتصادهای در حال توسعه، سطحی پایینی از این نوع بدهی است و ارتباط تنگاتنگی با سابقه مدیریت اقتصاد کلان هر کشور دارد (راینهارت، راگاف و ساواستانو، ۲۰۰۳).^۲ همچنین، همبستگی میان بدهی خصوصی و یا انباشت بدهی خصوصی - نسبت میزان اعتبار اعطایی به بخش خصوصی بر تولید ناخالص داخلی یا درصد تغییر این نسبت‌ها در طول زمان - به عنوان نماگرهای هشداردهنده اولیه شناسایی شده‌اند.^۴

آثار رشد بلندمدت: دسته دیگری از مطالعات، سطحی از بدهی را که میزان بالاتر آن به سرمایه‌گذاری و رشد بلندمدت تولید آسیب می‌زند را برآورد کرده‌اند. یافته‌های یک مطالعه حاکی از آن است چنانچه بدهی دولتی بالاتر از ۹۰ درصد تولید ناخالص داخلی باشد، رشد اقتصادی هم در اقتصادهای پیشرفته و هم در اقتصادهای در حال توسعه، به سمت پایین میل می‌کند (راینهارت و راگاف، ۲۰۱۰) در حالی که در مطالعه دیگری که برای ۱۸ کشور عضو سازمان همکاری و توسعه اقتصادی انجام شده، این آستانه ۸۵ درصد تولید ناخالص داخلی بوده است (سپتی، موهانتی و زامپولی، ۲۰۱۱).^۵ در خصوص رشد کوتاه‌مدت، آستانه‌های پایین‌تری، حدود ۶۷ درصد تولید ناخالص داخلی برای اقتصادهای پیشرفته برآورد شده است (باوم، چچریتا وستفال و راتر، ۲۰۱۳).^۶ با وجود این برخی مطالعات نیز یک آستانه مشخص را میان رشد و بدهی شناسایی نکرده‌اند (چادیک و همکاران ۲۰۱۷، پانیتزا و پرسبیترو، ۲۰۱۴، پسکاتوری، ساندری و سایمون، ۲۰۱۴).^۷

در اقتصادهای در حال توسعه، تأثیر بدهی خارجی بر رشد سرانه در سطوح بدهی بالاتر از ۳۵-۴۰ درصد تولید ناخالص داخلی، منفی برآورد شده است (پاتیلو، پوارسون و ریچی، ۲۰۰۲).^۸ این آستانه در کشورهای کم‌درآمد حتی کمتر از ۲۰-۲۵ درصد تولید ناخالص داخلی نشان داده شده است (کلمنتس، بهاتاچاریا و نگوین، ۲۰۰۳).^۹

1. Kraay and Nehru 2006 and Mantises and Roubin 2009

2. Reinhart, Rogoff, and Savastano

۳. مطالعه دیگری انگیزه‌های دریافت‌کنندگان تسهیلات را برای تأیید یا رد تجدید ساختار بدهی‌ها بررسی می‌کند («مشکل توقف»، فنگ، شوماخر و تربش ۲۰۱۹).

۴. برای آشنایی بیشتر در مورد این دسته از مطالعات به پژوهش‌های کوزه و ترونز (۲۰۰۹ و ۲۰۱۲)، دلاریسا و همکاران (۲۰۱۶)، ایچنگرین و آرتنا (۲۰۰۲)؛ گورینچاس و آبستفلد (۲۰۱۲)؛ رودریک و ولاسکو (۲۰۰۰) و شولاریک و تیلور (۲۰۱۲) مراجعه کنید.

5. Cecchetti, Mohanty, and Zampolli 2011

6. Baum, Checherita-Westphal, and Rother 2013

7. Chudik et al. 2017; Panizza and Presbitero 2014; Pescatori, Sandri, and Simon 2014

8. Poirson, and Ricci 2002

9. Clements, Bhattacharya, and Nguyen 2003

در بخش خصوصی، بالا بودن نسبت بدهی به دارایی^۱ بنگاه‌ها منجر به سرمایه‌گذاری ناچیز در این بخش می‌شود، زیرا مزایای سرمایه‌گذاری مولد برای سرمایه‌گذار به دلیل تعهداتی که بنگاه به طلبکاران دارد، تعدیل خواهد شد.^۲ با وجود آنکه، برخی از این مطالعات ارتباط منفی میان دو، نسبت بدهی به دارایی و سرمایه‌گذاری برای سطوح بالاتر بدهی را نشان داده‌اند، هیچ‌کدام از آن‌ها آستانه معینی از نسبت بدهی به دارایی را که بالاتر از آن سرمایه‌گذاری را کاهش دهد برآورد نکرده‌اند (کیم و ژانگ، ۲۰۱۹).

سطح بهینه دست نیافتنی بدهی:^۳ به طور خلاصه، شواهد تجربی حاکی از آن است که سطح بهینه بدهی به طیف گسترده‌ای از بده-بستان‌ها و مشخصات استقراض‌کننده وابسته است (اوستری، گوش و اسپینوزا، ۲۰۱۵)^۴ و تا حدی منعکس‌کننده یک چالش نظری گسترده‌تر در ادبیات بدهی است. یکی از دیدگاه‌های پایه‌ای این است که افزایش بدهی دولت در کوتاه‌مدت به افزایش تولید حقیقی منجر می‌شود، اما در بلندمدت آن را کاهش می‌دهد (المندورف و منکیو، ۱۹۹۹).^۵ انبساط مالی از محل ایجاد بدهی می‌تواند در کوتاه‌مدت رکود اقتصادی را تعدیل کرده و نوسانات کلان اقتصادی را نیز کاهش دهد. همچنین، استقراض در بلندمدت نیز می‌تواند مفید واقع شود، چنانچه صرف تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌هایی با نرخ بازده بالاتر از هزینه‌های بدهی گردد. با این حال، انباشت بدهی می‌تواند به چالش‌های پایداری، افزایش آسیب‌پذیری در مقابل بحران‌ها، کاهش میزان و اثربخشی انبساط مالی و فشار روی سرمایه‌گذاری و رشد شود.

1. leverage

۲. برای مطالعه جزئیات این استدلال‌ها به بورنسزتین و یی (۲۰۱۸)؛ چن و لو (۲۰۱۶)؛ داس و تولین (۲۰۱۷)؛ صندوق بین‌المللی پول (۲۰۱۸)؛ کالملی-اوزکان، لاون و مورنو (۲۰۱۸) و ماگود و سوسا (۲۰۱۵) مراجعه کنید.

3. The elusive optimal level of debt

4. Ostry, Ghosh, and Espinoza 2015

5. Elmendorf and Mankiw 1999

۲- تأمین مالی از طریق اوراق بدهی در ایران

سیر انتشار اوراق مالی در ایران حاکی از آن است که برای اولین بار در سال ۱۳۲۰ دولت وقت به منظور تأمین بخشی از بودجه خود به وزارت دارایی مجوز انتشار چهارصد (۴۰۰) میلیون ریال اسناد خزانه با سرسیدهای چهار ماهه را داده است.^۱ این مصوبه در فروردین سال ۱۳۲۱ با تصویب قانون اجازه انتشار هفتصد (۷۰۰) میلیون ریال اسکناس اضافی ملغی شد. مجدداً در ادامه در پی مطالبات بانک ملی، در شهریور ۱۳۲۲ به وزارت دارایی اجازه انتشار پانصد (۵۰۰) میلیون ریال اسناد خزانه صادر گردید. در سال ۱۳۳۰ نیز در پی ملی شدن صنعت نفت و تحریم نفتی ایران، درآمدها کاهش یافته بود. در دی ماه سال یاد شده ماده واحده‌ای تحت عنوان قانون اجازه انتشار دو (۲) میلیارد ریال برگ‌های وام یکصد (۱۰۰) ریال به دولت به تصویب رسید. بر اساس آن بایستی اوراق قرضه ملی دو (۲) ساله به سود شش (۶) درصد انتشار می‌یافت.

در دهه سی (۳۰) شمسی اوراق مالی در اقتصاد ایران مجوز انتشار پیدا نکرد. عموماً تأمین منابع از طریق سیستم بانکی صورت می‌پذیرفت. در دهه چهل (۴۰) شمسی با توجه به شرایط اقتصادی و گسترش دولت و همین‌طور بخش خصوصی، دیگر شیوه‌های تأمین مالی در دستور کار قرار گرفت. به گونه‌ای که در سال ۱۳۴۱ هیئت وزیران به وزارت دارایی مجوز انتشار اوراق مالی به نام اسناد خزانه داد. در نهایت در سال ۱۳۴۳ قانون انتشار اسناد خزانه به تصویب رسید. بر اساس آن به وزارت دارایی اجازه داده شد که با تصویب هیئت وزیران تا مبلغ ده (۱۰) میلیارد ریال اسناد خزانه منتشر کند. از جمله ویژگی و امتیازات این اسناد شامل عدم مشمول مرور زمان بهاء و بهره آن، معافیت بهره اسناد خزانه از پرداخت مالیات، موظف بودن کلیه ادارات دولتی به منظور پذیرش اسناد نامبرده در مقابل پرداخت‌های مالیاتی و پذیرش به عنوان وجه تضمین در سازمان‌های دولتی و ادارات بود.

در سال ۱۳۴۶ به منظور تأمین اعتبار لازم برای تقویت بنیه دفاعی و اجرای برنامه‌های عمرانی کشور در تبصره (۳۳) قانون بودجه همان سال، به وزارت دارایی مجوز انتشار اوراق قرضه تا ده (۱۰) میلیارد ریال داده شد که سقف تأمین قسمتی از هزینه‌های وزارت جنگ تا میزان سه میلیارد ریال تعیین شده بود. علاوه بر تبصره یاد شده در سال ۱۳۴۶ به استناد قانون انتشار اوراق قرضه بانک کشاورزی مجوز انتشار اوراق قرضه به میزان حداکثر سه (۳) میلیارد ریال داده شد. بر اساس ماده واحده فوق‌الذکر مجوز انتشار اوراق به دو صورت سه ساله (۳) با بهره شش و نیم (۶٫۵) درصد و پنج (۵) ساله با بهره هفت (۷) درصد بوده است. در ادامه برای تأمین اعتبار قسمتی از هزینه‌های وزارت جنگ تبصره (۵) قانون بودجه سال ۱۳۴۷ نیز به این موضوع اختصاص پیدا کرد و بر اساس آن سقف اوراق قرضه دفاعی موضوع تبصره (۳۳) قانون بودجه سال ۱۳۴۶ کل کشور که

۱. اصلاحیه قانون بودجه سال ۱۳۲۰ (مصوب آبان ۱۳۲۰). ذکر این نکته ضروری است، مطالب مربوط به سیر انتشار اوراق مالی در ایران در بخش حاضر برگرفته از مطالعه، حسنی و همکاران، ۱۳۹۸ (بررسی اهداف و عملکرد انتشار اوراق مالی در قوانین بودجه سنواتی و چالش‌های پیش‌روی آن، انتشار اوراق مالی؛ یک فرصت یا یک تهدید) است.

می‌بایست در سال ۱۳۴۷ انتشار می‌یافت با اصلاحیه آن تا سقف بیست (۲۰) میلیارد ریال در نظر گرفته شد. در سال ۱۳۴۸ تأمین بخشی از هزینه‌های تقویت بنیه دفاعی از محل اوراق قرضه برآورد گردید. در سال ۱۳۴۸ به منظور ساماندهی و ارائه یک چارچوب مشخص، قانون انتشار اسناد خزانه و اوراق قرضه تصویب شد. پس از تصویب قانون یاد شده در حوزه شهرداری و نوسازی، بانکی و کشاورزی تأمین مالی از محل اوراق مالی تا سال ۱۳۵۸ صورت پذیرفت. بعد از انقلاب اسلامی نیز بر مبنای مصوبه شورای انقلاب دولت اجازه انتشار سیصد و پنجاه (۳۵۰) میلیارد ریال اوراق قرضه بدون جایزه بابت بدهی خود به بانک مرکزی را دریافت نمود. این مجوز به عنوان آخرین مجوز انتشار اوراق قرضه برای دولت محسوب می‌شود؛ زیرا بعد از انقلاب اسلامی و تصویب قانون عملیات بانکی بدون ربا در شهریور ۱۳۶۲، علاوه بر عملیات بانکداری غیرمتعارف، بهره‌گیری از سایر ابزارهایی که ربوی شناخته می‌شد نیز ممنوع و بدین ترتیب پرونده استقراض عمومی از طریق انتشار اوراق قرضه بسته شد.^۱

پس از ممنوعیت انتشار اوراق قرضه محدودیت‌هایی در سیاست‌های پولی و مالی کشور ایجاد گردید و در سیاست‌گذاری‌های کلان نیز موضوع انتشار اوراق نادیده گرفته شد. به عنوان نمونه می‌توان به برنامه اول توسعه اشاره داشت که ردپایی از اوراق مالی در آن دیده نمی‌شود. در سیاست‌های کلی برنامه علاوه بر تقویت پول ملی، کاهش رشد نقدینگی، کنترل تورم از محل کاهش کسری بودجه مورد تأکید قرار گرفته است. همچنین، تأمین کسری بودجه از محل انتشار اوراق مالی به عنوان راه‌حل مورد توجه قرار داده نشده است. اما در سال آخر برنامه یاد شده برای اولین بار به منظور نوسازی بافت‌های فرسوده و اجرای پروژه بزرگراه نواب، شهرداری تهران اقدام به انتشار اوراق مشارکت با نرخ سود علی‌الحساب بیست (۲۰) درصد نمود. با عنایت به ضرورت استفاده از ابزار اوراق مالی برای اجرای طرح‌های عمرانی و تأمین کسری بودجه سنواتی، در برنامه دوم توسعه بر اهمیت انتشار اوراق مشارکت و سرمایه‌گذاری به عنوان یکی از روش‌های کارآمد سیاست‌های پولی و مالی اشاره شد. به عنوان مثال می‌توان به تبصره (۸۵) قانون یاد شده اشاره داشت. در ادامه در قوانین سنواتی بودجه‌های سال‌های ۱۳۷۴ و ۱۳۷۵ نیز این مهم مورد توجه واقع شد تا در نهایت در سال ۱۳۷۶ قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت به تصویب مجلس شورای اسلامی رسید. با این حال تا سال ۱۳۸۹، تنها ابزار مورد استفاده در بازار بدهی، اوراق مشارکت بود. سهم اوراق بدهی از بازار بدهی شاخص مهمی است، این عدد که در دهه ۶۰ و ۷۰ به صفر رسید؛ اما از اواسط دهه ۸۰ و در اواخر این دهه به هفت (۷) درصد رسید و مجدداً با نوساناتی همراه شد. در دهه نود (۹۰) با توجه به نوسانات قیمت نفت و تحریم‌های بین‌المللی و سایر شرایط حاکم بر اقتصاد ایران، انتشار اوراق مالی و تأمین منابع از این محل بیش از پیش مورد توجه واقع شد.

۱. برای آشنایی بیشتر به موسویان و کریمی، ۱۳۸۸ رجوع شود.

۲-۱- اوراق بدهی در قوانین بودجه‌های سنواتی

آخرین اصلاح قانون محاسبات عمومی^۱ بودجه کل کشور را برنامه مالی دولت تعریف می‌کند که برای یک سال مالی تهیه و حاوی پیش‌بینی درآمدها و سایر منابع تأمین اعتبار و برآورد هزینه‌ها برای انجام عملیاتی جهت تحقق سیاست‌ها و اهداف قانونی بوده و از سه قسمت به شرح زیر تشکیل می‌شود:

۱- بودجه عمومی دولت

الف) پیش‌بینی دریافت‌ها و منابع تأمین اعتبار که به‌طور مستقیم و یا غیرمستقیم در سال مالی قانون بودجه به‌وسیله دستگاه‌ها از طریق حساب‌های خزانه‌داری کل اخذ می‌شود.

ب) پیش‌بینی پرداخت‌هایی که از محل درآمدهای عمومی و یا اختصاصی برای اعتبارات جاری عمرانی و اختصاصی دستگاه‌های اجرایی می‌تواند در سال مالی مربوط انجام گردد.

۲- بودجه شرکت‌های دولتی و بانک‌ها شامل پیش‌بینی درآمدها و سایر منابع تأمین اعتبار می‌شود.

۳- بودجه مؤسساتی که تحت عنوانی غیر از عناوین فوق در بودجه کل کشور منظور می‌گردد.

در تازه‌ترین تعریف از بودجه و بودجه‌ریزی بخش عمومی: «بودجه و بودجه‌ریزی، انتخاب‌هایی بین گزینه‌های ممکن است که با استفاده از اصول و قواعد معین به عمل می‌آید». این تعریف متضمن بسیاری از ویژگی‌های بودجه و بودجه‌ریزی است که هم به بخش درآمدها و هم بخش هزینه‌ها قابل تعمیم به نظر می‌رسد. زیرا در هر فرایند انتخاب، محدودیت‌ها و امکانات منابع در برابر الزام به تبعیت از اصول و قواعد معین در مصارف، فعالیت‌های بودجه‌ای هر کشور را به ساختاری ویژه مبدل می‌سازد (کاکائی و همکاران، ۱۳۹۹).

منابع بودجه کل کشور، شامل «منابع بودجه عمومی دولت» و «منابع بودجه شرکت‌های دولتی، مؤسسات انتفاعی وابسته به دولت و بانک‌ها» می‌باشد. منابع بودجه عمومی دولت دربرگیرنده «درآمدهای عمومی»، «واگذاری دارایی‌های سرمایه‌ای»، «واگذاری دارایی‌های مالی» و «درآمدهای اختصاصی دولت» است. منابع بودجه شرکت‌های دولتی، مؤسسات انتفاعی وابسته به دولت و بانک‌ها نیز شامل درآمدها و سایر منابع تأمین اعتبار می‌باشد.^۲

یکی از منابع مهم درآمدهای عمومی دولت، واگذاری دارایی‌های مالی است. منظور از این مهم، منابع حاصل از فروش و واگذاری انواع اوراق مالی اسلامی، استفاده از تسهیلات خارجی، استفاده از موجودی حساب ذخیره ارزی^۳ و صندوق توسعه ملی، دریافت وام‌ها، واگذاری شرکت‌های دولتی، برگشتی سال‌های قبل و منابع حاصل از سایر واگذاری‌ها است. جدول (۱) ارقام مصوب واگذاری دارایی‌های مالی و اجزای آن را در قوانین بودجه‌های

۱. مصوب ۱۳۶۶.

۲. منظور از درآمد، منابع دریافتی حاصل از فروش کالا و خدمات و سایر منابع تأمین اعتبار نیز اشاره به وام‌های داخلی و خارجی، تسهیلات بانکی، پذیره‌نویسی، حق انشعاب، ودیعه مشترکان، انتشار اوراق مالی و غیره دارد.

۳. این بند برای بعضی از سال‌ها ممکن است موضوعیت نداشته باشد و از این محل تأمین مالی صورت نگیرد؛ از این‌رو، جلو این بند عدد صفر درج می‌شود.

سنواتی دوره ۱۳۹۶-۱۴۰۰ و عملکرد آن را نشان می‌دهد. قابل ذکر است، منابع تحقق یافته به جز سال ۱۳۹۷ همواره از رقم مصوب بیشتر بوده است. به عنوان نمونه، در سال ۱۳۹۸ بیش از سه برابر رقم مصوب، از محل واگذاری دارایی‌های مالی تأمین مالی انجام گرفت. ذکر این نکته ضروری به نظر می‌رسد که عملکرد مازاد بر رقم مصوب به دلیل فروش بیشتر اوراق بدهی و استفاده از منابع صندوق توسعه ملی بوده که مجوزهای قانونی لازم برای این مهم نیز طول سال اخذ شده است.^۱

جدول ۱: ارقام مصوب واگذاری دارایی‌های مالی طی دوره ۱۳۹۶-۱۴۰۰ به تفکیک اجزاء و عملکرد آن / میلیارد ریال

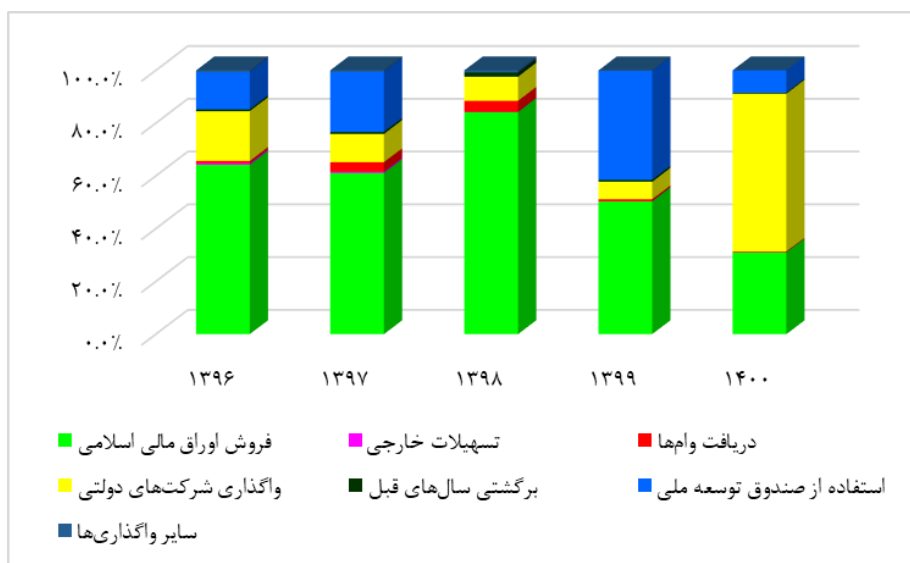
شرح	۱۳۹۶	۱۳۹۷	۱۳۹۸	۱۳۹۹	۱۴۰۰
فروش اوراق مالی اسلامی	۳۴۵،۰۰۰	۳۸۵،۰۰۰	۴۳۰،۰۰۰	۸۸۰،۰۰۰	۱،۳۲۵،۰۰۰
تسهیلات خارجی	۳،۵۵۰	۳،۵۵۰	۵۰۰	۵۰۰	۵۰۰
دریافت وام‌ها	۳،۹۷۰	۲۲،۴۱۴	۲۱،۳۲۹	۱۳،۰۷۳	۱۲،۲۴۳
واگذاری شرکت‌های دولتی	۱۰۱،۵۰۰	۶۷،۵۰۰	۴۶،۷۵۰	۱۱۵،۸۷۱	۲،۵۵۹،۰۰۰
برگشتی سال‌های قبل	۳،۶۲۴	۴،۶۸۶	۸،۱۷۱	۱۲،۵۰۰	۱۶،۰۰۷
استفاده از صندوق توسعه ملی	۷۵،۹۰۰	۱۴۳،۷۵۰	-	۷۲۱،۳۰۶	۳۶۲،۰۰۰
سایر واگذاری‌ها	۳،۵۰۰	۳،۵۰۰	۴،۰۰۰	۴،۰۰۰	-
جمع / مصوب	۵۳۷،۰۴۴	۶۳۰،۴۰۰	۵۱۰،۷۵۰	۱،۷۴۷،۲۵۰	۴،۲۷۴،۷۵۰
عملکرد	۶۰۱،۳۶۸	۵۷۷،۵۵۷	۱،۶۹۸،۴۹۲	۲،۶۵۴،۶۱۰	م، ن
شکاف عملکرد	۶۴،۳۲۴) ^۲	۵۲،۸۴۳	(۱،۱۸۷،۷۴۲)	(۹۰۷،۳۶۰)	-
درصد تحقق	۱۱۲	۹۱،۶	۳۳۲،۵	۱۵۱،۹	-

مأخذ: قوانین بودجه‌های سنواتی ۱۳۹۶-۱۴۰۰ کل کشور، گزارش تفریغ بودجه سال ۱۳۹۹ و گزارش عملکرد برنامه‌های پنجم و ششم توسعه، سازمان برنامه و بودجه کشور

نمودار (۱۷) سهم اجزای واگذاری دارایی‌های مالی طی دوره ۱۳۹۶-۱۴۰۰ را نشان می‌دهد. همان‌طور که ملاحظه می‌شود منابع حاصل از فروش اوراق مالی اسلامی، صندوق توسعه ملی و واگذاری شرکت‌های دولتی طی دوره یاد شده قابل توجه است.

۱. کسب اجازه از مقام معظم رهبری و یا مصوبه شورای عالی هماهنگی اقتصادی سران قوا. به عنوان مثال، در مردادماه ۱۳۹۸، به نقل از خبرگزاری‌های فارس و خبرآنلاین، شورای عالی هماهنگی اقتصادی سران قوا، برداشت ۴۵ هزار میلیارد تومان از حساب مخصوص نزد صندوق توسعه ملی به منظور جبران بخشی از کسری بودجه دولت را مصوب نمودند. لازم به ذکر است، منظور از حساب مخصوص، مصوبه شورای عالی هماهنگی اقتصادی مورخ ۱۳۹۷/۰۴/۲۶ موضوع ذخیره‌سازی (۱۲) واحد درصد از سهم (۳۲) درصدی منابع ارزی صندوق توسعه ملی برای نیازهای ضروری کشور است.

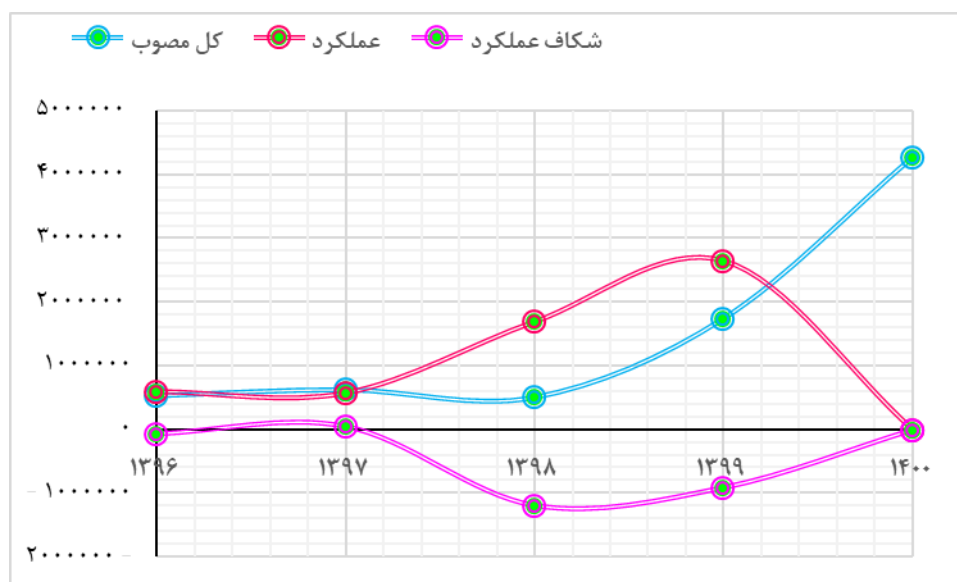
۲. اعداد داخل پرانتز به منزله منفی بودن ارقام است. همچنین، منفی بودن شکاف عملکرد نشان‌دهنده بیشتر بودن عملکرد از رقم مصوب در قوانین بودجه است.



نمودار ۱۷: واگذاری دارایی‌های مالی به تفکیک اجزای طی دوره ۱۳۹۶-۱۴۰۰ درصد

مأخذ: قوانین بودجه‌های سنواتی ۱۳۹۳-۱۴۰۰ کل کشور

نمودار (۱۸) شکاف عملکرد (تفاوت میان ارقام مصوب و عملکرد) واگذاری دارایی‌های مالی را نشان می‌دهد. شایان توجه است عملکرد سال ۱۴۰۰ گزارش نشده، از این‌رو، شکاف عملکرد در این سال صفر گزارش شده است.



نمودار ۱۸: واگذاری دارایی‌های مالی به تفکیک عملکرد، مصوب و تفاوت آن دو

مأخذ: قوانین بودجه‌های سنواتی ۱۳۹۳-۱۴۰۰ کل کشور، گزارش تفریغ بودجه سال ۱۳۹۹ و گزارش عملکرد برنامه‌های پنجم و ششم توسعه، سازمان برنامه و بودجه کشور

در جدول (۲) اوراق بدهی انتشار یافته طی دوره ۱۳۹۶-۱۴۰۰ به تفکیک نوع، نقدی یا تحویل به بدهکار (غیرنقدی) و نسبت این اوراق به منابع عمومی دولت ارائه شده است. همان‌طور که ملاحظه می‌شود، در سال ۱۳۹۹ منابع حاصل از انتشار اوراق بدهی سی و پنج (۳۵) درصد منابع عمومی دولت را شامل می‌شود؛ که حدود شصت و پنج (۶۵) درصد آن نیز نقدی بوده است. در حالی که در دیگر سال‌های مورد بررسی، به طور متوسط بیش از پنجاه (۵۰) درصد اوراق انتشار یافته در راستای پرداخت به بدهکاران (غیرنقدی) بوده است.^۱

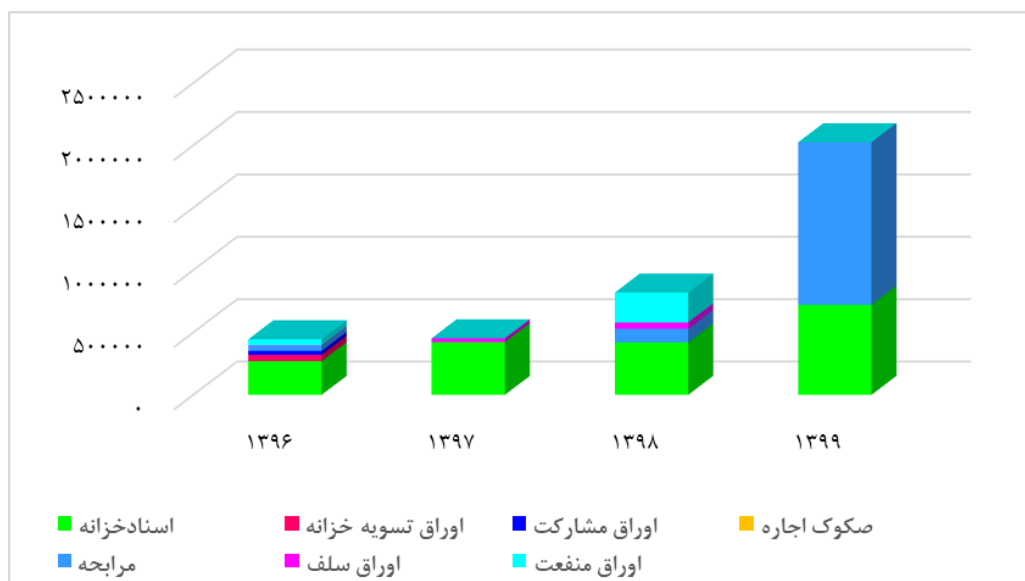
جدول ۲: اوراق بدهی انتشار یافته طی دوره ۱۳۹۶-۱۴۰۰ به تفکیک نوع، نقدی و غیر نقدی/میلیارد ریال/درصد

شرح / سال	۱۳۹۶	۱۳۹۷	۱۳۹۸	۱۳۹۹
اسناد خزانه	۲۷۰،۶۲۰	۴۲۲،۸۴۰	۴۲۰،۰۰۰	۷۲۲،۰۰۰
اوراق تسویه خزانه	۵۰،۰۰۰	-	-	-
اوراق مشارکت	۳۲،۰۰۰	-	-	-
مراجعه	۳۷،۳۸۰	-	۱۱۰،۰۰۰	۱،۳۰۲،۶۵۹
اوراق سلف	۵،۰۰۰	۳۰،۰۰۰	۵۰،۰۰۰	-
اوراق منفعت	۵۰،۰۰۰	-	۲۴۰،۰۰۰	-
جمع	۴۴۵،۰۰۰	۴۵۲،۸۴۰	۸۲۰،۰۰۰	۲،۰۲۴،۶۵۹
نسبت اوراق مالی به منابع عمومی دولت	۱۴	۱۳	۱۹	۳۵
نقدی	۱۰۴،۳۸۰	۳۰،۰۰۰	۴۰۰،۰۰۰	۱،۳۰۲،۶۵۹
غیرنقدی (تحویل به بدهکار)	۳۴۰،۶۲۰	۴۲۲،۸۴۰	۴۲۰،۰۰۰	۷۲۲،۰۰۰

مأخذ: گرمایی، ۱۴۰۰

نمودار (۱۹) اوراق بدهی انتشار یافته طی دوره ۱۳۹۶ تا ۱۳۹۹ به تفکیک انواع آن را نشان می‌دهد. اسناد خزانه هر ساله انتشار یافته، اما اوراق مراجعه در سال‌های ۱۳۹۸ به این‌سو اهمیت بیشتری یافته است. اوراق سلف و منفعت نیز در سال‌های گذشته انتشار می‌یافت، اما در سال ۱۳۹۹، منابع حاصل شده از محل انتشار اوراق اسناد خزانه و مراجعه بوده است.

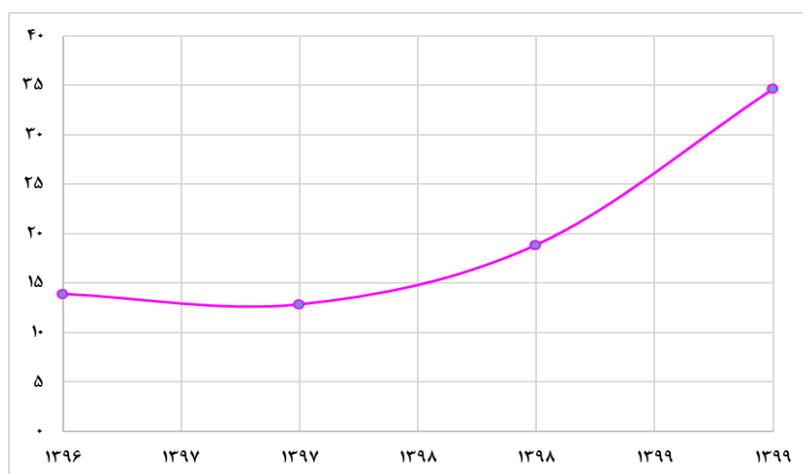
۱. اوراق بهادار دولتی از منظر نوع انتشار به دو دسته نقدی و غیرنقدی (تحویل به طلبکار) تقسیم‌بندی می‌شوند. اوراق غیرنقدی در قبال بدهی‌های دولت به پیمانکاران یا طلبکاران طرف حساب دولت واگذار می‌شود. بدیهی است این‌گونه اوراق منجر به جریان نقدی در خزانه نخواهد شد. اسناد خزانه اسلامی از متداول‌ترین اوراق غیرنقدی دولت می‌باشد. اوراق نقدی اوراقی است که به منظور تأمین مالی نقدی و به طور مستقیم به خریداران اوراق واگذار و منابع نقد ناشی از انتشار به خزانه‌داری کل کشور واریز می‌شود.



نمودار ۱۹: انتشار اوراق بدهی به تفکیک نوع طی دوره ۱۳۹۶-۱۴۰۰ / میلیارد ریال

مأخذ: گرمایی ابوالفضل، ۱۴۰۰

نمودار (۲۰) نسبت اوراق بدهی انتشار یافته به منابع عمومی دولت طی دوره ۱۳۶۹-۱۴۰۰ را نشان می‌دهد. همان‌طور که ملاحظه می‌شود سیر این نمودار، به‌جز سال ۱۳۹۷ صعودی بوده و در سال ۱۳۹۹ به بالاترین میزان طی دوره مورد بررسی رسیده است.



نمودار ۲۰: نسبت اوراق بدهی انتشار یافته به منابع عمومی بودجه طی دوره ۱۳۹۶-۱۴۰۰ درصد

مأخذ: یافته‌های پژوهش

در جدول (۳) میزان انتشار اوراق بدهی پیش‌بینی شده در قوانین بودجه‌های سنواتی طی ۵ سال گذشته، به تفکیک نوع و مصارفی که بعضاً برای آن در نظر گرفته شده ارائه گردیده است. همان‌طور که ملاحظه می‌شود، در برخی از سال‌ها، برای مصارف خاص نیز انتشار اوراق بدهی پیش‌بینی شده است. به عنوان مثال، در سال

۱۴۰۰ علاوه بر تأمین بخشی از منابع عمومی، به طور مشخص برای «تکمیل فضاهای آموزش و پرورش»، «خرید ابزارآلات آتش‌نشانی»، «بهسازی روستاها» و «تقویت بنیه دفاعی و اجرای طرح‌های تحقیقات راهبردی» نیز تأمین مالی از محل انتشار اوراق بدهی پیش‌بینی شده است.

جدول ۳: انتشار اوراق بدهی بر اساس قوانین بودجه‌های سنواتی طی دوره ۱۳۹۶-۱۴۰۰/میلیارد ریال

شرح	۱۳۹۶	۱۳۹۷	۱۳۹۸	۱۳۹۹	۱۴۰۰
انتشار اوراق مالی اسلامی	۲۰۰،۰۰۰	۲۶۰،۰۰۰	۲۹۰،۰۰۰	۵۵۰،۰۰۰	۶۵۵،۰۰۰
اسناد خزانه اسلامی	۹۵،۰۰۰	۹۵،۰۰۰	۱۳۰،۰۰۰	۲۰۰،۰۰۰	۵۰۰،۰۰۰
فروش اوراق بهادار برای بازپرداخت اصل و سود اوراق سررسید شده	-	-	-	۱۰۰،۰۰۰	۱۰۰،۰۰۰
دریافت مطالبات قطعی دولت از اشخاص حقیقی و حقوقی تعاونی خصوصی (اوراق تسویه خزانه)	۵۰،۰۰۰	۲۰،۰۰۰	-	-	-
انتشار اوراق مالی اسلامی جهت تکمیل فضاهای آموزش و پرورش	-	۱۰،۰۰۰	۱۰،۰۰۰	۲۰،۰۰۰	۲۰،۰۰۰
انتشار اوراق مالی اسلامی برای خرید ابزارآلات آتش‌نشانی	-	-	-	۱۰،۰۰۰	۱۰،۰۰۰
انتشار، فروش و واگذاری اسناد خزانه جهت بهسازی روستاها	-	-	-	-	۲۰،۰۰۰
انتشار اوراق مالی اسلامی برای تقویت بنیه دفاعی و اجرای طرح‌های تحقیقات راهبردی	-	-	-	-	۲۰،۰۰۰
جمع	۳۴۵،۰۰۰	۳۸۵،۰۰۰	۴۲۰،۰۰۰	۸۸۰،۰۰۰	۱،۳۲۵،۰۰۰

مأخذ: قوانین بودجه‌های سنواتی ۱۳۹۶-۱۴۰۰ کل کشور

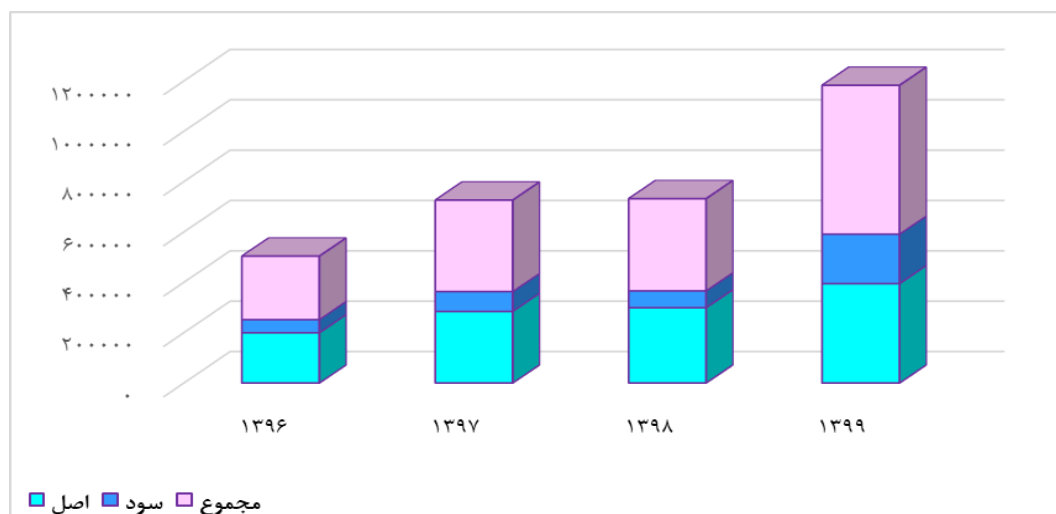
جدول (۴) عملکرد تسویه اوراق مالی انتشار یافته طی دوره ۱۳۹۶-۱۳۹۹ را نشان می‌دهد. همان‌طور که ملاحظه می‌شود، در سال ۱۳۹۹ بالاترین میزان بازپرداخت تعهدات انجام شده است، سهم پرداخت اصل و سود تعهدات در سال یاد شده به ترتیب حدود شصت و پنج (۶۵) و سی و پنج (۳۵) درصد است.

جدول ۴: عملکرد تسویه اوراق مالی طی دوره ۱۳۹۶-۱۳۹۹/میلیارد ریال

شرح / سال	۱۳۹۶	۱۳۹۷	۱۳۹۸	۱۳۹۹
اصل	۱۹۹،۵۹۱	۲۸۴،۴۳۲	۲۹۸،۹۴۱	۳۹۴،۷۲۲
سود	۵۲،۳۲۰	۷۸،۷۸۸	۶۷،۲۰۰	۱۹۶،۵۶۰
مجموع	۲۵۱،۹۱۱	۳۶۳،۲۲۰	۳۶۶،۱۴۱	۵۹۱،۲۸۲

مأخذ: سازمان برنامه و بودجه کشور، معاونت اقتصادی و هماهنگی برنامه و بودجه

در نمودار (۲۱) عملکرد تسویه تعهدات دولت از محل اوراق مالی طی دوره ۱۳۹۶-۱۴۰۰ نشان داده شده است.



نمودار ۲۱: عملکرد تسویه اوراق مالی طی دوره ۱۳۹۹-۱۳۹۶ / میلیارد ریال

مأخذ: سازمان برنامه و بودجه کشور

۲-۲- اوراق بدهی در لایحه بودجه ۱۴۰۱ کل کشور

در جدول (۵) منابع پیش‌بینی شده از محل واگذاری دارایی‌های مالی در لایحه بودجه ۱۴۰۱ کل کشور به تفکیک اجزاء ارائه شده است. به طور کلی حدود بیست و دو (۲۲) درصد منابع عمومی دولت^۱ از محل واگذاری دارایی‌های مالی پیش‌بینی شده است. این در حالی است که این مهم در لایحه بودجه ۱۴۰۱ نسبت به قانون بودجه سال ۱۴۰۰ حدود سی (۳۰) درصد کاهش یافته است. بررسی اجزاء واگذاری دارایی‌های مالی نشان می‌دهد، استفاده از منابع صندوق توسعه ملی (۴۵,۹۲ درصد)، فروش اوراق بدهی (۲۹,۴۲ درصد) و واگذاری شرکت‌های دولتی (۲۳,۷۳ درصد) به ترتیب بیشترین سهم را شامل می‌شوند. به بیان دیگر، حدود نود و نه (۹۹) درصد منابع این بند را در بر می‌گیرند.

جدول ۵: واگذاری دارایی‌های مالی در قانون بودجه ۱۴۰۰ و لایحه بودجه ۱۴۰۱ کل کشور / میلیارد ریال / درصد

شرح	قانون بودجه ۱۴۰۰	لایحه ۱۴۰۱	تغییرات	سهم
فروش اوراق مالی اسلامی	۱,۳۲۵,۰۰۰	۸۸۰,۰۰۰	(۳۳,۵۸)	۲۹,۴۲
تسهیلات خارجی	۵۰۰	۵۰۰	-	۰,۰۲
دریافت وام‌ها	۱۲,۲۴۳	۱۵,۶۱۵	۲۷,۵۵	۰,۵۲
واگذاری شرکت‌های دولتی	۲,۵۵۹,۰۰۰	۷۱۰,۰۰۰	(۷۲,۲۵)	۲۳,۷۳
برگشتی سال‌های قبل	۱۶,۰۰۷	۱۰,۷۸۵	(۳۲,۶۲)	۰,۳۶
استفاده از صندوق توسعه ملی	۳۶۲,۰۰۰	۱,۳۷۳,۵۶۰	۲۷۹,۴۴	۴۵,۹۲
سایر واگذاری‌ها	-	۱۰,۰۰۰	-	۰,۰۳
جمع	۴,۲۷۴,۷۵۰	۲,۹۹۱,۴۶۰	(۳۰,۰۲)	-

مأخذ: قانون بودجه ۱۴۰۰ و لایحه بودجه ۱۴۰۱ کل کشور

۱. حدود بیست (۲۰) درصد از بودجه عمومی دولت.

جدول (۶) انتشار اوراق بدهی در لایحه بودجه ۱۴۰۱ کل کشور به تفکیک نوع و تغییرات آن نسبت به قانون بودجه ۱۴۰۰ را نشان می‌دهد. همان‌طور که ملاحظه می‌شود، تأمین مالی از محل ایجاد بدهی با فروش اوراق مالی سی و چهار (۳۴) درصد کاهش یافته است. دولت در لایحه بودجه سال ۱۴۰۱ تلاش نموده از اختصاص منابع حاصل از فروش اوراق مالی اسلامی به مصارف خاص حتی‌الامکان خودداری کند. به عنوان نمونه در لایحه یاد شده، مصارف خاص محدود به «تکمیل فضاهای آموزش و پرورش» می‌باشد. در این حالی است که در قانون بودجه سال ۱۴۰۰ برای «خرید ابزارآلات آتش‌نشانی»، «بهسازی روستاها» و «تقویت بنیه دفاعی و اجرای طرح‌های تحقیقات راهبردی» تأمین مالی از محل فروش و واگذاری اوراق بدهی پیش‌بینی شده بود. بند (ج) تبصره (۵) این لایحه تصریح نموده است؛ آن بخش از اوراق پیش‌بینی شده که به فروش نرسیده است (منابع پیش‌بینی شده در بندهای (الف) و (ب) این تبصره)، با تأیید رئیس دستگاه‌های اجرائی و ذی‌حساب ذی‌ربط و سازمان برنامه و بودجه قابل واگذاری به تمامی طلبکاران (اعم از پیمانکاران، مشاوران، تأمین‌کنندگان تجهیزات و همچنین سایر هزینه‌های تعهد شده این قانون از جمله تملک اراضی) می‌باشد. همچنین دولت در پی آن است، برای بازپرداخت اصل و سود اوراق سررسید شده در سال ۱۴۰۱ تا معادل یک‌صد (۱۰۰) هزار میلیارد ریال اوراق مالی اسلامی ریالی منتشر کند. این مهم، مازاد بر منابع کل پیش‌بینی شده از محل فروش و واگذاری اوراق مالی اسلامی پیش‌بینی شده در دیگر بندهای تبصره (۵) می‌باشد. به بیان دیگر، در سرجمع منابع پیش‌بینی شده از محل فروش و واگذاری اوراق بدهی، این مهم گزارش نشده است.

جدول ۶: انتشار اوراق بدهی در قانون بودجه ۱۴۰۰ و لایحه بودجه ۱۴۰۱ کل کشور/میلیارد ریال/درصد

تغییرات	لایحه ۱۴۰۱	قانون بودجه ۱۴۰۰	شرح
(۲۴)	۵۰۰,۰۰۰	۶۵۵,۰۰۰	انتشار اوراق مالی اسلامی
(۲۸)	۳۶۰,۰۰۰	۵۰۰,۰۰۰	اسناد خزانه اسلامی
(۱۰۰)	*	۱۰۰,۰۰۰	فروش اوراق بهادار برای بازپرداخت اصل و سود اوراق سررسید شده
-	۲۰,۰۰۰	۲۰,۰۰۰	انتشار اوراق مالی اسلامی جهت تکمیل فضاهای آموزش و پرورش
(۱۰۰)	-	۱۰,۰۰۰	انتشار اوراق مالی اسلامی برای خرید ابزارآلات آتش‌نشانی
(۱۰۰)	-	۲۰,۰۰۰	انتشار، فروش و واگذاری اسناد خزانه جهت بهسازی روستاها
(۱۰۰)	-	۲۰,۰۰۰	انتشار اوراق مالی اسلامی برای تقویت بنیه دفاعی و اجرای طرح‌های تحقیقات راهبردی
(۳۴)	۸۸۰,۰۰۰	۱,۳۲۵,۰۰۰	جمع

* در این ردیف به قرار دادن عدد یک (۱) اکتفا شده است با وجود آنکه در بند ه تبصره (۵) این مهم پیش‌بینی شده است.

مأخذ: قانون بودجه ۱۴۰۰ و لایحه بودجه ۱۴۰۱ کل کشور

بر اساس جزء (۱) بند (و) تبصره (۵) لایحه ۱۴۰۱ کل کشور، به منظور مدیریت تبعات احتمالی انتشار اوراق مالی اسلامی، موضوع این قانون در بازارهای پول و سرمایه کشور، کمیته‌ای متشکل از رئیس سازمان برنامه و بودجه کشور وزیر امور اقتصادی و دارایی و رئیس کل بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران بر نحوه انتشار اوراق موضوع این قانون نظارت می‌کنند. نرخ سود اسمی اوراق و نرخ حفظ قدرت خرید اسناد خزانه اسلامی با

رعایت موازین شرعی توسط این کمیته تعیین می‌شود. همچنین، بر اساس جزء (۳) بند و تبصره یاد شده، به وزارت امور اقتصادی و دارایی اجازه داده می‌شود نسبت به تأسیس نهادهای واسط ناشر با مدیریت و مالکیت دولت و یا استفاده از نهادهای واسط موضوع قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید به منظور تسهیل اجرای سیاست‌های کلی اصل چهل و چهارم (۴۴) قانون اساسی با انتقال مالکیت و یا بدون انتقال مالکیت به دولت، برای انتشار اوراق بهادار ارزی و تأسیس نهاد واسط مولدساز دارایی‌های دولت برای انتشار اوراق مالی اسلامی مربوط اقدام کند.

در جداول (۷) کلیه منابع مالی پیش‌بینی شده در لایحه بودجه ۱۴۰۱ کل کشور از محل فروش و واگذاری اوراق مالی اسلامی ارائه شده است. همان‌طور که ملاحظه می‌شود، دولت به منظور تسهیل اجرای طرح‌هایی که دارای توجیه فنی، اقتصادی، مالی و زیست‌محیطی بوده و مصوب شورای اقتصاد هستند، به شرکت‌های دولتی اجازه داده است، با ضمانت خود تا سقف هشتاد (۸۰) هزار میلیارد ریال از این محل تأمین مالی کنند. همچنین، به منظور توسعه حمل و نقل عمومی و زیرساخت‌های شهری به شهرداری‌ها و سازمان‌های وابسته آن‌ها اجازه داده است با تأیید وزارت کشور تا سقف هشتاد (۸۰) هزار میلیارد ریال اوراق مالی اسلامی منتشر کنند. لازم به ذکر است، ده (۱۰) هزار ریال از مبلغ یاد شده به بازآفرینی شهری بافت‌های فرسوده پیرامون حرم‌های مطهر حضرت امام رضا (ع)، حضرت معصومه (س)، حضرت عبدالعظیم حسنی (ع) و حضرت احمد بن موسی (ع) تعلق می‌یابد. تضمین بازپرداخت اصل و سود این اوراق بر عهده شهرداری‌هاست.

جدول ۷: انتشار اوراق بدهی در لایحه بودجه ۱۴۰۱ کل کشور / میلیارد ریال

تبصره	نوع	موضوع	تضمین	ارزش
تبصره ۵ بند الف	اوراق مالی اسلامی ریالی	اجرای طرح‌های داری توجیه فنی، اقتصادی، مالی و زیست‌محیطی با تصویب شورای اقتصادی	خود شرکت‌ها دولتی	۸۰,۰۰۰
تبصره ۵ بند ب	اوراق مالی اسلامی ریالی - ارزی مانند اسناد خزانه اسلامی (نقدی و غیرنقدی)	تأمین مصارف قانون بودجه سال ۱۴۰۱	دولت	۸۶۰,۰۰۰
تبصره ۵ بند د	اوراق مالی اسلامی ریالی	اجازه انتشار اوراق به منظور توسعه حمل و نقل عمومی و زیرساخت‌های شهری با تأیید وزارت کشور به شهرداری‌ها و سازمان‌های وابسته	خود شهرداری‌ها	۸۰,۰۰۰
تبصره ۵ بند ه	اوراق مالی اسلامی ریالی	بازپرداخت اصل و سود اوراق سررسید شده در سال ۱۴۰۱	دولت	۱۰۰,۰۰۰
تبصره ۵ بند ه	اوراق مالی اسلامی	احداث، تکمیل و تجهیز فضاهای آموزشی، پرورشی و ورزشی وزارت آموزش و پرورش (سازمان نوسازی، توسعه و تجهیز مدارس کشور)	دولت	۲۰,۰۰۰
جمع (تأمین مصارف قانون بودجه ۱۴۰۱ و سازمان نوسازی، توسعه و تجهیز مدارس کشور)				
جمع با احتساب بازپرداخت تعهدات گذشته، شرکت‌های دولتی و شهرداری‌ها				

مأخذ: لایحه بودجه ۱۴۰۱ کل کشور

۳- تفریح قوانین بودجه سنواتی مرتبط با اوراق بدهی

بر اساس اصل پنجاه و دو (۵۲) قانون اساسی جمهوری اسلامی «بودجه سالانه کل کشور به ترتیبی که در قانون مقرر می‌شود از طرف دولت تهیه و برای رسیدگی و تصویب به مجلس شورای اسلامی تسلیم می‌گردد. هرگونه تغییر در ارقام بودجه نیز تابع مراتب مقرر در قانون خواهد بود» تهیه و تنظیم بودجه توسط دولت انجام می‌شود. تاکنون قانون خاصی ناظر بر تهیه بودجه و تنظیم بودجه به تصویب نرسیده است، اما موارد مختلفی در قوانین گوناگون بر تهیه و تنظیم بودجه اثرگذار هستند.

فرایند بودجه‌ریزی به طور کلی شامل چهار مرحله تهیه و تنظیم، تصویب، اجرا و نظارت می‌باشد. مرحله نهایی این چرخه، نظارت و کنترل بودجه است. نظر به اینکه بودجه یک نوع برنامه مالی است و همانند هر برنامه دیگری اهدافی برای آن متصور است. مردم به عنوان مالیات‌دهندگان و اصلی‌ترین تأمین‌کنندگان منابع عمومی دولت، قانون‌گذاران به عنوان نمایندگان مردم در نظام مردم‌سالاری و پارلمانی و هم دولت که با اعلام اهداف معین از مردم رأی گرفته و برنامه ارائه داده است، باید نسبت به اینکه دولت با استفاده از منابع در جهت اهداف پیش‌بینی شده حرکت می‌نماید مطمئن شده و میزان تحقق یا دوری از این اهداف را رصد کنند. برای تحقق این اهداف، انواع شیوه‌های نظارت بر بودجه‌های دولتی وجود دارد که می‌توان به نظارت اداری، پارلمانی و قضایی اشاره کرد (گرائی‌نژاد، ۱۳۹۹). در اینجا به طور مختصر نظارت پارلمانی تشریح خواهد شد.^۱

۳-۱- نظارت پارلمانی

قوه مقننه باید بتواند با ابزارهای مناسب از اجرای صحیح قانون بودجه مصوب خود اطمینان حاصل کند. از جمله ابزارهای یاد شده، تفریح بودجه است که باید از طریق دیوان محاسبات عمومی تهیه شود. این گزارش، نحوه عمل دولت در وصول درآمدها، انجام هزینه‌ها و اجرای احکام یا تبصره‌های قانونی بودجه را به مجلس عرضه می‌کند تا اگر از نظر مجلس اشکالی نداشت به تصویب برسد و در موارد مهم و مسئله‌دار، تصمیم مقتضی توسط نمایندگان اخذ شود. به‌علاوه مجلس می‌تواند از طریق طرح سؤال از وزیر یا استیضاح آن، به درست اجرا نشدن قانون، از جمله قانون بودجه کل کشور واکنش نشان دهد (گرائی‌نژاد، ۱۳۹۹).

بر اساس اصل پنجاه و پنج (۵۵) قانون اساسی جمهوری اسلامی ایران، دیوان محاسبات^۲ به کلیه حساب‌های وزارتخانه‌ها، مؤسسات، شرکت‌های دولتی و سایر دستگاه‌هایی که به نحوی از انحاء از بودجه کل کشور استفاده می‌کنند، به ترتیبی که قانون مقرر می‌دارد رسیدگی یا حسابرسی می‌نماید که هیچ هزینه‌ای از اعتبارات مصوب تجاوز نکرده و هر وجهی در محل خود به مصرف رسیده باشد. همچنین، دیوان محاسبات رسیدگی به موجودی

۱. برای آشنایی بیشتر به گرائی‌نژاد (۱۳۹۹) رجوع شود.

۲. اصل (۵۴) قانون اساسی جمهوری اسلامی ایران «دیوان محاسبات کشور مستقیماً زیر نظر مجلس شورای اسلامی است. سازمان و اداره امور آن در تهران و مراکز استان‌ها به موجب قانون تعیین خواهد شد».

حساب اموال و دارایی دستگاه‌ها، ارائه گزارش تفریغ بودجه و رسیدگی به مواردی که از طریق مجلس به آن دیوان ارجاع می‌شود را بر عهده دارد. تفریغ بودجه، به‌عنوان یکی از ابزارهای بسیار مهم مدیریت عمومی جامعه، نقش فوق‌العاده‌ای در کنترل عملیات گذشته دارد. همچنین، یکی از منابع بسیار مهم اطلاعاتی برای برنامه‌ریزی‌های آینده است. تفریغ بودجه، نه تنها از نظر کمی، اعتبارات مصوب را با هزینه‌های انجام شده کنترل می‌نماید، بلکه از نظر کیفی نیز توانایی یا عدم توانایی دولت را در انجام وظایف خودارزیابی می‌کند. ضمناً مسئولین را در برنامه‌ریزی‌های آتی راهنمایی می‌نماید.^۱ بر اساس قانون انتشار عمومی گزارش یاد شده ضروری است.

۳-۲- تفریغ برخی از بندهای تبصره (۵) مرتبط با اوراق بدهی قوانین بودجه ۱۳۹۶-۱۳۹۹

بر این اساس گزارش حاضر به طور مختصر به گزارش تفریغ بودجه تبصره (۵) قوانین بودجه سال‌های ۱۳۹۶-۱۳۹۹ که موضوع اوراق بدهی و تأمین منابع عمومی از محل آن را دربرمی‌گیرد می‌پردازد. جدول (۸) تفریغ برخی بندهای تبصره (۵) قانون بودجه سال ۱۳۹۶ کل کشور که مرتبط با اوراق بدهی است را نشان می‌دهد. همان‌طور که در بخش‌های پیشین منابع پیش‌بینی شده مصوب و میزان اوراق انتشار یافته ارائه شد، در این بخش، به تفکیک بندها و اجزای آن‌ها و فرایند عملیاتی شدن آن‌ها ارائه شده است. چنانچه در خصوص برخی از بندها تبصره یاد شده، شورای اقتصاد و یا کمیته تبصره (۵) تصمیم‌های تکمیلی یا اضافی اتخاذ کرده باشند نیز ارائه گردیده است. به عنوان مثال، در سال ۱۳۹۶ بر اساس قانون انتشار اوراق تا سقف یکصد (۱۰۰) هزار میلیارد ریال به برخی دستگاه‌ها برای اجرای طرح‌های دارای توجیه فنی، اقتصادی و مالی با تصویب شورای اقتصاد و تضمین بازپرداخت اصل و سود توسط خود دستگاه به دولت اجازه داده شده بود که اختصاص ۲۱ هزار میلیارد ریال (۱۵ هزار میلیارد ریال برای شرکت‌های تابعه وزارت نیرو و ۶ هزار میلیارد ریال برای وزارت راه و شهرسازی) نیز مصوب شده بود؛ اما این مهم عملیاتی نگردید. همچنین، بند (ی) به دلیل عدم همراهی بانک عامل و بانک مرکزی تحقق پیدا نکرد.

۱. حیدری و همکاران (۱۳۹۵).

جدول ۸: تفریغ برخی از بندهای تبصره (۵) قانون بودجه سال ۱۳۹۶ مرتبط با اوراق بدهی

بند	شرح تبصره قانون	مصوب شورای اقتصاد و یا کمیته تبصره ۵	گزارش تفریغ
الف	اجازه انتشار اوراق تا سقف یکصد (۱۰۰) هزار میلیارد ریال به برخی دستگاه‌ها برای اجرای طرح‌های دارای توجیه فنی، اقتصادی و مالی با تصویب شورای اقتصاد و تضمین بازپرداخت اصل و سود توسط خود دستگاه	۲۱ هزار میلیارد ریال (شامل ۱۵ هزار میلیارد ریال برای شرکت‌های تابعه وزارت نیرو و ۶ هزار میلیارد ریال برای وزارت راه و شهرسازی)	عدم انتشار اوراق جهت اجرای طرح‌های مذکور
ب	اجازه انتشار تا سقف دویست (۲۰۰) هزار میلیارد ریال انواع اوراق مالی اسلامی (اسناد خزانه، مشارکت و صکوک) به صورت ارزی و ریالی به دولت جهت تملک دارایی‌های سرمایه‌ای نیمه تمام و طرح‌های ساماندهی دانشگاه‌ها	عرضه ۷۵ هزار میلیارد ریال شامل واگذاری ۴۳ هزار میلیارد ریال اسناد خزانه و فروش ۳۲ هزار میلیارد ریال اوراق مشارکت	واگذاری و فروش ۵۰٫۸ هزار میلیارد ریال اوراق شامل ۳۸٫۸ هزار میلیارد ریال اسناد خزانه و ۱۲ هزار میلیارد ریال اوراق مشارکت/ (تحقق ۶۷٫۷ درصد)
ج	واگذاری اوراق فروش نرفته طرح‌های بندهای الف و ب به پیمانکاران، مشاوران و تأمین‌کنندگان تجهیزات همان طرح‌ها. ظرفیت: ۲۰ هزار میلیارد ریال اوراق مشارکت از بند ب تذکر: اوراق بند الف منتشر نشده و اوراق فروش نرفته به حساب نمی‌آید. همچنین مابقی اسناد خزانه بند ب نیز جزو مبالغ واگذار نشده محسوب شده و جزء اوراق فروش نرفته مشمول بند ج قلمداد نمی‌شود.	-	واگذاری ۱۷٫۳ هزار میلیارد ریال/ (تحقق ۸۶٫۵ درصدی)
د	۱. اجازه انتشار تا سقف ۵۵ هزار میلیارد ریال اوراق مالی اسلامی ریالی به شهرداری‌ها با تضمین خود و با بازپرداخت اصل و سود آن توسط همان شهرداری‌ها.	۱. موافقت با انتشار ۴۹ هزار میلیارد ریال اوراق مالی اسلامی مورد درخواست ۵ شهرداری مشهد، شیراز، اصفهان، اهواز، تبریز، تهران و کرج ۲. استفاده از اوراق مشارکت فروش نرفته سال‌های قبل (معادل ۵٫۵ هزار میلیارد ریال) برای شهرداری‌های اصفهان و مشهد.	۱. درخواستی جهت انتشار اوراق صکوک اسلامی توسط شهرداری‌ها ارائه نگردید. مبلغ ۳۷ هزار میلیارد ریال اوراق با نرخ سود ۱۸ درصد و سررسید ۴ ساله تا پایان سال ۱۳۹۷ به فروش رسید / (تحقق ۷۵٫۵ درصد) ۲. عرضه ۵٫۵ هزار میلیارد ریال اوراق و اختصاص آن جهت طرح‌های قطار شهری/ (تحقق درصد ۱۰۰٫۲)
ه	اجازه واگذاری اسناد خزانه تا سقف ۹۵ هزار میلیارد ریال به طلبکاران	موافقت با انتشار ۹۵ هزار میلیارد ریال اسناد خزانه با حفظ قدرت خرید ۸ درصد شامل انتشار مبلغ ۷۶ هزار میلیارد ریال اسناد خزانه با سررسید حداقل یکساله و ۱۹ هزار میلیارد ریال با سررسید حداقل دوساله.	انتشار و واگذاری تمامی ۹۵ هزار میلیارد ریال اسناد خزانه اسلامی پیش‌بینی شده (تحقق ۱۰۰ درصدی)

بند	شرح تبصره قانون	مصوب شورای اقتصاد و یا کمیته تبصره ۵	گزارش تفریغ
و	اجازه به دولت جهت صدور اوراق تسویه خزانه تا سقف ۵۰ هزار میلیارد ریال جهت تسویه و تهاجر مطالبات و بدهی‌های میان اشخاص حقیقی و حقوقی، ستاد فرمان حضرت امام (ره) دستگاه‌های اجرایی و شرکت‌ها و مؤسسات دولتی	موافقت با انتشار اوراق تسویه خزانه تا سقف ۵۰ هزار میلیارد ریال	دریافت مطالبات قطعی دولت (وزارتخانه‌ها و مؤسسات دولتی) از اشخاص حقیقی و حقوقی، تعاونی و خصوصی (جمعی - خرجی) و اوراق تسویه خزانه در قالب صدور اسناد تسویه خزانه به مبلغ ۵۰ هزار میلیارد ریال / (تحقق ۱۰۰ درصد)
ز	انتشار اسناد خزانه اسلامی تا سقف ۱۰۰ هزار میلیارد ریال به منظور استمرار جریان پرداخت‌های خزانه‌داری کل کشور و تخصیص‌های اولویت‌دار و بازپرداخت این اسناد از محل اعتبارات دستگاه مربوطه	موافقت با انتشار مبلغ ۵۰ هزار میلیارد ریال اسناد خزانه اسلامی کوتاه‌مدت	انتشار و واگذاری ۲۰ هزار و ۷۱۱ میلیارد ریال اسناد خزانه و تسویه آن تا پایان سال / (تحقق ۴۱,۴ درصدی)
ح	انتشار اوراق بهادار اسلامی تا سقف ۵۰ هزار میلیارد ریال با سررسید تا پنج ساله جهت بازپرداخت اصل و سود اوراق سررسید شده در سال ۱۳۹۶	موافقت با انتشار تا سقف ۵۰ هزار میلیارد ریال اوراق مالی اسلامی	انتشار و فروش ۵۰ هزار میلیارد ریال اوراق مالی اسلامی (تحقق ۱۰۰ درصدی)
ط	اجازه انتشار اوراق مشارکت ارزی- ریالی تا سقف ۵۰ هزار میلیارد ریال به شرکت‌های دولتی تابعه وزارت نفت با تضمین بازپرداخت توسط خود شرکت		عدم استفاده از ظرفیت این بند
ی	اجازه انتشار اوراق مالی اسلامی ارزی ریالی به شرکت‌های تابعه وزارت نفت جهت بازپرداخت اصل و سود اوراق مشارکت ارزی- ریالی سررسید شده، تسهیلات بانکی و تضامین سررسید شده و همچنین بازپرداخت بدهی‌های سررسید شده به پیمانکاران قراردادهای بیع متقابل طرح‌های بالادستی نفت و گاز تا سقف ۳ میلیارد دلار و الزام به بازپرداخت اصل و سود آن طی حداکثر ۵ سال از محل منابع داخلی خود		عدم انتشار اوراق به دلیل مخالفت بانک عامل و بانک مرکزی
ک	اجازه به تأمین اعتبار از محل فروش اوراق مالی اسلامی بلندمدت (یا واگذاری این اوراق به سازمان تأمین اجتماعی در صورت عدم فروش اوراق در موعد مقرر)، در صورت عدم تأمین منابع مورد نیاز از محل فروش اموال غیرمنقول و املاک تا سقف ۵۰ هزار میلیارد ریال جهت بازپرداخت بدهی دولت به تأمین اجتماعی	عدم صدور انتشار اوراق مالی اسلامی برای این بند	عدم فروش اموال غیرمنقول و املاک متعلق به دستگاه‌های اجرایی و عدم انتشار اوراق به دلیل نبود مجوز لازم
ل	جزء (۱): تشکیل کمیته‌ای متشکل از یک نفر از اعضا کمیسیون اقتصادی مجلس با انتخاب مجلس به عنوان ناظر، وزیر امور اقتصادی و دارایی، رئیس کل بانک مرکزی و رئیس سازمان برنامه و بودجه کشور به منظور مدیریت تبعات احتمالی انتشار اوراق بهادار و نظارت بر نحوه انتشار اوراق ریالی	-	برگزاری شش جلسه در سال ۱۳۹۶ و اتخاذ تصمیمات زیر: جزء (۱): صدور مجوز انتشار ۴۴۵ هزار میلیارد ریال اوراق مالی با نرخ‌های سود ۱۵ تا ۲۰ درصد جزء (۲): انتشار ۳۴۵ هزار میلیارد ریال اوراق شامل ۲۷۰ هزار میلیارد ریال اسناد خزانه اسلامی، ۳۲ هزار میلیارد اوراق مشارکت، ۵ هزار

بند	شرح تبصره قانون	مصوب شورای اقتصاد و یا کمیته تبصره ۵	گزارش تفریغ
	<p>جزء (۲): تعیین سقف مجاز عرضه اوراق ریالی با استفاده از اوراق فروش نرفته و نیز تمدید مجوزهای انتشار اوراق در قانون بودجه سال ۱۳۹۵ مجموعاً تا حداکثر ۳۴۵ هزار میلیارد ریال</p> <p>جزء (۳): مشروط نمودن اجازه انتشار اوراق مربوط به شرکت‌های تابعه وزارت نفت در بندهای (ط) و (ی) به انتشار اوراق ارزی</p> <p>جزء (۴): مستثنی نمودن بندهای (ح)، (ز) و (و) تبصره از سقف تعیین شده در جزء ۲ این بند</p> <p>جزء (۵): مستثنی شدن انتشار اوراق مربوط به شرکت‌ها و دستگاه‌هایی که با تضمین دولت اوراق منتشر نمی‌کنند از شمول جزء (۱) این بند</p>		<p>میلیارد ریال اوراق سلف و ۳۷ هزار میلیارد ریال صکوک مباحه/ (تحقق ۱۰۰ درصدی)</p> <p>جزء (۳): فاقد عملکرد</p> <p>جزء (۴): در حالی که پیش‌بینی می‌شد با این مجوز تا ۲۰ هزار میلیارد ریال اوراق منتشر شود، عملکرد انتشار ۱۵ هزار میلیارد ریال بوده است. / (تحقق ۷۵ درصدی).</p> <p>جزء (۵): اتخاذ تصمیماتی در خصوص نحوه انتشار اوراق شرکتی از جمله تعیین نرخ سود حداکثر ۱۷٫۵ درصد با احتساب کارمزد پذیرهنویسی و متعهد بازارگردانی</p>
م	<p>ارائه مجوز استفاده از اوراق خزانه اسلامی در کلیه مصارف مربوط به طرح‌ها و پروژه‌های مربوط به همان طرح از جمله برای تملک اراضی و سقف جابجایی مصوب در قانون بودجه سال ۱۳۹۶</p>		<p>استفاده دستگاه‌ها از مجوز این بند برای مصارف طرح‌ها و پروژه‌ها</p>

مأخذ: گزارش تفریغ بودجه سال ۱۳۹۶

در جدول (۹) تفریغ بندهای تبصره (۵) قانون بودجه سال ۱۳۹۷ کل کشور ارائه شده است. همان‌طور که ملاحظه می‌شود بند (الف) این تبصره نیز همانند سال ۱۳۹۶ و با وجود مصوبات لازم شورای اقتصاد عملیاتی نشده و تأمین مالی صورت نگرفته است. این در حالی است که عملکرد بند (ه) - اجازه واگذاری اسناد خزانه تا سقف ۹۵ هزار میلیارد ریال به طلبکاران طرح‌های (های) تملک دارایی‌های سرمایه‌ای، خرید تضمینی محصولات راهبردی (استراتژیک) کشاورزی، مابه‌التفاوت قیمت تضمینی محصولات با قیمت فروش، بیمه محصولات کشاورزی، تأدیه بدهی‌های سازمان‌های بیمه پایه سلامت و مطالبات تولیدکنندگان برق) - بیش از ۱۵۲ درصد بوده است. به بیان دیگر، حدود ۱۴۴ هزار میلیارد ریال اسناد خزانه بر اساس این بند انتشار یافته است. لازم به ذکر است، سقف مقرر این بند بر اساس مصوبه شورای عالی هماهنگی اقتصادی ۵۰ هزار میلیارد ریال افزایش یافت. این مهم با کاهش از ظرفیت انتشار اوراق مالی بند (ب) این تبصره مورد تصویب قرار گرفته بود.

جدول ۹: تفریغ برخی از بندهای تبصره (۵) قانون بودجه سال ۱۳۹۷ مرتبط با اوراق بدهی

بند	شرح تبصره قانون	مصوب شورای هماهنگی سران، شورای اقتصاد و یا کمیته تبصره ۵	گزارش تفریغ
الف	اجازه انتشار اوراق تا سقف چهل و پنج (۴۵) هزار میلیارد ریال به برخی دستگاه‌ها برای اجرای طرح‌های دارای توجیه فنی، اقتصادی، مالی و زیست‌محیطی با تصویب شورای اقتصاد و تضمین بازپرداخت اصل و سود توسط خود دستگاه	موافقت با کلیات انتشار اوراق مالی اسلامی با نرخ سود حداکثر هجده (۱۸) درصد و احتساب کارمزدهای بازارگردانی و تعهد پذیرهنویسی مطابق با ضوابط و مقررات سازمان بورس و اوراق بهادار بدون ایجاد هرگونه تعهد برای دولت و بدون استفاده از ضمانت بانک‌ها	عدم انتشار اوراق علی‌رغم دریافت مصوبات از شورای اقتصاد برای اجرای طرح‌های شرکت‌های تابعه وزارت نیرو و راه و شهرسازی جمعاً به مبلغ بیست هزار و دوپست (۲۰,۲) میلیارد ریال
ب	اجازه انتشار تا سقف دوپست و شصت (۲۶۰) هزار میلیارد ریال انواع اوراق مالی اسلامی (اسناد خزانه، مشارکت و صکوک) به صورت ارزی و ریالی به دولت جهت تملک دارایی‌های سرمایه‌ای نیمه تمام و طرح‌های ساماندهی دانشگاه‌ها	کسر ۵۰ هزار میلیارد ریال از ظرفیت انتشار اسناد خزانه اسلامی این بند و افزودن آن به سقف بند (ه) این تبصره.	عدم انتشار اوراق مالی ارزی، مشارکت ریالی و صکوک و انتشار دوپست (۲۰۰) هزار میلیارد ریال اسناد خزانه اسلامی / (تحقق ۷۶,۹ درصد).
ج	واگذاری اوراق فروش نرفته طرح‌های بندهای الف و ب به پیمانکاران، مشاوران و تأمین‌کنندگان تجهیزات همان طرح‌ها		با عنایت به عدم انتشار اوراق مالی اسلامی برای بند (الف) این تبصره و نبود اوراق فروش نرفته در بند (ب)، این بند فاقد عملکرد می‌باشد.
د	۱. اجازه انتشار تا سقف (۵۵) پنجاه و پنج هزار میلیارد ریال اوراق مالی اسلامی به شهرداری‌ها و سازمان‌های وابسته با تضمین خود و با بازپرداخت اصل و سود آن توسط همان شهرداری‌ها. ۲. استفاده از اوراق فروش نرفته سال‌های قبل	۱. موافقت با انتشار ۴۹ هزار میلیارد ریال اوراق مشارکت مورد درخواست ۵ شهرداری مشهد، اصفهان، اهواز، قم و تهران برای اجرای طرح‌های قطار شهری ۲. موافقت بانک مرکزی با انتشار ۵,۵ هزار میلیارد ریال اوراق مشارکت برای شهرداری‌های اصفهان و مشهد	۱. الف. درخواستی جهت انتشار اوراق صکوک اسلامی توسط شهرداری‌ها ارائه نگردید. / (تحقق صفر) / ب. مبلغ ۴۷ هزار میلیارد ریال اوراق با نرخ سود ۱۸ درصد با سررسید ۴ ساله تا پایان سال ۱۳۹۷ به فروش رسید. / (تحقق ۹۵ درصد) ۲. فروش ۵,۵ هزار میلیارد ریال اوراق مشارکت / (تحقق ۱۰۰ درصد)
ه	اجازه واگذاری اسناد خزانه تا سقف ۹۵ هزار میلیارد ریال به طلبکاران طرح‌های (های) تملک دارایی‌های سرمایه‌ای، خرید تضمینی محصولات راهبردی (استراتژیک) کشاورزی، مابه‌التفاوت قیمت تضمینی محصولات با قیمت فروش، بیمه محصولات کشاورزی، تأدیه بدهی‌های سازمان‌های بیمه پایه سلامت و مطالبات تولیدکنندگان برق)	افزایش سقف انتشار این بند به ۱۴۵ هزار میلیارد ریال اسناد خزانه با حفظ قدرت خرید ۱۵ درصد با سررسیدهای ۱۱ تا ۳۲ ماهه	انتشار و واگذاری ۱۴۴ هزار و ۹۴۵ میلیارد ریال اسناد خزانه اسلامی / (تحقق ۱۵۲,۶ درصد)
و	اجازه به دولت جهت صدور اوراق تسویه خزانه تا سقف ۲۰ هزار میلیارد ریال جهت تسویه و تهاوت مطالبات و بدهی‌های میان اشخاص حقیقی و حقوقی، ستاد فرمان حضرت امام (ره) دستگاه‌های اجرایی و شرکت‌ها و مؤسسات دولتی (اسناد تسویه نوع اول)	موافقت با انتشار اوراق تسویه خزانه تا سقف ۲۰ هزار میلیارد ریال	دریافت مطالبات قطعی دولت (وزارتخانه‌ها و مؤسسات دولتی) از اشخاص حقیقی و حقوقی، تعاونی و خصوصی (جمعی - خرجی) و اوراق تسویه

گزارش تفریغ	مصوب شورای هماهنگی سران، شورای اقتصاد و یا کمیته تبصره ۵	شرح تبصره قانون	بند
<p>خزانه در قالب صدور اسناد تسویه خزانه به مبلغ ۲۰ هزار میلیارد ریال / (تحقق ۱۰۰ درصد)</p> <p>تسویه بدهی‌های دولت به اشخاص حقیقی حقوقی خصوصی و تعاونی و نهادهای عمومی غیردولتی از طریق تهاجر بدهی اشخاص یادشده (جمعی - خرجی) به مبلغ ۳۳۴ هزار و ۴۳۷ میلیارد ریال / (تحقق ۳۳,۴ درصد)</p> <p>جزء ۱-۱:</p> <p>میزان تسویه اشخاص حقیقی و حقوقی خصوصی و تعاونی به مبلغ ۳۰ هزار و ۵۵۸ میلیارد ریال بوده است / (تحقق ۶ درصدی)</p> <p>جزء ۱-۲:</p> <p>۱. صدور اسناد تسویه نوع دوم به مبلغ ۳۰۳ هزار و ۸۸۰ میلیارد ریال برای نهادهای عمومی غیردولتی، بانک‌ها و شرکت‌های دولتی وزارتخانه‌های نیرو و جهاد کشاورزی و شرکت نفت و همچنین صدور اسناد تسویه نوع دوم به مبلغ ۶۲ هزار میلیارد ریال برای سازمان تأمین اجتماعی و شرکت‌های زیرمجموعه آن / (تحقق ۷۳,۲ درصد)</p> <p>۲. صدور اسناد تسویه نوع دوم به مبلغ چهار هزار و نهصد و هشتاد (۴۸۹۰) میلیارد ریال برای ستاد فرمان حضرت امام (ره) / (تحقق ۹۹,۶ درصد)</p> <p>جزء (۲): فاقد عملکرد</p> <p>جزء (۳): صدور یک فقره سند تسویه خزانه نوع دوم به ارزش ۱۰ هزار میلیارد ریال جهت تهاجر بدهی شهرداری مشهد با بانک شهر از محل مطالبات شهرداری از ارتش و تهاجر بدهی بانک گردشگری با بانک مرکزی</p> <p>جزء (۴): ارائه پیشنهاد مشترک سازمان برنامه و بودجه و وزارت امور اقتصادی و دارایی و بانک مرکزی و تعیین چارچوب رسیدگی به تسویه مطالبات اشخاص حقوقی و الزام به دریافت تأییدیه سازمان حسابرسی</p>		<p>جزء (۱): اجازه انتشار اسناد تسویه خزانه برای تهاجر مطالبات اشخاص حقیقی و حقوقی و خصوصی و تعاونی‌ها عمومی غیردولتی و شرکت‌های تابعه وزارتخانه‌های نیرو و جهاد کشاورزی با بدهی اشخاص یاد شده به بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی که تا پایان سال ۱۳۹۵ ایجاد شده تا مبلغ یک (۱) میلیون میلیارد ریال به صورت جمعی - خرجی (اسناد تسویه نوع دوم)</p> <p>جزء ۱-۱: حداقل تهاجر بدهی از طریق اسناد (اوراق) تسویه خزانه برای اشخاص حقیقی و خصوصی و تعاونی پانصد (۵۰۰) هزار میلیارد ریال است.</p> <p>جزء ۱-۲:</p> <p>۱. تهاجر بدهی‌های عمومی غیردولتی، بانک‌ها و شرکت‌های دولتی وزارتخانه‌های نیرو و جهاد کشاورزی (صرفاً بابت یارانه قیمت‌های تکلیفی) و شرکت نفت تا سقف پانصد (۵۰۰) هزار میلیارد ریال</p> <p>۲. اختصاص تا سقف پنج (۵) هزار ریال از این جزء به ستاد فرمان حضرت امام (ره)</p> <p>جزء (۲): تسویه بدهی‌های بخش‌های دیگر دولت با مانده مصرف نشده سهم نهادهای عمومی غیردولتی و شرکت‌های دولتی تابعه وزارتخانه‌ها</p> <p>جزء (۳): اجازه به بانک مرکزی برای فراهم نمودن امکان نقل و انتقال مطالبات بانک‌ها از دولت در بازار بین بانکی</p> <p>جزء (۴): الزام ارائه پیشنهاد آیین‌نامه مشترک از طرف سازمان برنامه و بودجه و وزارت امور اقتصادی و دارایی برای تعیین نحوه تسویه مطالبات با منشأ قانونی نهادهای عمومی غیردولتی، شرکت‌های دولتی، بانک‌ها، بیمه‌ها و آستان‌های مقدسه</p> <p>جزء (۵): مشروط شدن ایجاد طلب جدید از دولت به پیش‌بینی تعهد و تضامین آن با مبنای قانونی توسط سازمان برنامه و بودجه</p> <p>جزء (۶): بخشودگی جرائم بدهی‌های اشخاصی که اصل و سود مطالبات آن‌ها طبق حکم این جزء تهاجر و تعیین تکلیف شده‌اند همزمان با تسویه اصل و سود مطالبات بانک‌های موضوع این حکم</p>	

بند	شرح تبصره قانون	مصوب شورای هماهنگی سران، شورای اقتصاد و یا کمیته تبصره ۵	گزارش تفریغ
	<p>جزء (۷): به میزان مطالبات بانکها از شرکت ملی نفت مبالغ آن به حساب افزایش سرمایه دولت در این شرکت منظور خواهد شد.</p> <p>جزء (۸): مکلف شدن وزارت اقتصاد به انعکاس عملکرد این بند در گزارش ماهانه بودجه عمومی و ارائه منابع استفاده از محل افزایش بدهی دولت به بانک مرکزی در صورتحساب عملکرد بودجه و همچنین ارائه گزارش عملکرد این بند به صورت سه ماهه به دیوان محاسبات، کمیسیونهای برنامه و بودجه و محاسبات و اقتصادی مجلس شورای اسلامی</p>		<p>جزء (۵): صدور تعهد و تضمین برای ایجاد طلب جدید از دولت</p> <p>جزء (۶): بخشودگی جرائم (وجوه التزام) در مواردی اصل و بدهی مطالبات آنها در چارچوب تسویه و تهاتر تعیین تکلیف شده است.</p> <p>جزء (۷): تا پایان سال ۱۳۹۷، افزایش سرمایه دولت در حساب شرکت نفت منظور نشده است.</p> <p>جزء (۸): ارائه شدن گزارش عملکرد ماهانه و سه ماهه مطابق حکم این جزء</p>
ز	انتشار اسناد خزانه اسلامی با سررسید کمتر از یک سال تا سقف یکصد (۱۰۰) هزار میلیارد ریال به منظور استمرار جریان پرداختهای خزانه‌داری کل کشور و تخصیص‌های اولویت‌دار و بازپرداخت این اسناد از محل اعتبارات دستگاه مربوطه	موافقت با انتشار مبلغ ۵۰ هزار میلیارد ریال اسناد خزانه اسلامی کوتاه‌مدت	انتشار مبلغ ۶۸,۵ هزار میلیارد ریال اسناد خزانه و فروش ۶۱,۴ هزار میلیارد ریال و تسویه آن تا پایان سال / (تحقق ۶۴,۴ درصد)
ح	انتشار اوراق بهادار اسلامی تا سقف سی (۳۰) هزار میلیارد ریال اوراق مالی اسلامی جهت بازپرداخت اصل و سود اوراق سررسید شده در سال ۱۳۹۷	موافقت با انتشار تا سقف ۳۰ هزار میلیارد ریال اوراق مالی اسلامی با نرخ سود اسمی حداکثر ۱۸ درصد	انتشار و فروش ۲۹,۹ هزار میلیارد ریال اوراق مالی اسلامی / (تحقق ۹۹,۶ درصد)
ط	اجازه انتشار اوراق مشارکت ارزی- ریالی تا سقف ۳۵ هزار میلیارد ریال به شرکت‌های دولتی تابعه وزارت نفت و طرح‌های زیربنایی و توسعه‌ای وزارت صمت با تضمین بازپرداخت توسط خود شرکت		عدم استفاده از ظرفیت این بند (فاقد عملکرد)
ی	اجازه انتشار اوراق مالی اسلامی ارزی ریالی به شرکت‌های تابعه وزارت نفت جهت بازپرداخت اصل و سود اوراق مشارکت ارزی- ریالی سررسید شده، تسهیلات بانکی و تضامین سررسید شده و همچنین بازپرداخت بدهی‌های سررسید شده به پیمانکاران قراردادهای بیع متقابل طرح‌های بالادستی نفت و گاز تا سقف ۳ میلیارد دلار و الزام به بازپرداخت اصل و سود آن طی حداکثر ۵ سال از محل منابع داخلی خود		عدم انتشار اوراق (فاقد عملکرد)
ک	جزء (۱): تشکیل کمیته‌ای متشکل از یک نفر از اعضا کمیسیون اقتصادی مجلس با انتخاب مجلس به عنوان ناظر، وزیر امور اقتصادی و دارایی، رئیس کل بانک مرکزی و رئیس سازمان برنامه و بودجه کشور به منظور مدیریت تبعات احتمالی انتشار اوراق بهادار و نظارت بر نحوه انتشار اوراق ریالی		برگزاری ۵ جلسه در طول سال ۱۳۹۷ و اخذ تصمیماتی به شرح زیر: جزء (۱): کاهش مجوز انتشار اوراق نقدی در مقایسه با سال ۱۳۹۶ و افزایش تمرکز انتشار اوراق در قالب اسناد خزانه اسلامی به دلیل مدیریت هزینه‌ها و پیامدهای انتشار اوراق نقدی

بند	شرح تبصره قانون	مصوب شورای هماهنگی سران، شورای اقتصاد و یا کمیته تبصره ۵	گزارش تفریغ
	<p>جزء (۲): مستثنی شدن اوراق و اسناد منتشره جهت تسویه بدهی دولت موضوع بندهای (و)، (ز) و (ح) این تبصره</p> <p>جزء (۳): الزام به تعیین نحوه صدور انتشار اوراق مربوط به شرکت‌ها و دستگاه‌هایی که بدون تضمین دولت منتشر می‌شود توسط کمیته جزء ۱ بند (ک)</p> <p>جزء (۴): وزارت امور اقتصادی و دارایی به نیابت از دولت مسئول انتشار اوراق مالی اسلامی مربوط به دولت است.</p>		<p>جزء (۲): تعیین نرخ سود ۱۸ درصدی برای اوراق منتشره بند ح این تبصره</p> <p>جزء (۳): تعیین نرخ سود حداکثر ۱۸ درصد برای بندهای (الف)، (ب)، (د)، (ه)، (و) و (ی) این تبصره و الزام به تعیین تکلیف بدهی‌های معوق خود بابت اوراق منتشره قبلی پیش از انتشار اوراق و تعیین نرخ کارمزد حداکثر معادل مازاد میانگین نرخ بازده سالانه اسناد خزانه اسلامی برای بازه زمانی سه ماهه قبل از انتشار برای بندهای (الف)، (د)، (ط) و (ی)</p> <p>جزء (۴): انتشار اوراق مالی اسلامی توسط وزارت امور اقتصادی و دارایی</p>
ل	مستثنی شدن انتشار اوراق و اسناد این بند از شمول مالیات		ابلاغ سازمان مالیاتی به کلیه ادارات مالیاتی برای مستثنی شدن اوراق دولت از شمول مالیات
م	انتشار مبلغ ده (۱۰) هزار میلیارد ریال اوراق مالی اسلامی جهت احداث و تکمیل و تجهیز فضاهای آموزشی وزارت آموزش و پرورش		انتشار و تخصیص مبلغ ۹,۴ هزار میلیارد ریال اوراق مالی اسلامی / (تحقق ۹۴ درصد)
س	تعیین سقف انتشار اوراق مالی اسلامی در سال ۱۳۹۷ بر اساس سقف پیش‌بینی شده در جدول ۴ ماده ۷ قانون برنامه ششم توسعه (۳۸۵ هزار میلیارد ریال). با افزودن ۱۰ هزار میلیارد ریال اسناد خزانه اسلامی پیش‌بینی شده در بند (م) این تبصره، سقف مذکور به ۳۹۵ هزار میلیارد ریال افزایش می‌یابد.		انتشار انواع اوراق مالی اسلامی مجموعاً به مبلغ ۳۸۴,۳ هزار میلیارد ریال / (تحقق ۹۹,۸ درصد)

مأخذ: گزارش تفریغ بودجه سال ۱۳۹۷

جدول (۱۰) منابع پیش‌بینی تأمین منابع عمومی دولت از محل اوراق بدهی ۱۳۹۸، مصوبه‌های الحاقی یا تکمیلی و عملکرد آن بر اساس گزارش تفریغ بودجه ارائه شده است. همان‌طور که ملاحظه می‌شود، در سال ۱۳۹۸ برای طرح‌های دارای توجیه فنی و تأیید شورای اقتصاد، هیچ تأمین مالی از محل اوراق بدهی صورت نگرفته است. شایان توجه است، بندهای (ی) و (ط) این تبصره که به ترتیب اجازه تأمین مالی به وزارت نفت، صمت و نیرو برای سرمایه‌گذاری طرح‌های توسعه و بازپرداخت تعهدات و تضامین وزارت نفت را از محل اوراق بدهی پیش‌بینی کرده بود، عملیاتی نشده است.

جدول ۱۰: تفریغ برخی از بندهای تبصره (۵) قانون بودجه سال ۱۳۹۸ مرتبط با اوراق بدهی

بند	شرح تبصره قانونی	مصوب شورای هماهنگی سران، شورای اقتصاد و یا کمیته تبصره ۵	گزارش تفریغ
الف	اجازه انتشار اوراق تا سقف چهل و پنج (۴۵) هزار میلیارد ریال اوراق مالی اسلامی ریالی برای اجرای طرح‌های دارای توجیه فنی، اقتصادی، مالی و زیست‌محیطی شرکت‌های دولتی که به تصویب شورای اقتصادی می‌رسد، با تضمین و بازپرداخت اصل و سود توسط خود شرکت	موافقت با کلیات انتشار اوراق مالی اسلامی با نرخ سود حداکثر ۱۸ درصد و احتساب کارمزدهای بازارگردانی و تعهد پذیرهنویسی، حداکثر معادل مازاد میانگین هندسی نرخ بازده تا سررسید اسناد خزانه اسلامی برای دوره زمانی دو ماهه قبل از ماه انتشار با اعلام سازمان بورس و اوراق بهادار نسبت به نرخ سود اسمی	عدم انتشار اوراق، علی‌رغم مصوبه مأخوذه از شورای اقتصاد، هیچ‌گونه اقدامی توسط شرکت‌ها صورت نگرفته است.
ب	اجازه انتشار تا سقف دویست و نود (۲۹۰) هزار میلیارد ریال انواع اوراق مالی اسلامی (اسناد خزانه، مشارکت و صکوک) به صورت ارزی و ریالی به دولت جهت تملک دارایی‌های سرمایه‌ای نیمه تمام و طرح‌های ساماندهی دانشگاه‌ها	موافقت با انتشار ۲۵۰ هزار میلیارد ریال اوراق مالی اسلامی شامل ۲۱۰ هزار میلیارد ریال اسناد خزانه اسلامی با حفظ قدرت خرید ۱۵ درصد و ۴۰ هزار میلیارد ریال اوراق منفعت با نرخ سود ۱۸ درصد	انتشار دویست و پنجاه (۲۵۰) هزار میلیارد ریال اسناد خزانه اسلامی / (تحقق ۱۰۰ درصدی بر اساس آئین‌نامه). لازم به ذکر است، اوراق مالی ارزی به دلیل شرایط کشور انتشار نیافته است.
ج	واگذاری اوراق فروش نرفته طرح‌های بندهای (الف و ب) به پیمانکاران، مشاوران و تأمین‌کنندگان تجهیزات و همچنین سایر هزینه‌های طرح‌ها و زیرطرح‌ها از جمله تملک اراضی و تأدیه بدهی طرح‌های ساماندهی دانشگاه‌ها		با عنایت به عدم انتشار اوراق مالی اسلامی برای بند (الف) این تبصره و نبود اوراق فروش نرفته در بند (ب)، این بند فاقد عملکرد می‌باشد.
د	اجازه انتشار تا سقف هشتاد (۸۰) هزار میلیارد ریال اوراق مشارکت و صکوک اسلامی به شهرداری‌ها با تضمین خود و با بازپرداخت اصل و سود آن توسط همان شهرداری‌ها.	موافقت با انتشار ۶ هزار میلیارد ریال اوراق مشارکت مورد درخواست شهرداری مشهد	انتشار و فروش ۶ هزار میلیارد ریال اوراق مشارکت / (تحقق ۱۰۰ درصدی)
ه	اجازه واگذاری اسناد خزانه تا سقف ۱۳۰ هزار میلیارد ریال به طلبکاران	موافقت با انتشار ۱۳۰ هزار میلیارد ریال اسناد خزانه با حفظ قدرت خرید ۱۵ درصد با سررسیدهای ۱۴ تا ۳۶ ماهه	انتشار و واگذاری تمامی ۱۳۰ هزار میلیارد ریال اسناد خزانه اسلامی پیش‌بینی شده / (تحقق ۱۰۰ درصدی)
و	جزء (۱): اجازه به دولت جهت صدور اوراق تسویه خزانه تا سقف ۵۰ هزار میلیارد ریال جهت تسویه و تهاوتر مطالبات و بدهی‌های میان اشخاص حقیقی و حقوقی، ستاد فرمان حضرت امام (ره) دستگاه‌های اجرایی و شرکت‌ها و مؤسسات دولتی مشروط به پرداخت ۲۵ درصد بدهی‌ها به صورت نقدی (اسناد تسویه نوع اول)	موافقت با انتشار اوراق تسویه خزانه تا سقف ۵۰ هزار میلیارد ریال	جزء (۱): دریافت مطالبات قطعی دولت (وزارتخانه‌ها و مؤسسات دولتی) از اشخاص حقیقی و حقوقی، تعاونی و خصوصی (جمعی - خرجی) و اوراق تسویه خزانه در قالب صدور اسناد تسویه خزانه به مبلغ ۱۳۰,۱ هزار میلیارد ریال

گزارش تفریغ	مصوب شورای هماهنگی سران، شورای اقتصاد و یا کمیته تبصره ۵	شرح تبصره قانونی	بند
<p>جزء (۲): مانده استفاده نشده از جزء ۱ بند و تبصره ۵ قانون بودجه سال ۱۳۹۷ مبلغ ۶۶,۵ هزار میلیارد ریال بوده که در سال ۱۳۹۸ مبلغ ۱۲,۱ هزار میلیارد آن استفاده شده است.</p> <p>جزء (۱-۲): در سال ۱۳۹۸ بر اساس این حکم مبلغ ۱۲۱,۴ هزار میلیارد ریال اسناد خزانه نوع دوم منتشر شده است.</p> <p>جزء (۲-۲): فاقد عملکرد</p> <p>جزء (۲-۳): فاقد عملکرد</p> <p>جزء (۲-۴): آیین‌نامه مشترک ارائه شده و مبتنی بر آن بخشی از بدهی‌های دولت تسویه و کسر گردیده است.</p> <p>جزء (۲-۵): بخشودگی کلیه جرائم در مورد اشخاصی که اصل و بدهی مطالبات آن‌ها طبق حکم این بند تهاتر و تعیین تکلیف شده است.</p> <p>جزء (۲-۶): صدور یک فقره سند تسویه نوع دوم به مبلغ ۳,۵ هزار میلیارد ریال جهت تسویه بدهی دولت به شرکت نفت</p> <p>جزء (۲-۷): ارائه گزارش عملکرد ماهانه توسط خزانه‌داری کل کشور در گزارش دریافت و پرداخت</p> <p>جزء (۲-۸):</p> <p>۱. مطابق حکم در خصوص مطالبات شرکت‌های تولیدکننده برق عمل شد.</p> <p>۲. با توجه به صدور این اسناد برای تسویه مطالبات قبلی دولت، بدهی جدیدی ایجاد نشده و پایه پولی رشد نکرده است.</p> <p>۳. گزارش عملکرد در فواصل سه ماهه به نهادهای مربوطه ارسال شده است.</p>		<p>جزء (۲): تسویه بدهی‌های بخش‌های دیگر دولت با مانده مصرف نشده سهم نهادهای عمومی غیردولتی و شرکت‌های دولتی تابعه وزارتخانه‌ها تا سقف مبلغ استفاده نشده از جزء ۱ بند و این تبصره در سال ۱۳۹۷ (اسناد تسویه نوع دوم)</p> <p>جزء (۱-۲): تعیین حداقل تهاتر بدهی از طریق اسناد تسویه خزانه برای اشخاص حقیقی، حقوقی خصوصی و تعاونی به میزان ۵۰ درصد مبلغ مانده مذکور و باقی مانده آن در سال ۱۳۹۷ جهت تهاتر بدهی‌های نهادهای عمومی غیردولتی، بانک‌ها و شرکت‌های دولتی تابعه وزارت آموزش و پرورش، نیرو و جهاد و شرکت نفت</p> <p>جزء (۲-۲): اجازه به دولت برای استفاده از مانده مصرف نشده سهم مجوزهای نهادهای عمومی غیردولتی و شرکت‌های دولتی تابعه وزارتخانه‌های نیرو، آموزش و پرورش، جهاد و شرکت نفت تا پایان آذر ۱۳۹۸</p> <p>جزء (۲-۳): تکلیف به بانک مرکزی به استفاده حداکثری بانک‌ها از ظرفیت بازار بین بانکی برای نقل و انتقال مطالبات بانک‌ها از دولت، مطالبات بانک‌ها از اشخاص غیردولتی و مطالبات بانک مرکزی از بانک‌ها</p> <p>جزء (۲-۴): الزام ارائه پیشنهاد آیین‌نامه مشترک از طرف سازمان برنامه و بودجه و وزارت امور اقتصادی و دارایی برای تعیین نحوه تسویه مطالبات با منشأ قانونی نهادهای عمومی غیردولتی، شرکت‌های دولتی، بانک‌ها، بیمه‌ها و آستان‌های مقدسه</p> <p>جزء (۲-۵): بخشودگی جرائم بدهی‌های اشخاصی که اصل و سود مطالبات آن‌ها طبق حکم این جزء تهاتر و تعیین تکلیف شده‌اند همزمان با تسویه اصل و سود مطالبات بانک‌های موضوع این حکم</p> <p>جزء (۲-۶): به میزان مطالبات بانک‌ها از شرکت ملی نفت می‌بایست آن به حساب تسویه بدهی دولت به شرکت نفت و شرکت‌های وابسته و یا افزایش سرمایه دولت در این شرکت منظور خواهد شد.</p> <p>جزء (۲-۷): مکلف شدن وزارت اقتصاد به انعکاس عملکرد این بند در گزارش ماهانه بودجه عمومی و ارائه منابع استفاده از محل افزایش بدهی دولت به بانک مرکزی در صورتحساب عملکرد بودجه</p>	

بند	شرح تبصره قانونی	مصوب شورای هماهنگی سران، شورای اقتصاد و یا کمیته تبصره ۵	گزارش تفریغ
	جزء (۸-۲): ۱. تعیین مطالبات شرکت‌های تولیدکننده برق در حکم مطالبات آن‌ها از دولت ۲. ممنوعیت افزایش پایه پولی از محل این جزء ۳. ارائه گزارش عملکرد این بند به صورت سه ماهه به دیوان محاسبات، کمیسیون‌های برنامه و بودجه و محاسبات و اقتصادی مجلس شورای اسلامی		
ز	انتشار اسناد خزانه اسلامی تا سقف ۱۰۰ هزار میلیارد ریال به منظور استمرار جریان پرداخت‌های خزانه‌داری کل کشور با سررسید کمتر از یک سال		دولت از ساز و کار موضوع این بند استفاده ننموده است.
ح	انتشار اوراق مالی اسلامی تا سقف پنجاه (۵۰) هزار میلیارد ریال جهت بازپرداخت اصل و سود اوراق سررسید شده در سال ۱۳۹۸	موافقت با انتشار تا سقف ۵۰ هزار میلیارد ریال اوراق مالی اسلامی	انتشار و فروش ۴۹,۹ هزار میلیارد ریال اوراق مالی اسلامی / (تحقق ۹۹,۹ درصدی)
ط	اجازه انتشار اوراق مشارکت ارزی- ریالی تا سقف سی و پنج (۳۵) هزار میلیارد ریال به منظور سرمایه‌گذاری در طرح‌های نفت و گاز با اولویت میادین مشترک وزارت نفت و طرح‌های زیربنایی و توسعه‌ای وزارت صمت و وزارت نیرو، با تضمین بازپرداخت توسط خود شرکت‌ها		وزارتخانه‌های نفت، صمت و نیرو از مجوز این بند استفاده ننموده‌اند (فاقد عملکرد).
ی	اجازه انتشار اوراق مالی اسلامی ارزی ریالی به شرکت‌های تابعه وزارت نفت جهت بازپرداخت اصل و سود اوراق مشارکت ارزی- ریالی سررسید شده، تسهیلات بانک و تضامین سررسید شده و همچنین بازپرداخت بدهی‌های سررسید شده به پیمانکاران قراردادهای بیع متقابل طرح‌های بالادستی نفت و گاز تا سقف ۳ میلیارد دلار و الزام به بازپرداخت اصل و سود آن طی حداکثر ۵ سال از محل منابع داخلی خود		وزارت نفت از طریق شرکت‌های تابعه ذی‌ربط از مجوز این بند استفاده ننموده است (فاقد عملکرد).
ک	جزء (۱): تشکیل کمیته‌ای متشکل از یک نفر از اعضا کمیسیون اقتصادی مجلس با انتخاب مجلس به عنوان ناظر، وزیر امور اقتصادی و دارایی، رئیس کل بانک مرکزی و رئیس سازمان برنامه و بودجه کشور به منظور مدیریت تبعات احتمالی انتشار اوراق بهادار و نظارت بر نحوه انتشار اوراق ریالی جزء (۲): مستثنی شدن اوراق و اسناد منتشره جهت تسویه بدهی دولت موضوع بندهای (و)، (ز) و (ح) این تبصره، جزء (۳): الزام به تعیین نحوه صدور انتشار اوراق مربوط به شرکت‌ها و دستگاه‌هایی که بدون تضمین دولت منتشر می‌شود توسط		برگزاری ۵ جلسه در طول سال ۱۳۹۸ و اخذ تصمیماتی به شرح زیر: جزء (۱): تصویب انتشار هشتصد و بیست (۸۲۰) هزار میلیارد ریال اوراق مالی اسلامی اعم از اوراق نقدی و اسناد خزانه اسلامی شامل چهل و چهار (۴۴) هزار میلیارد ریال از محل مجوز قانون بودجه و سی و هشت هزار میلیارد ریال از محل مصوبات شورای عالی هماهنگی اقتصادی. جزء (۲): تعیین نرخ سود ۱۸ درصدی برای اوراق منتشره بند (ح) این تبصره جزء (۳): تعیین نرخ سود حداکثر ۱۸ درصد برای بندهای (الف)، (ب)، (د)، (ح)، (ف)،

گزارش تفریغ	مصوب شورای هماهنگی سران، شورای اقتصاد و یا کمیته تبصره ۵	شرح تبصره قانونی	بند
<p>ط و ی) این تبصره و الزام به تعیین تکلیف بدهی‌های معوق خود بابت اوراق منتشره قبلی پیش از انتشار اوراق و تعیین نرخ کارمزد حداکثر معادل مازاد میانگین هندسی نرخ بازده تا سررسید اسناد خزانه اسلامی برای بازه زمانی دو ماه قبل از انتشار برای بندهای (الف)، (د)، (ط) و (ی)</p> <p>جزء (۴): انتشار ۸۲۰ هزار میلیارد ریال اوراق مالی اسلامی در سال ۱۳۹۸</p>		<p>کمیته جزء ۱ بند (ک) جزء (۴): وزارت امور اقتصادی و دارایی به نیابت از دولت مسئول انتشار اوراق مالی اسلامی مربوط به دولت است.</p>	
<p>ابلاغ سازمان مالیاتی به کلیه ادارات مالیاتی برای مستثنی شدن اوراق دولت از شمول مالیات</p>		<p>اوراق و اسناد این تبصره مشمول مالیات نمی‌شود.</p>	ل
<p>بانک مرکزی در این خصوص نسبت به صدور و ابلاغ دستورالعمل عملیات بازار باز و اعطای اعتبار در قبال اخذ وثیقه اقدام نمود اما اقدامات لازم تغییر چارچوب سیاست پولی و کنترل تورم از طریق این ابزار صورت نپذیرفت.</p> <p>جزء (۱): انجام ۲۱۶۶۲ عملیات خرید به ارزش ۱۷۸۹۵ و ۱۰۰۰۵ فروش به ارزش ۸۷۹۵ اوراق در بازار ثانویه بر اساس رصد روزانه نرخ سود در بازار بین بانکی</p> <p>جزء (۲): عدم امکان بهادارسازی بخشی از بدهی‌های قطعی و حسابرسی شده دولت به دلیل عدم تأیید سازوکار اجرایی عملیات بازار باز توسط دو عضو کمیته بند ک (بانک مرکزی و سازمان برنامه و بودجه)</p> <p>جزء (۳): عدم انجام اقدام عملی برای تشکیل نهاد واسط ناشر اوراق مالی دولتی و نهاد واسط مولدسازی اموال دولتی (فاقد عملکرد)</p> <p>جزء (۴): عدم استفاده از دارایی‌ها و مطالبات دولت به عنوان پشتوانه اوراق مالی اسلامی در سال ۱۳۹۸ (فاقد عملکرد)</p>		<p>بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران به منظور اجرای سیاست پولی و مدیریت نرخ‌های سود و کنترل تورم، انجام عملیات بازار باز و خرید و فروش اوراق مالی اسلامی منتشره دولت و وثیقه‌گری اوراق مذکور در ازای اضافه برداشت بانک‌ها و یا اعطای خط اعتباری را انجام می‌دهد.</p> <p>جزء (۱): الزام بانک مرکزی به خرید و فروش اوراق مالی اسلامی منتشره دولت و این بانک صرفاً در بازار ثانویه اوراق بدهی دولت و با قیمت‌های کشف شده در بازار مزبور</p> <p>جزء (۲): بهادارسازی بدهی‌های قطعی و حسابرسی شده دولت به بانک‌ها که تا پایان سال ۱۳۹۷ ایجاد شده تا سقف دویست (۲۰۰) هزار میلیارد ریال</p> <p>جزء (۳): اجازه به وزارت امور اقتصادی و دارایی برای تأسیس نهاد واسط با مدیریت و مالکیت دولت یا استفاده از نهادهای واسط موضوع قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید با انتقال مالکیت برای انتشار اوراق بهادار</p> <p>جزء (۴): اجازه به وزارت امور اقتصادی و دارایی برای استفاده از دارایی‌ها و مطالبات دولت به عنوان پشتوانه انتشار اوراق مالی اسلامی این تبصره بدون رعایت تشریفات قانونی مربوط به بورس</p>	م
<p>انتشار و فروش هشتصد و بیست (۸۲۰) هزار میلیارد ریال اوراق مالی اسلامی / مازاد بر مبالغ پیش‌بینی شده در قانون بودجه کل کشور و (تحقق ۱۰۰ درصدی)</p>	<p>تصویب انتشار ۳۸۰ هزار میلیارد ریال اوراق مالی اسلامی</p>	<p>تعیین سقف انتشار اوراق مالی اسلامی در سال ۱۳۹۸ بر اساس سقف پیش‌بینی شده در جدول ۴ ماده ۷ قانون برنامه ششم توسعه (۴۴۰ هزار میلیارد ریال) و ممنوعیت استفاده از اوراق منتشره توسط شهرداری‌ها و شرکت‌ها در بودجه عمومی</p>	ن

بند	شرح تبصره قانونی	مصوب شورای هماهنگی سران، شورای اقتصاد و یا کمیته تبصره ۵	گزارش تفریغ
		سقف پیش‌بینی شده در قانون برنامه ششم توسط شورای عالی هماهنگی اقتصادی	
ع	تعیین سازمان برنامه و بودجه و وزارت امور اقتصادی و دارایی به عنوان مرجع رسیدگی و تأیید بدهی‌های موضوع بند (و) این تبصره و بدهی‌ها و مطالبات موضوع بند (پ) ماده ۱ قانون رفع موانع تولید		تعیین رئیس دستگاه و بالاترین مقام مالی هر دستگاه اجرایی، سازمان حسابرسی و هیئت نظارت بانک مرکزی به عنوان مراجع رسیدگی در دستورالعمل مشترک وزارت امور اقتصادی و دارایی و سازمان برنامه و بودجه
ف	اجازه به دولت برای انتشار ده (۱۰) هزار میلیارد ریال اوراق مالی اسلامی جهت احداث و تکمیل و تجهیز فضاهای آموزشی وزارت آموزش و پرورش	موافقت با انتشار مبلغ ۱۰ هزار میلیارد ریال اسناد خزانه اسلامی با سررسیدهای ۱۳ و ۲۵ ماهه با حفظ قدرت خرید ۱۵ درصد	انتشار و فروش ۵,۴ هزار میلیارد اسناد خزانه اسلامی در سال ۱۳۹۸ / (تحقق ۵۳,۶ درصدی)
ص	استفاده از اسناد خزانه اسلامی برای تأدیه بدهی ناشی از تملک اراضی مربوط به همان طرح و پروژه در چارچوب قانون برنامه ششم توسعه		مبلغ بدهی بابت تملک اراضی مربوط به طرح‌ها و پروژه‌ها برابر ۱,۸ هزار میلیارد ریال بوده که در سال ۱۳۹۸ معادل ۱,۳ هزار میلیارد ریال اسناد خزانه واگذار شده است. / (تحقق ۷۱,۳ درصدی)

مأخذ: گزارش تفریغ بودجه سال ۱۳۹۸

جدول (۱۱) برخی از بندهای مصوب تبصره (۵) قانون بودجه و عملیاتی شدن آن را نشان می‌دهد. بند (الف) در سال ۱۳۹۹ برخلاف سال‌های قبل، عملیاتی شده است و حدود (۴۴) درصد از منابع بند- ۶۹ درصد مصوبه شورای اقتصاد- تحقق یافته است. بر اساس بند (ح) که اجازه انتشار اوراق مالی اسلامی تا سقف یکصد (۱۰۰) هزار میلیارد ریال جهت بازپرداخت اصل و سود اوراق سررسید شده در سال ۱۳۹۹ به دولت داده شده بود، عملیاتی نشد. همچنین، بند (ط) این تبصره- انتشار اوراق مشارکت ارزی- ریالی تا سقف سی و پنج (۳۵) هزار میلیارد ریال به منظور سرمایه‌گذاری در طرح‌های نفت و گاز با اولویت میداین مشترک وزارت نفت و طرح‌های زیربنایی و توسعه‌ای وزارت صمت و وزارت نیرو، با تضمین بازپرداخت اصل و سود توسط خود شرکت- همانند سال‌های گذشته عملیاتی نشده است.

جدول ۱۱: تفریغ برخی از بندهای تبصره (۵) قانون بودجه سال ۱۳۹۹ مرتبط با اوراق بدهی

بند	شرح تبصره قانونی	مصوب شورای هماهنگی سران، شورای اقتصاد و یا کمیته تبصره ۵	گزارش تفریغ
الف	اجازه انتشار اوراق تا سقف شصت و پنج (۶۵) هزار میلیارد ریال اوراق مالی اسلامی ریالی برای اجرای طرح‌های دارای توجیه فنی، اقتصادی، مالی و زیست‌محیطی شرکت‌های دولتی که به تصویب شورای اقتصادی می‌رسد، با تضمین و بازپرداخت اصل و سود توسط خود شرکت	تصویب انتشار ۴۱,۵ هزار میلیارد ریال اوراق مالی اسلامی با نرخ سود حداکثر ۱۸ درصد و امکان افزایش ۱ درصد احتساب کارمزدهای بازارگردانی و تعهد پذیرهنویسی، حداکثر معادل مازاد میانگین هندسی نرخ بازده تا سررسید اسناد خزانه اسلامی برای دوره زمانی دو ماهه قبل از ماه انتشار با اعلام سازمان بورس و اوراق بهادار نسبت به نرخ سود اسمی	انتشار و جذب مبلغ ۲۸,۶ هزار میلیارد ریال اوراق مالی اسلامی / (تحقق ۶۸,۹ درصد بر اساس مصوبه‌های شورای اقتصاد)
ب	اجازه انتشار تا سقف پانصد و پنجاه (۵۵۰) هزار میلیارد ریال انواع اوراق مالی اسلامی (اسناد خزانه، مشارکت و صکوک) به صورت ارزی و ریالی به دولت جهت تملک دارایی‌های سرمایه‌ای	موافقت با انتشار ۴۹۷ هزار میلیارد ریال اوراق مالی اسلامی شامل ۳۱۷ هزار میلیارد ریال اسناد خزانه اسلامی با حفظ قدرت خرید ۱۵ درصد و ۱۸۰ هزار میلیارد ریال اوراق مرابحه عام با نرخ سود حداکثر ۱۸ درصد و معاف از مالیات. اجازه به وزارت امور اقتصادی و دارایی برای استفاده از کلیه روش‌های انتشار اوراق از جمله عرضه تدریجی، حراج فروش اوراق به کسر و پذیرهنویسی جهت عرضه اوراق	انتشار چهارصد و بیست و سه (۴۲۳) هزار میلیارد ریال شامل ۱۸۰ هزار میلیارد ریال اوراق نقدی (۱۷۷,۲) هزار میلیارد ریال واریزی به خزانه به دلیل فروش به کسر) و ۲۴۳ هزار میلیارد ریال اسناد خزانه اسلامی / (تحقق ۷۶,۹ درصد)
ج	واگذاری اوراق فروش نرفته طرح‌های بندهای (الف و ب) به تمامی طلبکاران (بیمانکاران، مشاوران و تأمین‌کنندگان تجهیزات و همچنین سایر هزینه‌های طرح‌ها و زیرطرح‌ها از جمله تملک اراضی)		با عنایت به عدم انتشار اوراق مالی اسلامی نبود اوراق فروش نرفته در بند (الف) و (ب)، این بند فاقد عملکرد می‌باشد.
د	جزء (۱): اجازه انتشار تا سقف هشتاد (۸۰) هزار میلیارد ریال اوراق مشارکت و صکوک اسلامی به شهرداری‌ها با تضمین خود و با بازپرداخت اصل و سود آن توسط همان شهرداری‌ها. جزء (۲): اجازه انتشار اوراق مالی اسلامی تا سقف ده (۱۰) هزار میلیارد ریال به وزارت کشور برای خرید نردبان هیدرولیکی و ماشین آتش‌نشانی	جزء (۱): موافقت با انتشار ۶۸,۸ هزار میلیارد ریال اوراق مشارکت مورد درخواست شهرداری‌های ۲۰ شهر با حداکثر نرخ سود ۱۸ درصد جزء (۲): موافقت با انتشار اوراق جزء (۲) با حداکثر نرخ سود ۱۸ درصد	۱. انتشار و فروش ۵۱ هزار میلیارد ریال اوراق مشارکت / (تحقق ۷۴,۱ درصد) ۲. انتشار و فروش ۹,۳۷ هزار میلیارد اوراق جزء (۲) با نرخ سود ۱۷ درصد / (تحقق ۹۳,۷ درصد)
ه	اجازه واگذاری اسناد خزانه تا سقف دویست (۲۰۰) هزار میلیارد ریال به طلبکاران با سررسید سه ساله	۱. موافقت با انتشار ۲۰۰ هزار میلیارد ریال اسناد خزانه با حفظ قدرت خرید ۱۵ درصد با سررسیدهای ۲۰ تا ۳۶ ماهه	۱. انتشار و واگذاری ۱۸۸,۴ هزار میلیارد ریال اسناد خزانه اسلامی پیش‌بینی شده / (تحقق ۹۴ درصد)

گزارش تفریغ	مصوب شورای هماهنگی سران، شورای اقتصاد و یا کمیته تبصره ۵	شرح تبصره قانونی	بند
۲. انتشار و واگذاری ۶ هزار میلیارد ریال اسناد خزانه اسلامی / (تحقق ۱۰۰ درصد)	۲. تصویب استفاده از مانده مصرف نشده اوراق مالی اسلامی قانون بودجه سال ۱۳۹۹ برای تأدیه مطالبات تأمین اجتماعی به مبلغ شصت (۶۰) هزار میلیارد ریال با نرخ سود ۱۵ درصد و سررسید ۲۹ ماهه در قالب اسناد خزانه اسلامی		
<p>جزء (۱): دریافت مطالبات قطعی دولت (وزارتخانه‌ها و مؤسسات دولتی) از اشخاص حقیقی و حقوقی، تعاونی و خصوصی (جمعی-خرجی) و اوراق تسویه خزانه در قالب صدور اسناد تسویه خزانه به مبلغ ۴۶,۲ هزار میلیارد ریال / (تحقق ۹۲,۴ درصد)</p> <p>جزء (۲): مانده استفاده نشده از جزء ۱ بند و تبصره ۵ قانون بودجه سال ۱۳۹۸ مبلغ ۵۴,۴ هزار میلیارد ریال بوده که در سال ۱۳۹۹ مبلغ ۵۰,۷ هزار میلیارد آن منتشر شده است. / (تحقق ۹۳,۲ درصد)</p> <p>جزء (۱-۲): / (تحقق ۱۰۰ درصد)</p> <p>جزء (۲-۲): فاقد عملکرد</p> <p>جزء (۲-۳): عدم استفاده از امکان فراهم شده</p> <p>جزء (۲-۴): ارائه آیین‌نامه مشترک توسط سازمان برنامه و بودجه و وزارت امور اقتصادی و دارایی و ابلاغ آن به کلیه دستگاه‌های اجرایی</p> <p>جزء (۲-۵): فاقد عملکرد</p> <p>جزء (۲-۶): ارائه گزارش عملکرد توسط وزارت امور اقتصادی و دارایی</p> <p>جزء (۲-۷): عدم ارائه درخواست شرکت‌های تولیدکننده برق برای استفاده از این تسهیلات</p> <p>جزء (۲-۸):</p> <p>۱. عدم افزایش پایه پولی از محل این بند</p>		<p>جزء (۱): اجازه به دولت جهت صدور اوراق تسویه خزانه تا سقف ۵۰ هزار میلیارد ریال جهت تسویه و تهاتر مطالبات و بدهی‌های میان اشخاص حقیقی و حقوقی، ستاد فرمان حضرت امام (ره) دستگاه‌های اجرایی و شرکت‌ها و مؤسسات دولتی (اسناد تسویه نوع اول)</p> <p>جزء (۲): اجازه به دولت برای تسویه و تهاتر تا سقف سیصد (۳۰۰) هزار میلیارد ریال مطالبات قطعی اشخاص حقیقی و حقوقی و تعاونی که تا پایان سال ۱۳۹۸ ایجاد شده و همچنین مطالبات نهادهای عمومی غیردولتی که تا پایان سال ۱۳۹۶ ایجاد شده است با بدهی اشخاص یاد شده به بانک مرکزی یا بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی که تا پایان سال ۱۳۹۸ ایجاد شده است. (اسناد تسویه نوع دوم)</p> <p>جزء ۱-۲: تعیین حداقل تهاتر بدهی از طریق اوراق تسویه خزانه برای اشخاص حقیقی و حقوقی خصوصی و تعاونی معادل ۵۰ درصد مبلغ مانده از سقف ۳۰۰ هزار میلیارد ریالی. همچنین باقی مانده این مبلغ نیز باید صرف تهاتر بدهی‌های نهادهای عمومی غیردولتی، بانک‌ها و شرکت‌های دولتی تابعه وزارتخانه‌های آموزش و پرورش، نیرو و جهاد (صرفاً بابت بارانه‌های تکلیفی)، شرکت‌های آب و فاضلاب استانی و شرکت نفت شود</p> <p>جزء (۲-۲): اجازه به دولت برای تسویه بدهی سایر بخش‌ها از مانده مصرف نشده جزء (۱-۲).</p> <p>جزء (۲-۳): تکلیف به بانک مرکزی برای فراهم نمودن امکان نقل و انتقال مطالبات بانک‌ها از اشخاص غیردولتی و مطالبات بانک مرکزی از بانک‌ها در بازار بین بانکی</p>	۹

گزارش تفریغ	مصوب شورای هماهنگی سران، شورای اقتصاد و یا کمیته تبصره ۵	شرح تبصره قانونی	بند
<p>۲. مبلغ پانزده هزار میلیارد ریال از کل بدهی بانک‌های دولتی به بانک مرکزی به حساب بدهی دولت به بانک مذکور جهت افزایش سرمایه دولت در بانک توسعه تعاون و کشاورزی منظور شده است.</p> <p>۳. ارسال گزارش توسط وزارت امور اقتصادی و دارایی به دیوان محاسبات، کمیسیون‌های برنامه و بودجه و محاسبات و اقتصادی مجلس شورای اسلامی</p>		<p>جزء (۴-۲): تنظیم آیین‌نامه مشترک سازمان برنامه و بودجه و وزارت امور اقتصادی و دارایی برای تعیین نحوه تسویه مطالبات قانونی نهادهای عمومی غیردولتی، شرکت‌های دولتی، بانک‌ها، بیمه‌ها، اتحادیه‌ها و آستان‌های مقدسه</p> <p>جزء (۵-۲): منظور نمودن میزان تسویه مطالبات بانک‌ها از شرکت نفت به حساب تسویه بدهی دولت به شرکت نفت و شرکت‌های تابعه و وابسته و یا افزایش سرمایه دولت</p> <p>جزء (۶-۲): تکلیف وزارت امور اقتصادی و دارایی به ارائه عملکرد این بند در گزارش عملکرد ماهانه بودجه عمومی و درج نمودن منابع استفاده شده از محل افزایش بدهی دولت به بانک مرکزی در صورت‌حساب عملکرد بودجه</p> <p>جزء (۷-۲): تعیین مطالبات شرکت‌های تولیدکننده برق از سازمان‌ها و شرکت‌های تابعه وزارت نیرو در حکم مطالبات آن‌ها از دولت</p> <p>جزء (۸-۲): ۱. ممنوعیت افزایش پایه پولی از محل این بند</p> <p>۲. اجازه به دولت برای منظور نمودن تمام یا بخشی از بدهی بانک‌های دولتی (به جز بانک مسکن) به بانک مرکزی به حساب بدهی دولت به بانک مرکزی و محسوب نمودن آن تحت عنوان سرمایه دولت در بانک‌های دولتی</p> <p>۳. الزام به ارائه گزارش عملکرد این بند به صورت ۳ ماهه به دیوان محاسبات، کمیسیون‌های برنامه و بودجه و محاسبات و اقتصادی مجلس شورای اسلامی</p>	
<p>علی‌رغم اقدامات بیمه مرکزی برای عملیاتی نمودن انتشار اوراق بیمه اتکایی به مبلغ دو (۲) هزار میلیارد ریال، موفق به تکمیل فرآیند و انتشار اوراق نشد همچنین اقدامات شرکت بیمه ملت نیز برای انتشار اوراق اتکایی به مبلغ نهصد (۹۰۰) میلیارد ریال نیز به سرانجام نرسیده است و در مجموع این بند فاقد عملکرد بوده است.</p>		<p>اجازه انتشار اسناد خزانه اسلامی تا سقف ۱۰۰ هزار میلیارد ریال، به بیمه مرکزی و مؤسسات بیمه بازرگانی به منظور پوشش‌های بیمه‌ای و همچنین بهادارسازی خطرپذیر (ریسک)‌های بیمه‌ای بدون تضمین اصل و سود</p>	ز
<p>فاقد عملکرد</p>	<p>موافقت با انتشار تا سقف ۱۰۰ هزار میلیارد ریال اوراق مالی اسلامی</p>	<p>انتشار اوراق مالی اسلامی تا سقف یکصد (۱۰۰) هزار میلیارد ریال جهت بازپرداخت اصل و سود اوراق سررسید شده در سال ۱۳۹۹</p>	ح

گزارش تفریغ	مصوب شورای هماهنگی سران، شورای اقتصاد و یا کمیته تبصره ۵	شرح تبصره قانونی	بند
وزارتخانه‌های نفت، صمت و نیرو از مجوز این بند استفاده ننموده‌اند (فاقد عملکرد).	موافقت با انتشار پانزده (۱۵) هزار میلیارد ریال با نرخ سود ۱۹ درصد	اجازه انتشار اوراق مشارکت ارزی- ریالی تا سقف سی و پنج (۳۵) هزار میلیارد ریال به منظور سرمایه‌گذاری در طرح‌های نفت و گاز با اولویت میادین مشترک وزارت نفت و طرح‌های زیربنایی و توسعه‌ای وزارت صمت و وزارت نیرو، با تضمین بازپرداخت اصل و سود توسط خود شرکت	ط
انتشار و فروش ۵۰ هزار میلیارد ریال اوراق منفعت/ (تحقق ۱۰۰ درصد)	موافقت با انتشار پنجاه (۵۰) هزار میلیارد ریال اوراق منفعت به منظور بازپرداخت بخشی از تعهدات قرارداد بیع متقابل فاز ۱۲ پارس جنوبی	اجازه انتشار اوراق مالی اسلامی ارزی ریالی به شرکت‌های تابعه وزارت نفت جهت بازپرداخت اصل و سود اوراق مشارکت ارزی- ریالی سررسید شده، تسهیلات بانکی و تضامین سررسید شده و همچنین بازپرداخت بدهی‌های سررسید شده به پیمانکاران قراردادهای بیع متقابل طرح‌های بالادستی نفت و گاز تا سقف ۳ میلیارد دلار و الزام به بازپرداخت اصل و سود آن طی حداکثر ۵ سال از محل منابع داخلی خود	ی
برگزاری ۵ جلسه در طول سال ۱۳۹۸ و اخذ تصمیماتی به شرح زیر: جزء (۱): اجازه انتشار حداکثر یک میلیون و دویست و پنجاه (۱,۲۵۰) هزار میلیارد ریال اوراق مالی اسلامی اعم از اوراق نقدی و اسناد خزانه اسلامی مازاد بر سقف (۸۸۰ هزار میلیارد ریال) مندرج در قانون بودجه سال ۱۳۹۹ از محل مصوبات شورای عالی هماهنگی اقتصادی. جزء (۲): تعیین نرخ سود ۱۸ درصدی برای اوراق منتشره بند ح این تبصره جزء (۳): تعیین نرخ سود حداکثر ۱۸ درصد برای بندهای (ب)، جزء بند (د)، (ح) و (ع) این تبصره و الزام به تعیین تکلیف بدهی‌های معوق خود بابت اوراق منتشره قبلی پیش از انتشار اوراق و تعیین نرخ کارمزد حداکثر معادل مازاد میانگین حسابی نرخ بازده تا سررسید اسناد خزانه اسلامی برای بازه زمانی دو ماهه قبل از انتشار نسبت به نرخ سود اسمی برای بندهای (الف)، جزء ۱ بند (د)، (ز)، (ط) و (ی) این تبصره		جزء (۱): تشکیل کمیته‌ای متشکل از وزیر امور اقتصادی و دارایی، رئیس کل بانک مرکزی و رئیس سازمان برنامه و بودجه کشور به منظور مدیریت تبعات احتمالی انتشار اوراق بهادار و نظارت بر نحوه انتشار اوراق جزء (۲): مستثنی شدن اوراق و اسناد منتشره جهت تسویه بدهی دولت موضوع بندهای (و) و (ح) این تبصره از هر گونه بررسی جزء (۳): الزام به تعیین نحوه صدور انتشار اوراق مربوط به شرکت‌ها و دستگاه‌هایی که بدون تضمین دولت منتشر می‌شود توسط کمیته جزء ۱ بند (ک). جزء (۴): وزارت امور اقتصادی و دارایی به نیابت از دولت مسئول انتشار اوراق مالی اسلامی از طریق کلیه روش‌های انتشار از جمله عرضه تدریجی، حراج، فروش به کسر، پذیره‌نویسی در بازارها است. مجاز بودن بانک مرکزی به خرید و فروش اوراق مالی اسلامی دولت در راستای سیاست‌گذاری پولی جزء (۵): اجازه به وزارت امور اقتصادی و دارایی برای تأسیس نهادهای واسط با مدیریت و مالکیت دولت برای انتشار اوراق بهادار ارزی و تأسیس نهاد مولدساز دارایی‌های دولت برای انتشار اوراق مالی اسلامی	ک

بند	شرح تبصره قانونی	مصوب شورای هماهنگی سران، شورای اقتصاد و یا کمیته تبصره ۵	گزارش تفریغ
	جزء (۶): اجازه به وزارت امور اقتصادی و دارایی برای استفاده از دارایی‌ها و مطالبات دولت حتی اموال دارای سند عادی قوه مجریه به عنوان پشتوانه انتشار اوراق مالی اسلامی موضوع این تبصره		جزء (۴): انتشار و فروش ۲۰۲,۴ هزار میلیارد ریال اوراق مالی اسلامی و اقدامات متعدد پولی بانک مرکزی در چارچوب جدید سیاست پولی با انجام ۶۹۲ فقره معامله خرید و فروش قطعی و اعتباری اوراق بهادار دولتی. جزء (۵): اقدامی در خصوص تأسیس نهاد واسط انجام نشده است. جزء (۶): فاقد عملکرد
ل	اوراق و اسناد این تبصره مشمول مالیات به نرخ صفر می‌شود.	معافیت کلیه اوراق دولتی در سال ۱۳۹۹ از مالیات تا سقف ۱۶۱۳ هزار میلیارد ریال	ابلاغ حکم این بند به کلیه ادارات مالیاتی
م	جزء (۱): اجازه به بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران برای وثیقه‌دار نمودن خطوط اعتباری و اضافه برداشت به بانک‌ها به منظور اجرای سیاست پولی و مدیریت نرخ‌های سود و کنترل تورم و در راستای اجرای عملیات بازار باز و اعطای اعتبار در قبال وثیقه خرید به گونه‌ای که در پایان سال حداقل ۵۰ درصد بدهی بانک‌ها و مؤسسات اعتباری به بانک مرکزی توثیق به اوراق بدهی دولتی باشد. جزء (۲): اجازه به بانک مرکزی برای جایگزینی اوراق مالی اسلامی منتشره دولت به جای درصدی از سپرده‌های قانونی بانک‌ها و مؤسسات اعتباری		جزء (۱): فقدان اطلاعات به دلیل محرمانگی جزء (۲): فاقد عملکرد
س	تعیین مرجع رسیدگی و تأیید بدهی‌های موضوع بند (و) این تبصره و بدهی‌ها و مطالبات موضوع بند (پ) ماده ۱ قانون رفع موانع تولید توسط سازمان برنامه و بودجه و وزارت امور اقتصادی و دارایی		تعیین رئیس دستگاه و بالاترین مقام مالی هر دستگاه اجرایی، سازمان حسابرسی و هیئت نظارت بانک مرکزی به عنوان مراجع رسیدگی در دستورالعمل مشترک وزارت امور اقتصادی و دارایی و سازمان برنامه و بودجه
ع	اجازه به دولت برای انتشار بیست (۲۰) هزار میلیارد ریال اوراق مالی اسلامی جهت احداث و تکمیل و تجهیز فضاهای آموزشی وزارت آموزش و پرورش خارج از سقف پیش‌بینی شده در جدول شماره ۴ ماده ۷ قانون برنامه ششم توسعه (۵۰ هزار میلیارد ریال)	موافقت با انتشار مبلغ ۲۰ هزار میلیارد ریال اوراق مالی اسلامی با سررسید ۳ ساله با نرخ سود اسمی ۱۷ درصد	انتشار و فروش ۲۰ هزار میلیارد ریال اوراق مالی اسلامی (۱۸,۷ هزار میلیارد ریال واریزی به خزانه به دلیل فروش به کسر) / (تحقق ۱۰۰ درصد)

بند	شرح تبصره قانونی	مصوب شورای هماهنگی سران، شورای اقتصاد و یا کمیته تبصره ۵	گزارش تفریغ
ف	تعیین مهلت واگذاری اوراق مالی اسلامی غیرنقدی (تحویل به طلبکار) منتشره در سال ۱۳۹۹ برای کلیه دستگاه‌های اجرایی بر اساس قانون اصلاح مواد (۶۳) و (۶۴) قانون محاسبات عمومی	تعیین مهلت تا پایان شهریور ماه سال ۱۴۰۰	ابلاغ به کلیه دستگاه‌های اجرایی
ص	مشمول شدن اوراق مالی اسلامی دولتی به ماده ۲۷ قانون بازار اوراق بهادار به منظور یکپارچگی و هماهنگ‌سازی در اوراق منتشره دولت		ابلاغ به دستگاه اجرایی
ق	تکلیف وزارت امور اقتصادی و دارایی به تعیین فهرست معامله گران اولیه و پیاده‌سازی الزامات عرضه اولیه اوراق از طریق حراج به نحوی که حداقل ۳۰ درصد از اوراق مالی اسلامی منتشره دولت پس از عملیات بازار باز به معامله گران اولیه مجاز به فروش برسد		کلیه بانک‌ها، نهادهای مالی، بیمه‌ها و صندوق‌های بازنشستگی که در حراج‌های برگزار شده برای اوراق مالی اسلامی منتشره از محل قانون بودجه سال ۱۳۹۹ کل کشور و همچنین مصوبات چهل و هشتمین جلسه شورای عالی هماهنگی اقتصادی، نسبت به خرید اوراق مذکور اقدام نموده‌اند به عنوان معامله‌گر اولیه مجاز محسوب شده‌اند و بیش از ۵۰ درصد اوراق منتشره دولتی را خریداری نموده‌اند.

مأخذ: گزارش تفریغ بودجه سال ۱۳۹۸

۴- جمع‌بندی

منافع ایجاد بدهی به شدت به میزان بهره‌وری استفاده از آن، موقعیت اقتصاد در چرخه‌های تجاری و به میزان توسعه یافتگی بازار مالی بستگی دارد. اقتصادهای در حال توسعه به دلیل نیاز آن‌ها به سرمایه‌گذاری در پروژه‌های محرک رشد مانند زیرساخت‌ها، بهداشت، آموزش و حمایت از گروه‌های آسیب‌پذیر و به‌کارگیری سیاست‌های انبساطی برای تحریک بخش واقعی اقتصاد در دوره‌هایی که عملکرد رشد اقتصادی ضعیف است، قابل توجه است. به طور کلی علاوه بر موارد یاد شده، تقویت رشد بلندمدت، تثبیت نوسانات کوتاه‌مدت اقتصاد کلان و تأمین دارایی‌های ایمن برای سرمایه‌گذاران نیز از مزایای بدهی به شمار می‌رود که به تعمیق بازارهای مالی و تسهیل تأمین مالی بخش خصوصی نیز کمک می‌کند.

هزینه‌های بدهی شامل هزینه پرداخت‌های بهره‌ای، احتمال بروز تنش بدهی، محدود نمودن اثربخشی سیاست‌های مالی در دوران رکود، کند شدن سرمایه‌گذاری و رشد و اثر تزاحمی احتمالی کاهنده سرمایه‌گذاری خصوصی می‌شود. به طور کلی سطح بهینه‌ای از بدهی، هم برای اقتصادهای پیشرفته و هم برای اقتصادهای در حال توسعه وجود ندارد. سطوح بهینه بدهی به ویژگی‌های هر کشور، شرایط بازار مالی، رفتار دولت‌ها و عوامل خصوصی و کارکردهای چندگانه بدهی بستگی دارد. ایجاد تعادل مناسب میان بهره‌مند شدن از شرایط فعلی نرخ بهره پایین و اجتناب از خطرات ناشی از انباشت بدهی بیش از حد، همچنان یک چالش بزرگ برای اقتصادهای در حال توسعه است.

مطالعات تجربی نقاط آستانه‌ای که بدهی موجب بحران مالی و یا تحمیل هزینه‌های زیاد به اقتصاد می‌شوند را مورد توجه قرار داده‌اند. به عنوان مثال، دامنه ایجاد بدهی بدون خطر (ریسک) توسط دولت‌ها بین ۱۵۰ تا ۲۵۰ درصد از تولید ناخالص داخلی متناسب با ویژگی‌های کشور برآورد شده است. اقتصادهای پیشرفته با بدهی دولتی بیش از هشتاد (۸۰) درصد تولید ناخالص داخلی و کسری مداوم حساب جاری در برابر تنگناهای مالی ناگهانی آسیب‌پذیر نشان داده‌اند. همچنین، برخی مطالعات نشان می‌دهد، چنانچه بدهی دولتی بالاتر از ۹۰ درصد تولید ناخالص داخلی باشد رشد اقتصادی هم در اقتصادهای پیشرفته و هم در بازارهای نوظهور و در حال توسعه کندتر می‌شود. لازم به ذکر است، این موضوع در مورد بدهی‌های خارجی متفاوت‌تر است به گونه‌ای که تأثیر بدهی خارجی بر رشد سرانه در سطوح بدهی بالاتر از ۳۵-۴۰ درصد تولید ناخالص داخلی در بازارهای نوظهور و اقتصادهای در حال توسعه منفی برآورد شده است.^۱ در واقع، افزایش سریع بدهی‌های خارجی، ریسک بروز پیامدهای منفی سریع‌تر و بزرگ‌تری را نسبت به بدهی داخلی به وجود آورد.

اگر نرخ بازده سرمایه (نرخ رشد تولید ناخالص داخلی) از هزینه سرمایه (نرخ بهره اسمی) بیشتر باشد، هزینه واقعی یک بدهی معین در طول زمان کاهش می‌یابد زیرا نرخ بازده مخارج تأمین مالی شده از محل بدهی به

۱. برای آشنایی بیشتر به «ارزیابی پایداری بدهی‌های ایران در سال ۱۳۹۹» توسط کاکائی و اخوان ۱۴۰۰ رجوع شود.

مراتب از هزینه‌های تسویه بدهی بیشتر خواهد بود. شایان توجه است، اگر هر ساله، کسری اولیه بیش از بازپرداخت انجام شده در سنوات گذشته به بدهی اضافه نماید (حتی اگر نرخ بازدهی به مراتب بسیار بیشتر از هزینه تسویه بدهی باشد)، انباشت بدهی سیر صعودی را در پیش خواهد گرفت.

سیر انتشار اوراق مالی در ایران به سال ۱۳۲۰ برمی‌گردد که تا دهه ۱۳۴۰ انتشار اوراق قرضه در ایران چندان گسترش پیدا نکرد؛ اما در سال ۱۳۴۳ با تصویب قانون انتشار اسناد خزانه، تأمین منابع مالی در اقتصاد ایران دستخوش تغییر شد. بعد از انقلاب اسلامی با تصویب قانون عملیات بانکی بدون ربا در شهریور ۱۳۶۲، علاوه بر عملیات بانکداری غیرمتعارف، بهره‌گیری از سایر ابزارهایی که ربوی شناخته می‌شد، بدین ترتیب پرونده استقراض عمومی از طریق انتشار اوراق قرضه بسته شد. با وجود برخی تغییرات طی دهه هفتاد و هشتاد شمسی تا سال ۱۳۸۹، تنها ابزار مورد استفاده در بازار بدهی، اوراق مشارکت بود. در دهه نود (۹۰) شمسی با توجه به نوسانات قیمت نفت و تحریم‌های بین‌المللی و سایر شرایط حاکم بر اقتصاد ایران، انتشار اوراق مالی و تأمین منابع از این محل بیش از پیش مورد توجه واقع شد.

در این گزارش اوراق بدهی در لایحه بودجه ۱۴۰۱ کل کشور مورد بررسی قرار گرفت، واگذاری دارایی‌های مالی که در لایحه یاد شده نسبت به قانون بودجه سال ۱۴۰۰ حدود سی (۳۰) درصد کاهش یافته است تقریباً بیست (۲۰) درصد بودجه عمومی دولت را شامل می‌شود. قابل توجه است که تأمین مالی از محل اوراق بدهی حدود بیست و نه (۲۹) درصد واگذاری دارایی‌های مالی را پوشش می‌دهد. واگذاری شرکت‌های دولتی بیست و چهار (۲۴) درصد و استفاده از منابع صندوق توسعه ملی چهل و شش (۴۶) درصد دیگر را تشکیل می‌دهند. به طور کلی، منابع پیش‌بینی شده از محل اوراق بدهی در بودجه عمومی دولت، ۸۸۰ هزار میلیارد ریال است. چنانچه، اجازه انتشار شرکت‌های دولتی و شهرداری‌ها و بازپرداخت تعهدات گذشته نیز در نظر گرفته شود، با فرض تصویب لایحه با همین اعداد در مجلس شورای اسلامی، ۱،۱۴۰ هزار میلیارد ریال اوراق بدهی در سال ۱۴۰۱ به فروش خواهد رسید.

منابع

- توکلی کاشی، علیرضا (۱۳۹۹). آشنایی با بازار بدهی در ایران، تارنمای حسین عبده تبریزی.
- کاکائی جمال و محمدرضا اخوان (۱۴۰۰). بررسی نظام مالی دولت (۲)؛ اوراق بدهی، تهران: مرکز پژوهش‌های توسعه و آینده‌نگری.
- کاکائی جمال، بهاره فهیمی و محمدحسین نعیمی‌پور (۱۳۹۹). بررسی نظام مالی دولت (۱)؛ بخش خزانه‌داری کل، تهران: مرکز پژوهش‌های توسعه و آینده‌نگری.
- گرائی‌نژاد، غلامرضا (۱۳۹۹). مقاله‌هایی درباره بودجه و کاربردهای آن در ایران، تهران: پرچین.
- گرمابی، ابوالفضل (۱۴۰۰). بررسی وضعیت بازار بدهی ایران، سازمان برنامه و بودجه کشور، معاونت امور اقتصادی و هماهنگی برنامه و بودجه، امور اقتصاد کلان، گزارش شماره ۹۶-۷.
- موسویان، سیدعباس و مجتبی کریمی (۱۳۸۸). بررسی فرایند تأمین مالی از طریق انتشار اوراق اجاره (صکوک اجاره)، دومین کنفرانس بین‌المللی توسعه نظام تأمین مالی در ایران، تهران: مرکز مطالعات تکنولوژی دانشگاه صنعتی شریف.
- تارنمای سازمان برنامه و بودجه کشور؛ <http://www.mporg.ir>
- گزارش‌های عملکرد برنامه‌های پنجم و ششم توسعه
 - قوانین بودجه‌های سنواتی کل کشور ۱۳۹۶-۱۴۰۰
 - لایحه بودجه کل کشور سال ۱۴۰۱ کل کشور
 - قانون برنامه و بودجه
- تارنمای دیوان محاسبات <https://www.dmk.ir>
- گزارش‌های تفریغ بودجه سال ۱۳۹۶-۱۴۰۰
- تارنمای شورای نگهبان <https://www.shora-gc.ir>
- قانون اساسی
- حیدری، داریوش، حسن الماسی و محمود دهگان (۱۳۹۵). بررسی تأثیر گزارش تفریغ بودجه دیوان محاسبات کشور در اعمال نظارت بر عملکرد مالی دولت و اثربخشی بودجه‌های سالیانه، دانش حسابداری، سال شانزدهم، شماره ۶۳.
- Kose, M. A., Nagle, P., Ohnsorge, F., & Sugawara, N. (2021). *Global waves of debt: causes and consequences*. World Bank Publications.