

قابلیت اوراق بهادار اسلامی در جبران کسری بودجه دولت به عنوان ابزار سیاستی

محمود عیسوی* و وهاب قلیچ**

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۴/۳/۱۱

تاریخ دریافت: ۱۳۹۳/۹/۱۱

چکیده

با نگاهی به تاریخچه اقتصادی کشور درمی‌یابیم که کسری بودجه و روش‌های تامین آن، همواره جزو مهم‌ترین دغدغه‌های دولت‌ها بوده است. شناخت الزامات اوراق بهادار جهت اثربخشی در تامین کسری بودجه دولت با استفاده از مدل $IS-LM$ ، بخش اول این تحقیق را شکل می‌داد. نتیجه این بخش آن است که شرط پایداری فرآیند کاهش کسری بودجه با انتشار اوراق آن است که این اوراق افزایش دهنده سطح تولید باشند در غیر این صورت این فرآیند پایدار نخواهد بود. در بخش دوم با استفاده از این نتیجه به قابلیت اوراق بهادار اسلامی در تامین الزام شناسایی شده در بخش اول پرداخته می‌شود. تعمیق مالی، کاهش مشکل اطلاعات نامتقارن و تجمع و هدایت پس‌اندازهای خرد از جمله عواملی بود که مشتق زنجیره‌ای تامین این الزام را به نمایش درمی‌آورد. در بخش پایانی نیز الگوهای اوراق بهادار اسلامی در تامین کسری بودجه دولتی در دو نمونه صکوک اجاره و صکوک استصناع مورد تحلیل و بررسی قرار گرفته و نشان داده می‌شود که با فراهم‌سازی زمینه‌های لازم، استفاده از این دو اوراق قادر است دولت را در تامین کسری‌های بودجه خود یاری رساند.

طبقه‌بندی *JEL*: H62, H63, E51, H72

کلیدواژه‌ها: صکوک، کسری بودجه، دولت، اجاره، استصناع.

* استادیار دانشکده اقتصاد دانشگاه علامه طباطبایی

** دانش‌آموخته دکتری دانشکده اقتصاد دانشگاه علامه طباطبایی - نویسنده مسئول

۱- مقدمه

از نظر حسابداری، بودجه مانند ترازنامه‌ها با برابری منابع و مصارف همیشه در تعادل و تراز است، اما از لحاظ اقتصادی مفاهیمی چون کسری و یا مازاد بودجه طرح می‌شود که کسری (مازاد) هنگامی ایجاد می‌شود که مخارج دولت از درآمدهای آن بیشتر (کمتر) شود. کسری بودجه دولت دارای دو منشأ ساختاری و غیرساختاری است؛ در حالت ساختاری، کسری بودجه دولت در نتیجه عدم هماهنگی بین دخل و خرج عمومی دولت در بلندمدت به وجود می‌آید. این عدم هماهنگی گاهی در نتیجه اولویت‌بندی سیاست‌های کلان اقتصادی همچون افزایش مخارج عمرانی با هدف تقویت زیربنای اقتصادی و اجتماعی در بلندمدت بروز می‌کند. در حالت غیرساختاری، وقوع یک شوک خارجی همچون وقوع خشکسالی و قحطی (به خصوص برای کشورهایی که تولیدات کشاورزی سهم زیادی از بودجه دولت را تامین می‌سازد)، کاهش قیمت نفت و اعمال تحریم‌های نفتی (به ویژه برای کشورهایی که صادرات نفتی سهم زیادی از بودجه دولت را تامین می‌سازد) و... می‌تواند سمت درآمدهای بودجه‌ای را کاهش داده و کسری بودجه را به وجود آورد.

کسری بودجه جزو اضطراری‌ترین مسائل کشور به حساب می‌آید، اما نکته مهم آن است که هیچ راه حل فوری برای حل این مشکل تاریخی وجود ندارد. طبیعی است که دولتی که با کسری بودجه مواجه است از دو طریق می‌تواند به فکر جبران کسری بودجه باشد؛ ابتدا کاهش مصارف و هزینه‌ها و سپس افزایش منابع درآمدی.

به طور کلی منابع دولت از محل درآمدهای مالیاتی، فروش دارایی و ثروت همانند منابع طبیعی نفت و گاز و ایجاد بدهی‌ها (تعهدات) تجهیز می‌شود. مصارف دولت نیز در سه قالب مخارج مصرفی، مخارج سرمایه‌گذاری و بازپرداخت بدهی‌ها (تعهدات) صورت می‌پذیرد. با توجه به ظرفیت محدود درآمدهای مالیاتی و حساسیت‌های اجتماعی آن، تامین کسری بودجه عموماً از طریق فروش بیشتر ثروت ملی (نفت و گاز) و یا ایجاد تعهدات بیشتر (استقراض داخلی و خارجی همچون انتشار اوراق قرضه) انجام می‌پذیرد.

قابلیت اوراق بهادار اسلامی در جبران کسری بودجه دولت به عنوان ابزار سیاستی ۱۰۷

انتخاب هر یک از این دو طریق، محدودیت‌هایی را به همراه دارد. فروش بیشتر ثروت ملی نفت و گاز تابع عوامل داخلی چون ظرفیت استخراج و تولید و میزان مصرف داخلی و نیز تابع عوامل خارجی چون وضعیت بازار جهانی، سهم و جایگاه ایران در بازارهای منطقه‌ای و جهانی و وضعیت تحریم‌های سیاسی بین‌المللی است. افزون بر این، حاکمیت نگاه منافع فرانسلی به منابع طبیعی و لزوم ذخیره‌سازی ثروت ملی برای آیندگان در راستای بسترسازی توسعه پایدار بر حجم این محدودیت‌ها می‌افزاید. همچنین افزایش تعهدات دولت همچون استقراض از خارج، استقراض از نظام بانکی، برداشت از حساب ذخیره ارزی، انتشار اوراق قرضه و... تابع ظرفیت و تقاضای داخلی، پس‌انداز ناخالص بخش خصوصی، توان نظام بانکی و میزان اعتبار کشور نزد تامین کنندگان خارجی است.

سوال اصلی این پژوهش آن است که چه الزامات کلی برای اوراق بهادار جهت کاربردی‌سازی آن در تامین کسری بودجه دولت وجود دارد؟ و آیا اوراق بهادار اسلامی از این الزامات برخوردار هستند یا خیر؟ با توجه به پرسش تحقیق، سعی شده در این پژوهش ابتدا به شناسایی این الزامات پرداخته و سپس قابلیت‌های اوراق بهادار اسلامی در دارا بودن این الزامات بررسی شود. بدیهی است سایر روش‌های تامین مالی کسری بودجه دولت از دایره بررسی این پژوهش خارج است.

خاطر نشان می‌شود سایر روش‌ها می‌توانند در کنار اوراق بهادار اسلامی، نقش مکمل ایفا کرده و تمرکز به موضوع اوراق بهادار اسلامی منافی سایر روش‌های تامین کسری بودجه نخواهد بود. در ادامه ابتدا به سوابق پژوهش اشاره می‌شود. سپس با استفاده از مدل پایه‌ای $IS - LM$ در اقتصاد کلان به شناسایی الزامات کلی اوراق بهادار در تامین کسری بودجه پرداخته می‌شود، سپس دارا بودن این الزامات در اوراق بهادار اسلامی مورد کاوش و بررسی قرار می‌گیرد. در انتها، الگوهای اوراق بهادار اسلامی در تامین کسری بودجه دولتی در دو نمونه صکوک اجاره و صکوک استصناع مورد تحلیل و بررسی قرار خواهد گرفت.

۲- سوابق پژوهش

مقدسی (۱۳۷۳) در تحقیقی پیشنهاد می‌کند که بانک‌ها و مؤسسه‌های مالی اعتباری از محل منابع خود، کالاهای مورد نیاز دولت را به صورت نقد خریده و به صورت نسیه مدت‌دار به دولت بفروشند و دولت در برابر خرید این کالاها، اسناد مالی با مبالغ معین و سررسیدهای مشخص (اوراق خرید دولتی) به بانک‌ها و مؤسسه‌های مالی بپردازد و آنها در بازار ثانویه به مردم یا بانک مرکزی بفروشند و پول نقد دریافت کنند.

فراهانی‌فرد (۱۳۸۱) نیز در تحقیق خود پیشنهاد می‌کند یک مؤسسه مالی خصوصی، کالاهای مورد نیاز دولت را خریده، آنها را به قیمت بیشتری به صورت نسیه به دولت بفروشد و دولت در برابر خرید آنها، اسناد بهاداری با مبالغ اسمی معین و با سررسیدهای مشخص (اوراق بدهی دولت) به فروشنده تحویل دهد و دارندگان اوراق در بازار ثانوی به فروش برسانند.

فراهانی‌فرد (۱۳۸۸) با بیان اینکه اوراق سلف قابلیت آن را دارد که به صورت ابزار مناسبی برای تامین کسری بودجه دولت، تامین مالی بنگاه‌های اقتصادی، پوشش ریسک و سیاستگذاری پولی به وسیله بانک مرکزی به کار گرفته شود، نشان می‌دهد که معامله‌های بازار اولیه اوراق سلف هیچ مشکلی ندارد، اما معامله‌های بازار ثانویه آن اگرچه براساس موازین شریعت و قواعد عمومی معاملات قابل تصحیح است، براساس دیدگاه مشهور فقیهان محل اشکال است که برای برون رفت از این اشکال راهکارهایی پیشنهاد می‌شود.

موسویان و سروش (۱۳۹۰) با بیان اینکه تامین مالی شرکت‌ها، کاهش کسری بودجه وزارتخانه‌ها و شهرداری‌ها در اجرای طرح‌های ملی و عمرانی و نیز اجرای سیاست‌های پولی از طریق عملیات بازار باز، بخشی از کاربردهای اوراق قرضه است، اذعان می‌دارند ماهیت ربوی این ابزار چالش مهمی برای بازارهای پول و سرمایه کشورهای اسلامی به وجود آورده بود. خلأ حاصل از حذف اوراق قرضه، متفکران مسلمان را بر آن داشت تا با مراجعه به آموزه‌های اقتصادی اسلام، به طراحی ابزارهای مالی اسلامی (صکوک) روی آورند. یکی از نتایج این تلاش‌های علمی، ابداع اوراق

قابلیت اوراق بهادار اسلامی در جبران کسری بودجه دولت به عنوان ابزار سیاستی ۱۰۹

مشارکت است. بررسی عملکرد اوراق مشارکت در ایران نشان می‌دهد، هدف اولیه مورد نظر طراحان تا حدودی تحقق یافته، اما استفاده گسترده تر از این ابزار نیازمند آسیب‌شناسی همه جانبه و بازنگری دقیق آن است.

خادم‌الحسینی اردکانی و موسویان (۱۳۹۱) مدل‌های عملیاتی اسناد خزانه اسلامی متناسب با نیازهای واقعی دولت در تامین کسری بودجه را با طراحی کرده‌اند. در این تحقیق که به روش توصیفی-تحلیلی تهیه شده، ابتدا با توجه به دو بُعد «ماهیت» و «زمان» به دسته‌بندی انواع نیازهای مالی دولت هنگام رویارویی با کسری بودجه پرداخته و سرانجام به طراحی سه مدل مالی عملیاتی اسناد خزانه مطابق با بازه‌های زمانی گوناگون و نیز ماهیت کسری بودجه جهت خرید کالا، خرید خدمات و تامین وجوه نقد، مبادرت شده است.

مزینی و همکاران (۱۳۹۳) ضمن مروری بر ساختار صادرات غیرنفتی کشور، امکان‌سنجی استفاده از صکوک در حوزه صادرات (کالاها و خدمات) کشور از ابعاد عملیاتی، فقهی و ساختاری را به انجام رسانده‌اند. نتایج این پژوهش حکایت از آن دارد که در شرایط کنونی و با هدف بهره‌گیری از ساختارهای موجود از میان صکوک قابل استفاده در حوزه صادرات غیرنفتی (شامل استصناع، مضاربه، مشارکت، مرابحه، اجاره و جعاله)، صکوک استصناع، قابلیت عملیاتی شدن در تامین مالی صادرات خدمات فنی و مهندسی و صکوک مضاربه، قابلیت عملیاتی شدن در تامین مالی صادرات کالاها را دارد. ضمن اینکه صکوک مشارکت نیز قابلیت عملیاتی شدن در هر دو حوزه را دارد. این پژوهش در نهایت الگوی بومی- عملیاتی انتشار هر سه نوع صکوک به تفکیک صادرات کالایی و خدمات فنی و مهندسی را ارائه داده است.

موسویان و حدادی (۱۳۹۱) در تحقیقی سعی در یافتن ابزارهای تامین مالی پروژه محور اسلامی متناسب با بخش بالادستی نفت داشته‌اند. بنا به فرضیه این مقاله، تامین مالی مزبور را می‌توان با طراحی ابزارهای پروژه محور اسلامی با رعایت دو شرط پروژه محوری (بازپرداخت منابع با استفاده از عواید خود طرح) و اسلامی بودن (منطبق بودن بر مبنای فقهی) انجام داد. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که شرکت ملی نفت ایران می‌تواند از

ابزارهایی چون صکوک اجاره، استصناع و سلف در سبد تامین مالی بخش بالادستی نفت استفاده کند. همچنین پیمانکاران عمومی می‌توانند از صکوک اجاره و استصناع در رویکردهای EPCF برای تامین مالی پروژه‌های خود استفاده کنند.

با نگاهی به ادبیات پژوهش درمی‌یابیم که کمتر تحقیقی متمرکز بر بررسی صکوک در جایگاه تامین کسری بودجه دولت از نگاه اقتصاد کلان بوده و عمده تحقیقات صورت گرفته محدود به ابعاد اقتصاد خرد و نگاه بخشی به این ابزار مالی اسلامی شده است. از این رو بررسی این ابزار در مدل IS - LM در اقتصاد کلان و در این راستا معرفی دو نمونه از انواع این ابزار از نوآوری‌های این تحقیق بشمار می‌آید که در پژوهش‌های گذشته سابقه مشابهی برای آن مشاهده نشده است.

۳- شناسایی الزامات کلی اوراق بهادار در تامین کسری بودجه: مدل IS - LM

بر اساس رابطه اولیه تعادلی در آمد ملی خواهیم داشت:

$$C + I + G = Y = C + S + T \quad (1)$$

$$G - T = S - I \quad (2)$$

عبارت سمت چپ رابطه (۲) $(G - T)$ ، بیانگر کسری بودجه دولت است.^۱ با افزایش کسری بودجه باید خالص پس‌انداز خصوصی $(S - I)$ نیز افزایش یابد. این افزایش در خالص پس‌انداز خصوصی همان افزایش دارایی‌های مالی بخش خصوصی است که با افزایش تعهدات بخش عمومی (دولت) بر اثر افزایش کسری بودجه و متعاقب آن افزایش استقراض (انتشار اوراق) متناظر است و منحنی IS را به سمت راست حرکت می‌دهد (برانسون، ۱۳۸۶: ۴۹۸).

دولت برای تامین کسری بودجه (از طریق انتشار اوراق) سه راه پیش‌رو دارد که هر کدام از این روش‌ها به افزایش خالص دارایی‌های مالی بخش خصوصی به میزان کسری

۱- در اقتصاد ایران، عموماً سهم درآمدهای نفتی بیش از درآمدهای مالیاتی بوده است. جهت ساده‌سازی روابط، هر دو این درآمدها، توأمان با یکدیگر و با نشانه (T) لحاظ شده‌اند.

قابلیت اوراق بهادار اسلامی در جبران کسری بودجه دولت به عنوان ابزار سیاستی ۱۱۱

بودجه منجر می‌شود؛ روش اول فروش اوراق به بخش‌های غیربانکی و عموم مردم است. از آنجا که دولت عایدات و پول‌های ناشی از فروش اوراق را هزینه می‌کند، مجدد این پول‌ها به جریان اقتصاد بازگشته و در نتیجه میزان پول موجود در جریان ثابت می‌ماند (منحنی LM بدون تغییر)، اما خالص دارایی‌های مالی بخش خصوصی به میزان اوراق فروخته شده افزایش می‌یابد (حرکت منحنی IS به سمت راست).

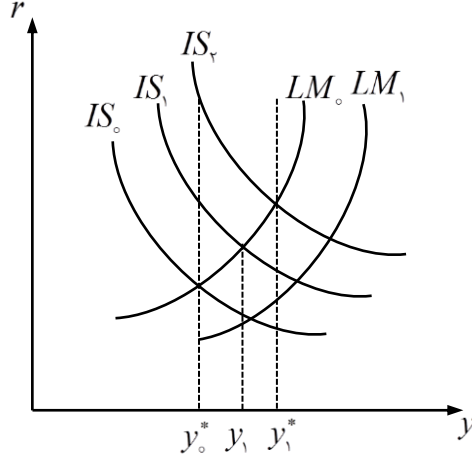
روش دوم، فروش اوراق به بانک‌های تجاری توسط دولت است. این عمل نیز ذخایر را تغییر نمی‌دهد و با وجود حرکت IS به سمت راست، منحنی LM بدون حرکت باقی می‌ماند. سومین روش، فروش اوراق به بانک مرکزی توسط دولت است. در این روش دولت با اعطای اوراق به بانک مرکزی از سپرده‌های موجود در آن بانک استفاده می‌کند. دولت با خرج کردن این وجوه و انتقال آن به بدنه اقتصاد، آنها را به سوی بانک‌های تجاری روانه می‌سازند. این سپرده‌ها به ذخایر اضافی بانکی تبدیل و از طریق مکانیسم ضریب فزاینده پولی موجب افزایش عرضه پول شده و منحنی LM به سمت راست متمایل می‌شود. غالباً به روش تامین مالی کسری بودجه از طریق فروش اوراق به بانک مرکزی «پولی کردن بدهی»^۱ گفته می‌شود.

با کمک رابطه (۳) می‌توان ارزش اسمی کسری بودجه دولت را در وضعیت تعادل کامل موجودی چنین نوشت:

$$BD = P \cdot [g - t(y)] = 0 \quad (3)$$

در نمودار شماره ۱ فرض می‌شود با افزایش مخارج دولت (g) ضمن حرکت منحنی IS_0 به سمت راست (IS_1)، y از وضعیت تعادل کامل موجودی y^*0 فاصله می‌گیرد و به حد y_1 می‌رسد و کسری بودجه (BD) به وجود می‌آید.

نمودار ۱- منحنی IS-LM هنگام ایجاد کسری بودجه و تامین آن



با تامین کسری بودجه از طریق افزایش پول، منحنی LM^0 به سمت راست (LM^1) حرکت می کند تا جایی که تعادل کامل موجودی در نقطه $y = y^*_1$ ایجاد شود، اما اگر تامین کسری بودجه از طریق انتشار اوراق صکوک بدون خلق پول باشد، با افزایش خالص دارایی های مالی بخش خصوصی به میزان اوراق فروخته شده، منحنی IS^1 به سمت راست و بالا (IS^2) حرکت می کند تا جایی که تعادل کامل موجودی در نقطه $y = y^*_1$ به وجود آمده و کسری بودجه مرتفع شود.

اگر کسری بودجه را همان نرخ زمانی تغییر^۱ در حجم پول، D را علامت نرخ زمانی تغییر یک متغیر و درآمد y را تابعی از g و M در نظر بگیریم، همچنین با این فرض که شرایط طرف عرضه اقتصاد برونزا بوده و افزایش y ، قیمت P را افزایش می دهد برای روش خلق پول خواهیم داشت:

$$\frac{dM}{dt} = DM = P [y (M, g)] \cdot [g - t (y (M, g))] \quad (۴)$$

$$\frac{\partial(DM)}{M} = \frac{\partial(y)}{\partial M} = [P \cdot (g - t) - Pt] \quad (۵)$$

1- The Time Rate of Change

و برای انتشار اوراق:

$$\frac{dB}{dt} = DB = P [y(M, g, B, K)] \cdot [g - t(y(M, g, B, K))] \quad (6)$$

$$\frac{\partial(DB)}{\partial B} = \frac{\partial(y)}{\partial B} = [P \cdot (g - t) - Pt] \quad (7)$$

ملاحظه می‌شود که پایداری مدل در دو حالتی که خلق پول و یا انتشار اوراق برای تامین کسری بودجه دولت به کار گرفته می‌شود، وابسته به این است که تغییرات قیمت نسبت به تعدیل درآمد حقیقی، آهنگ کندتری داشته باشد.

با توجه به شرایط اقتصاد ایران و اینکه افزایش سطح قیمت‌ها بیشتر ریشه پولی دارد، می‌توان چنین بیان کرد که امکان پیشی گرفتن تغییرات قیمت نسبت به تعدیل درآمد حقیقی در روش تامین کسری بودجه با خلق پول محتمل‌تر از حالت رقیب است. بنابراین کاهش ارزش اسمی کسر بودجه توسط خلق پول نسبت به تامین مالی کسری بودجه از مسیر انتشار اوراق با دشواری بیشتری روبه‌رو است، از این‌رو انتشار اوراق سیاست بهتری برای رفع کسری بودجه دولت خواهد بود.

خاطر نشان می‌شود شیوع تبیین مزیت داشتن سیاست تامین کسری بودجه با اوراق نسبت به سیاست خلق پول در تحقیقات اقتصادی، ما را از اثبات و استدلال بیشتر باز می‌دارد.

حال اگر ثروت حقیقی خالص (a) را به صورت ذیل در نظر بگیریم:

$$a = \frac{K + R + B}{P} \quad (8)$$

K = ارزش موجودی سرمایه که با ارزش کل سهام سهامداران به علاوه ارزش موجودی ساختمان، زمین و کالاهای مصرفی بادوام اندازه‌گیری می‌شود، است. R = ارزش ذخایر مردم نزد بانک مرکزی و B = ارزش پولی صکوک دولتی که به مردم فروخته شده، است. تعهدات دولت در دست بخش خصوصی (B) و ذخایر (R) همگام با کسری بودجه دولت افزایش می‌یابد. به عبارت دیگر، هنگام تامین کسری بودجه، با فروش صکوک

دولتی به مردم و یا فروش صکوک دولتی به بانک مرکزی و معاوضه با مانده‌های پولی (همان خلق پول)، B و R زیاد شده و با فرض ثبات قیمت‌ها، ثروت حقیقی را افزایش می‌دهد. افزایش در ثروت حقیقی، پس‌انداز را کاهش و مصرف را افزایش می‌بخشد و موجب می‌شود که منحنی IS به سمت راست حرکت کند.

نکته مهم آن است که در ابتدای امر وقتی بانک مرکزی از بانک‌های تجاری در عوض مانده‌های پولی صکوک می‌خرد، $AB = -\Delta R$ بوده و اثر خالص آن روی ثروت جامعه صفر است، اما در مرحله دوم، وقتی بانک‌ها از این ذخایر به عنوان اعتبار استفاده می‌کنند و به دیگران اعتبار می‌دهند و اعتبار‌گیرندگان آنان را به عنوان سپرده نزد بانک‌ها (به عنوان حساب قرض‌الحسنه و یا حساب سرمایه‌گذاری و کالتی) می‌سپارند، میزان R حداقل از طریق نرخ ذخیره قانونی افزایش یافته بدون آنکه از B کاسته شود. از این‌رو در این مرحله ثروت حقیقی افزایش یافته و منحنی IS به سمت راست منتقل می‌شود (ر.ک. برانسون، ۱۳۸۶: ۳۵۸). ملاحظه می‌شود اثر ثروت از حیث انتقال منحنی IS همانند یک اثر تقویتی (ازدحام درونی^۱) عمل کرده و به افزایش سطح y و کاهش حجم کسری بودجه دولت کمک می‌کند.

اما در مورد انتقال منحنی LM شرایط متفاوت است. با افزایش ثروت حقیقی (a) تقاضای پول زیاد می‌شود، اما از آنجا که افزایش ثروت روی همه انواع دارایی‌ها در سبد دارایی توزیع می‌شود، افزایش تقاضای پول از افزایش اولیه ثروت کمتر خواهد بود ($\frac{\partial m}{\partial a} < 1$).

اگر کسری بودجه دولت با خلق پول تامین شود، عرضه پول به اندازه ΔM افزایش می‌یابد در حالی که تقاضای پول به اندازه $\frac{\partial m}{\partial a}$ ($\frac{\partial m}{\partial a} < \Delta M$) افزایش می‌یابد. بنابراین مازاد عرضه پول به وجود آمده و منحنی LM برای سطح ثابتی از y به سمت پایین و راست منتقل می‌شود. اما اگر کسری بودجه دولت با انتشار صکوک دولتی تامین شود، عرضه پول بدون تغییر می‌ماند در صورتی که تقاضای پول افزایش یافته و منجر به بروز مازاد تقاضا در بازار پول می‌شود و منحنی LM را به سمت بالا و چپ منتقل می‌سازد.

قابلیت اوراق بهادار اسلامی در جبران کسری بودجه دولت به عنوان ابزار سیاستی ۱۱۵

با ملاحظه توأمان نتیجه فوق و نمودار شماره ۱ مشخص است که اثر ثروت در تامین کسری بودجه دولت با خلق پول تغییر کیفی در رسیدن به پایداری ایجاد نمی کند، چراکه هر دو منحنی های LM و IS به سمت راست حرکت دارند و این اثر به کاهش کسری بودجه کمک می کند، اما در تامین کسری بودجه دولت با صکوک حرکت دو منحنی در خلاف یکدیگر بوده و امکان بروز ناپایداری را آشکار می سازد. اگر میزان انتقال منحنی IS بیشتر باشد، پایداری تامین می شود، اما اگر انتقال منحنی LM بیشتر باشد، طی یک اثر تخلیه ای (ازدحام بیرونی) سرمایه گذاری بیش از افزایش مصرف، کاهش یافته و در نتیجه بر اثر کاهش y ، کسری بودجه بیشتر شده و وضعیت ناپایدار می شود. بنابراین نیاز است برآیند دو منحنی LM و IS به سمت راست حرکت داشته باشد و به عبارت دیگر، y افزایش یابد.

نتیجه این بخش را می توان چنین بیان داشت که با توجه به علامت مثبت t و P در رابطه (۷)، از جمله مهم ترین الزامات اوراق بهادار جهت تامین کسری بودجه دولت و یا به عبارت بهتر، شرط پایداری فرآیند تعدیل موجودی و کاهش کسری بودجه در انتشار اوراق آن است که $\frac{\partial(y)}{\partial B}$ بزرگ تر از صفر باشد. با تحقق این نکته کلیدی است که می توان به یقین بیان داشت میزان انتقال منحنی IS نسبت به انتقال منحنی LM بیشتر خواهد بود و پایداری مدل تامین می شود. به بیان دیگر، هنگامی که $y < y^*$ باشد و B (اوراق) در حال افزایش باشد، افزایش حجم اوراق y را به سمت y^* برده و کسری بودجه را مرتفع می سازد.

۴- نقش اوراق بهادار اسلامی در تامین الزام شناسایی شده

۴-۱ نقش اوراق بهادار اسلامی در افزایش تولید ملی

حال که مشخص شد مثبت بودن $\frac{\partial(y)}{\partial B}$ الزام کلی اثر گذاری هر گونه اوراق بهاداری بر تامین کسری بودجه است، باید نشان دهیم که این الزام در صکوک به عنوان اوراق بهادار اسلامی که مطابق با اصول شریعت است، وجود دارد.

اگرچه مطلوب آن بود که این مدعا با آزمون آماری و با استفاده از مدل‌های اقتصادسنجی انجام پذیرد، به علت در دسترس نبودن سری زمانی صکوک تامین کننده کسری بودجه به ناچار متوسل به استدلال‌ات نظری شده‌ایم. در ادامه به مهم‌ترین این استدلال‌ات اشاره می‌شود:

۴-۱-۱- تعمیق مالی^۱

در این بخش باید متذکر دو مقدمه شد؛ نخست آنکه تعمیق مالی به معنای گسترش حجم فعالیت‌های مالی به نسبت اندازه اقتصاد کشور بوده و در ادبیات پولی و مالی مترادف تعمیق دارایی‌های مالی دانسته شده است و اینگونه تعریف شده که «به حالتی عنوان می‌شود که سرعت افزایش دارایی‌های مالی بیش از سرعت افزایش دارایی‌های غیرمالی باشد» (خلعتیری، ۱۳۷۱).

تعمیق مالی از راه افزایش سرمایه، موجب افزایش حجم سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه می‌شود. اقتصادهایی که بازارهای عمیق مالی دارند، دارای نقدینگی بالای بازار سرمایه هستند که این امر ارزش ذاتی دارایی‌های مبادله شده در آن را افزایش می‌بخشد (لویس و زروس، ۱۹۹۸). بانک جهانی^۲ (۱۹۸۲) نیز در تعریف تعمیق مالی به شاخصه افزایش موجودی دارایی‌های مالی اشاره می‌دارد. نظریات اقتصادی به این نتیجه رسیده‌اند که تعمیق مالی یکی از راه‌های افزایش تولید و رشد اقتصادی است (فیسن و لائو، ۲۰۰۳).

مسیر اثرگذاری تعمیق مالی بر رشد اقتصادی از طریق افزایش حجم پس‌انداز و سرمایه‌گذاری، کاهش هزینه‌های مبادلاتی، کاهش ریسک و افزایش حجم تحقیق و توسعه (R&D) است.

هارتمن و همکاران (۲۰۰۷) با مطالعه تعمیق مالی در کشورهای اروپای شرقی نتیجه می‌گیرند که بازارهای اعتباری عمیق‌تر از طریق افزایش رشد بهره‌وری اقتصادی، تخصیص مجدد سرمایه را ارتقا می‌دهند.

1- Financial Deepening

2- World Bank

قابلیت اوراق بهادار اسلامی در جبران کسری بودجه دولت به عنوان ابزار سیاستی ۱۱۷

همچنین تحقیقات نشان می‌دهد که شاخصه کلیدی تعمیق مالی گسترش دسترسی به وجوه برای افراد زیادی نظیر کارآفرینان بالقوه و شرکت‌های کوچک است که تاکنون از بازارهای مالی محروم بوده‌اند (بانک اندونزی، ۲۰۰۸: ۲۱).

مقدمه دوم آنکه در صکوک مبتنی بر عقود مشارکتی، سود و یا زیان از قبل تعیین نمی‌شود و کاملاً بستگی به نتیجه فعالیت اقتصادی دارد. همچنین صکوک مبتنی بر عقود مبادله‌ای که بیشتر در آن مبادله واقعی کالا یا خدمات صورت می‌گیرد، این ظرفیت را دارد که در صورت اجرای صحیح و اصولی آن بر اساس بازده بخش واقعی تنظیم شوند. این رفتار باعث ایجاد پیوند هر چه بیشتر بخش مالی و بخش حقیقی اقتصاد می‌شود. همچنین در تأمین مالی اسلامی، فعالیت‌های کاذب اقتصادی که ثبات اقتصادی را در برابر تحولات پیش‌بینی نشده در بازارهای مالی آسیب‌پذیر می‌سازد، ممنوع است. از این رو برآیند این رویدادها، منتج به تعمیق مالی می‌شود. جمع این دو مقدمه چنین نتیجه می‌دهد که استفاده صحیح و واقعی از صکوک می‌تواند به افزایش تولید در سطح کلان بینجامد.

۴-۱-۲ کاهش مشکل اطلاعات نامتقارن^۱

افشای اطلاعات مالی لازم و بالا رفتن سطح اطلاعات متقارن^۲ کمک زیادی به سرمایه‌گذاران در ارزیابی بهتر پروژه‌ها می‌کند. این امر موجب می‌شود که فرآیند تصمیم‌گیری با ابهام کمتر صورت گرفته و در نتیجه سرمایه‌ها به سوی مولدترین بخش‌های اقتصادی متمایل شوند. این رویداد در نهایت منجر به افزایش سطح تولید و رشد اقتصادی خواهد شد (بوید و پرسکات، ۱۹۸۶ و استیگلیتز و گرینوالد، ۲۰۰۳). این در شرایطی است که در صکوک مبتنی بر عقود مبادله‌ای^۳ به علت وجود نرخ سود معین، مشکل اطلاعات

1- Asymmetric Information

2- Symmetric Information

۳- پیشنهاد این پژوهش برای استفاده از اوراق بهادار اسلامی جهت تأمین کسری بودجه دولت، اوراق مبتنی بر عقود مبادله‌ای با درجه پایین اطلاعات نامتقارن است.

نامتقارن وجود ندارد. در نتیجه امکان مدیریت ریسک به عنوان کانالی برای توسعه مالی و رشد اقتصادی فراهم می‌شود.

۴-۱-۳- تجمیع و هدایت پس‌اندازهای خرد

نظام‌های مالی که در تجمیع پس‌اندازهای افراد جامعه مؤثرتر عمل کنند، می‌توانند با افزایش پس‌اندازها، دستیابی به صرفه مقیاس و امکان‌پذیر ساختن سرمایه‌گذاری، اثر قابل ملاحظه‌ای بر رشد اقتصادی داشته باشند (هریسون، ساسمن و زیرا، ۱۹۹۹). با مشاهده وضعیت اقتصاد کشور درمی‌یابیم که حجم منابع مالی خرد در دست سرمایه‌گذاران کوچک و جزء، فرصتی مناسب جهت سرمایه‌گذاری و استفاده در راه تقویت تولید و رشد اقتصادی فراهم می‌آورد.

تحقیقات نشان داده است که صکوک این قابلیت را دارد که سرمایه‌های خرد ناشی از پس‌انداز افراد با سطوح درآمدی متفاوت را تجمیع کند و آن را در کانال ایجاد ارزش افزوده اقتصادی هدایت کند (موسویان و فراهانی‌فرد، ۱۳۸۵: ۹۰)؛ وجوهی که شاید حالت غیرتجمعی آن فایده‌ای به حال تولید ملی نداشته و تنها حجم تقاضای مصرفی را متاثر سازد. تجمیع و هدایت پس‌اندازهای خرد به عنوان نتیجه کلیدی تعمیق مالی می‌تواند به افزایش تولید منجر شود.^۱

بنابراین می‌توان چنین جمع‌بندی کرد که استفاده از صکوک با شرایط ذکر شده باعث افزایش تعمیق مالی و ارتقای سطح اطلاعات متقارن از کانال شفاف‌سازی می‌شود. این دو عامل نیز به نوبه خود موجب تجهیز و هدایت پس‌اندازها و به تبع آن افزایش سرمایه‌گذاری و تولید ملی می‌شود. برای نمایش بهتر مسیر اثرگذاری این موارد بر افزایش تولید ملی می‌توانیم از مشتق زنجیره‌ای استفاده کنیم. اگر B نشانگر میزان صکوک با شرایط ذکر

۱- تجربه افزایش سطح تولید کشورهای اسلامی همچون مالزی، بحرین، امارات و قطر در نتیجه استفاده از ابزارهای مالی اسلامی می‌تواند در این بخش راهگشا باشد (ر.ک. گزارش بخش بانکداری اسلامی بانک HSBC (۲۰۱۲) و آدام و توماس، (۲۰۰۴))

قابلیت اوراق بهادار اسلامی در جبران کسری بودجه دولت به عنوان ابزار سیاستی ۱۱۹

شده، FD نشانگر شاخص تعمیق مالی، SI نشانگر شاخص اطلاعات متقارن، S نشانگر پس انداز، I نشانگر سرمایه گذاری باشد و همچنین اثر مثبت استفاده از صکوک با لحاظ شرایط بر شاخص تعمیق مالی و شاخص اطلاعات متقارن را تجمیع کرده و با علامت Z نمایش دهیم:

$$\frac{dFD}{dB} + \frac{dSI}{dB} = \frac{dZ}{dB}$$

آنگاه می توان نتیجه مشتق زنجیره ای را که عبارتی مثبت است، به این شکل تعریف کنیم:

$$\frac{dZ}{dB} * \frac{dS}{dZ} * \frac{dI}{dS} * \frac{dY}{dI} = \frac{dY}{dB}$$

۴-۲ تحلیل در فضای عرضه و تقاضای کل

تحلیل در منحنی IS-LM فقط برای طرف تقاضای اقتصاد است و برای آنکه سیاستی جهت تامین کسری بودجه در کلیت اقتصاد اندیشه شود، لازم است فضای عرضه و تقاضای کل (AD & AS) را مورد بحث قرار دهیم. در روش خلق پول ممکن است در کوتاه مدت تولید اندکی افزایش یابد (تحلیل روی منحنی IS-LM)، اما هنگامی که این حجم پول افزوده شده به اقتصاد در نظام بانکی قرار می گیرد، از طریق ایجاد ضریب فزاینده چند برابر می شود. این افزایش به حدی خواهد بود که طرف عرضه توان جذب آن را نخواهد داشت. در این هنگام است که مازاد تقاضا و به دنبال آن تورم به وجود آمده و مشکل کسری بودجه را تشدید می سازد. بر این نکته باید این را هم افزود که در اقتصاد ایران منحنی عرضه کل (AS) شبیه نزدیک به بی نهایت دارد و ایجاد مازاد تقاضا و انتقال AD به سمت راست تنها بر شدت افزایش سطح عمومی قیمت ها افزوده و لا را جهت جبران کسری بودجه و نزدیک شدن به y^* یاری نمی رساند. در صورتی که انتشار صکوک با فرض تقویت بخش تولید در بلندمدت، منحنی AS را به سمت راست برده و y را به y^* که کسری بودجه در آن امحا می شود، سوق می دهد.

۵- دو الگوی اوراق بهادار اسلامی در تامین کسری بودجه دولتی

در اقتصاد ایران نگرش عمده این است که درآمدهای منابع طبیعی به خصوص صادرات نفت با سایر درآمدهای دولت اعم از مالیات‌ها تجمیع شده و صرف هزینه‌های دولت اعم از مخارج مصرفی، سرمایه‌گذاری و یا بازپرداخت تعهدات شود. اما امروزه با گسترش ابزارهای مالی اسلامی می‌توان ادعا کرد که دولت قادر است با استفاده از این ابزارها و جمع‌آوری سرمایه‌های بخش خصوصی به تامین بودجه و کسری‌های احتمالی خود بپردازد. این تامین مالی با استفاده از انتشار برخی از انواع صکوک امکان‌پذیر است. در ادامه صکوک اجاره و صکوک استصناع به عنوان دو نمونه از اوراق بهادار اسلامی که می‌تواند در مسیر تامین کسری بودجه دولتی بکار گرفته شود، تشریح می‌شود.^۱

۵-۱- صکوک اجاره

صکوک اجاره اوراق بهاداری است که معرف ارزش‌های یکسان بوده و بر یک دارایی مشهود که به صورت اجاره اعتباری در اختیار شخص یا اشخاص حقیقی و حقوقی قرار می‌گیرد، دلالت دارد. این دارایی می‌تواند مبنای انتشار صکوک اجاره و پشتوانه آن قرار بگیرد. دارندگان اوراق اجاره بخشی از این دارایی مشهود و منافع مترتب بر آن را بر اساس عقد اجاره در اختیار خواهند داشت.

کاربرد صکوک اجاره در جایگاه ابزار تامین کسری بودجه دولتی موجب می‌شود که دولت بتواند به وسیله این اوراق به تامین دارایی‌های بادوام خود که در راستای ایفای مسئولیت‌ها و اجرای فعالیت‌های خود به آنها نیازمند است، اقدام کند و کمتر متوسل به استقراض شود. این امر مسلماً موجب می‌شود که یکی از مهم‌ترین اجزای رشد پایه پولی مهار شود (شعبانی و قلیچ، ۱۳۹۰: ۱۴۱).

۱- البته استفاده از انواع دیگر ابزار مالی اسلامی همچون صکوک مرابحه، صکوک مشارکت و اوراق خزانه اسلامی نیز جهت تامین کسری بودجه دولت قابل بررسی و تحلیل است که بنا بر محدودیت حجم تحقیق حاضر، ماکول به تحقیقات آتی می‌شود.

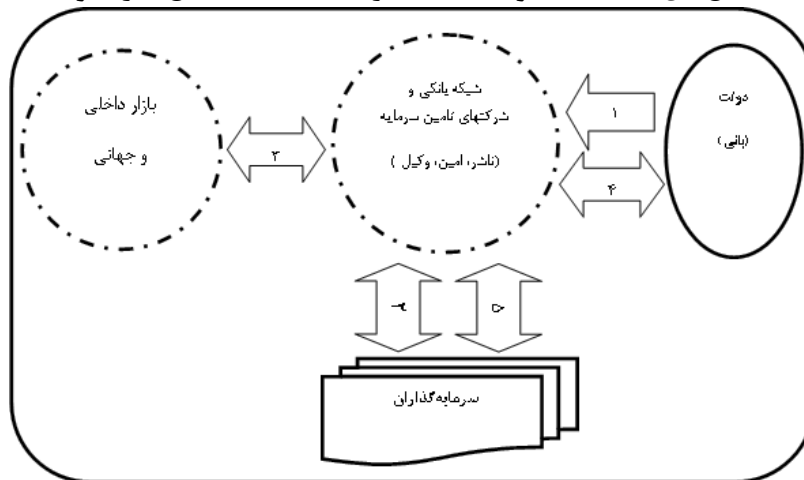
قابلیت اوراق بهادار اسلامی در جبران کسری بودجه دولت به عنوان ابزار سیاستی ۱۲۱

استفاده موثر دولت از این ابزار با هدف تامین کسری بودجه به دو روش قابل تصور است؛ روش اول آنکه دولت با ایجاد یک نهاد واسطه‌ای به عنوان ناشر اوراق به تامین دارایی‌های سرمایه‌ای و مصرفی بادوام مورد نیاز وزارتخانه‌ها، موسسات، نهادها و شرکت‌های وابسته به خود اقدام می‌کند، به این صورت که ناشر پس از اعطای اوراق به متقاضیان و جمع‌آوری وجوه، دارایی‌های سرمایه‌ای و مصرفی بادوام مورد احتیاج دولت را به وکالت از صاحبان وجوه خریداری و یا با همکاری بنگاه‌های تولیدی تحت عقود مرتبط، تولید کرده و به نهادهای مربوطه دولتی طبق عقد اجاره عادی یا اجاره به شرط تملیک واگذار می‌کند. از جمله این دارایی‌ها می‌توان به زمین، ساختمان، دانشگاه، بیمارستان، کشتی، هواپیما، فرودگاه، اسکله، ورزشگاه، جاده، سد و... اشاره داشت.

با توجه به کسری بودجه دولت، احتیاجی به تزریق بودجه جهت ساخت و یا تهیه امکانات و تجهیزات مورد نیاز توسط دولت وجود ندارد و دولت این موارد را با جوهی که از طریق انتشار صکوک اجاره جمع‌آوری کرده است، تهیه و آن را با واسطه ناشر از دارندگان اوراق به عنوان صاحبان اصلی این امکانات و تجهیزات، اجاره می‌کند.

از آنجا که استفاده از کالا توسط مستاجر نیازمند محافظت و نگهداری صحیح وی است، اجاره به شرط تملیک این انگیزه را در مستاجر بیشتر کرده و از این بابت هزینه‌های جانبی را کاهش می‌دهد. همچنین از آنجا که مزایای این اوراق برای دارنده آن، سهمی از اجاره‌بها و مابه‌التفاوت قیمت خرید و فروش کالای مورد اجاره است، با استفاده از اجاره به شرط تملیک، ریسک کاهش شدید قیمت کالا در انتهای دوره نسبت به قیمت خرید منتفی شده و تمام منافع در همان اجاره‌بهای ناشی از اجاره به شرط تملیک استیفا می‌شود. بنابراین اجاره به شرط تملیک از این دو حیث بر اجاره عادی مزیت دارد و توصیه می‌شود از این عقد به جای عقد اجاره عادی استفاده شود. روش عملیاتی این صکوک در نقش تامین مالی کننده کسری بودجه دولت در نمودار شماره ۲ نمایش داده شده است.

نمودار ۲- روش اول استفاده از صکوک اجاره به شرط تملیک جهت تامین کسری بودجه دولت



منبع: یافته‌های تحقیق

- ۱- دولت در مواقعی که جهت تهیه بخشی از امکانات و تجهیزات لازم با استفاده از بودجه خود با کسری مواجه می‌شود با هدف تامین این امکانات و تجهیزات، پیشنهاد انتشار صکوک اجاره را با مشخص کردن ویژگی‌های این امکانات موردنظر به ناشر می‌دهد.
- ۲- ناشر این اوراق را در حجم مورد درخواست بانی (دولت) منتشر می‌کند و سرمایه‌گذاران با خرید این اوراق، وجوه خود را به ناشر منتقل می‌سازند. دارندگان اوراق ضمن خرید اوراق به ناشر وکالت می‌دهند که امکانات و تجهیزات لازم را با این وجوه از بازار تهیه کرده و آن را از سوی دارندگان اوراق به دولت اجاره به شرط تملیک دهد.
- ۳- در صورتی که امکانات و تجهیزات مورد نیاز دولت در بازار موجود باشد، ناشر اوراق با مراجعه به بازار با استفاده از وجوه دارندگان اوراق و به وکالت از آنان، آن امکانات و تجهیزات را خریداری می‌کند، اما در صورتی که این امکانات و تجهیزات مورد نیاز دولت در بازار موجود نباشد، ناشر می‌تواند سفارش تهیه آن را (از طریق عقد استصناع و یا وکالت) به کارگزاران بدهد. کارگزاران پس از تهیه و تولید این تجهیزات، آن را به ناشر منتقل می‌کنند.
- ۴- ناشر امکانات و تجهیزات تهیه شده را به وکالت از مالکان آن (دارندگان اوراق) به دولت اجاره به شرط تملیک می‌دهد. در مقابل دولت به صورت دوره‌های مشخص بر

قابلیت اوراق بهادار اسلامی در جبران کسری بودجه دولت به عنوان ابزار سیاستی ۱۲۳

حسب قرارداد تعیین شده اجاره‌بهای استفاده از این امکانات و تجهیزات را به ناشر پرداخت می‌کند. در اینجا دارندگان اوراق موجر و دولت مستاجر به حساب می‌آیند. اجاره‌بهای پرداختی به میزانی است که در انتهای دوره اصل سرمایه به انضمام اجاره استفاده از آن هر دو با هم برای دارندگان اوراق تامین شده باشد. بدیهی است میزان اجاره‌بها در روش اجاره به شرط تملیک بیشتر از میزان اجاره‌بها در روش اجاره عادی خواهد بود.

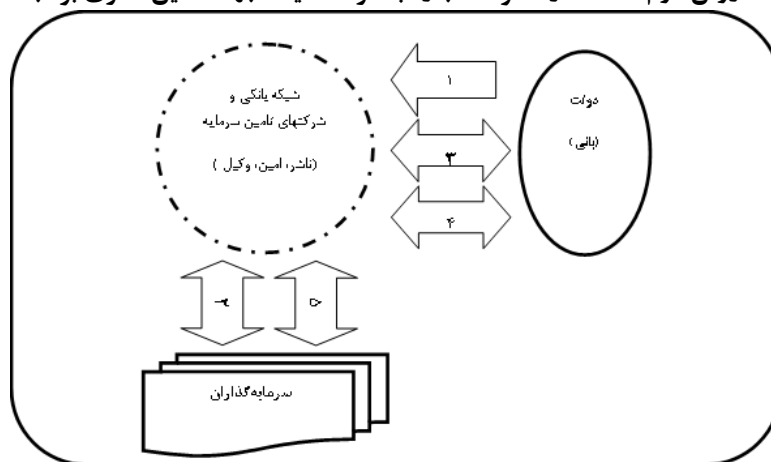
۵- ناشر اجاره‌بهای دریافتی از دولت را بر حسب میزان سهم و اوراق دارندگان اوراق بین آنان توزیع می‌کند. ناشر در ازای خدماتی که تحت عقد و کالت ارائه می‌دهد، حق برداشت مبلغی تحت عنوان حق الوکاله را دارد. در انتهای دوره با پرداخت مبلغی اندک و یا به طور رایگان (بنا به توافق انجام شده در مفاد قرارداد) امکانات و تجهیزات به مالکیت دولت (مستاجر) در خواهد آمد. در این زمان، اوراق توسط ناشر از دارندگان اوراق تحویل گرفته خواهد شد.

روش دوم به این شکل است که ناشر پس از جمع‌آوری وجوه و اعطای اوراق به صاحبان وجوه، دارایی‌های سرمایه‌ای و مصرفی را به وکالت از صاحبان وجوه از خود دولت خریداری کرده، سپس به وکالت از دارندگان اوراق، آن دارایی‌ها را طبق عقد اجاره به شرط تملیک به دولت اجاره می‌دهد^۱. اجاره‌بهای پرداختی دولت برابر است با اصل مبلغ خرید دارایی‌ها به انضمام سود اوراق.

در این روش، دولت در زمان انتشار صکوک اجاره، مبلغ قابل توجهی را از متقاضیان اوراق دریافت کرده و به تامین کسری بودجه خود می‌پردازد. سپس به مرور زمان با استفاده از درآمدهای آتی اصل وجوه به انضمام سود اوراق (در قالب اجاره‌بهای دارایی‌ها) را به دارندگان اوراق پرداخت می‌کند. همانند روش اول، در سررسید اوراق، امکانات و تجهیزات اجاره داده شده به صورت رایگان و یا در مقابل عوضی معین که در قرارداد اجاره معین شده است به تملیک مستاجر (دولت) درمی‌آید. روش اول را می‌توان صکوک با هدف تامین دارایی و روش دوم را صکوک با هدف تامین نقدینگی نامید.

روش عملیاتی این صکوک در نقش تامین مالی کننده کسری بودجه دولت در نمودار شماره ۳ نمایش داده شده است.

نمودار ۳- روش دوم استفاده از صکوک اجاره به شرط تملیک جهت تامین کسری بودجه دولت



منبع: یافته‌های تحقیق

بندهای ۱ و ۲ همانند موارد بندهای ۱ و ۲ در نمودار شماره ۲ است با این توضیح که دارندگان اوراق ضمن خرید اوراق به ناشر وکالت می‌دهند که امکانات و تجهیزات لازم را با این وجوه از دولت تهیه نموده و آن را از سوی دارندگان اوراق به خود دولت اجاره به شرط تملیک دهد.

۳- ناشر اوراق با مراجعه به دولت با پرداخت وجوه دارندگان اوراق و به وکالت از آنان، بخشی از امکانات و تجهیزات دولت را خریداری می‌کند. در این وضعیت دارندگان اوراق خریدار امکانات و تجهیزات و دولت فروشنده آن خواهند بود. دولت با وجوهی که به دست می‌آورد به تامین کسری بودجه خود مبادرت می‌ورزد.

۴- ناشر امکانات و تجهیزات خریداری شده را به وکالت از مالکان آن (دارندگان اوراق) به دولت اجاره به شرط تملیک می‌دهد. در مقابل دولت به صورت دوره‌های مشخص بر حسب قرارداد تعیین شده اجاره‌بهای استفاده از این امکانات و تجهیزات را به

قابلیت اوراق بهادار اسلامی در جبران کسری بودجه دولت به عنوان ابزار سیاستی ۱۲۵

ناشر پرداخت می‌کند. در این وضعیت، دارندگان اوراق موجر و دولت مستاجر به حساب می‌آید. اجاره‌بهای پرداختی به میزانی است که در انتهای دوره اصل سرمایه به انضمام اجاره استفاده از آن هر دو با هم برای دارندگان اوراق تامین شده باشد.

۵- ناشر، اجاره‌بهای دریافتی از دولت را بر حسب میزان سهم و اوراق بین دارندگان اوراق توزیع می‌کند. ناشر در ازای خدماتی که تحت عقد و کالت ارائه می‌دهد، حق برداشت مبلغی تحت عنوان حق‌الوکاله را دارد. در انتهای دوره با پرداخت مبلغی اندک و یا به طور رایگان (بنا به توافق انجام شده در مفاد قرارداد) امکانات و تجهیزات به مالکیت دولت (مستاجر) در خواهد آمد. در این زمان، اوراق توسط ناشر از دارندگان اوراق تحویل گرفته خواهد شد.

ذکر دو نکته ضرورت دارد؛ اول آنکه این اوراق قابلیت خرید و فروش در بازار ثانویه را دارند و صاحبان اوراق اجاره در هر زمان می‌توانند سهم خودشان را از مالکیت مشاع بازپس گرفته و به هر شخص دیگری منتقل کنند. قیمت این اوراق تحت تاثیر عواملی چون نوع قرارداد اجاره، نرخ سود اوراق، نرخ بازدهی سرمایه‌گذاری‌های مشابه و نرخ تورم واقعی و انتظاری قرار دارد.

دوم آنکه در تعیین اجاره‌بها در صکوک اجاره به شرط تملیک باید به طریقی رفتار کرد که افزون بر پوشش قیمت اولیه خرید امکانات و تجهیزات، هزینه‌های حفظ و مراقبت از آنان، هزینه بیمه، حق‌الوکاله ناشر و وکیل سود خالصی نیز به دارندگان اوراق تعلق گیرد که این نرخ در بلندمدت از نرخ سود ابزارهای مالی مشابه کمتر نباشد.

به عنوان مثال، اگر دولت برای انجام دسته‌ای از پروژه‌های عمرانی نیاز به ماشین‌آلات، ابزارآلات و تجهیزات سنگین صنعتی به ارزش هزار میلیارد ریال داشته باشد، اما از حیث بودجه به لحاظ بخشی با کسری مواجه باشد، می‌تواند مطابق روش اول با واسطه ناشر به انتشار صکوک اجاره به شرط تملیک به مبلغ هزار میلیارد ریال اقدام کرده و با استفاده از مبالغ جمع‌آوری شده تجهیزات مورد نیاز را به طور وکالتی از طرف دارندگان اوراق، خریداری کرده و به خود اجاره دهد. در این حالت، اگر سررسید اوراق شش ساله، هزینه

حفظ و مراقبت از تجهیزات $c_1=1\%$ ، هزینه بیمه تجهیزات $c_2=1\%$ ، حق الوکاله ناشر و وکیل $c_3=2\%$ ، نرخ اجاره بها $c_4=20\%$ باشد، اجاره بهای کل (R) و ماهانه (Rt) این صکوک به روش ساده و غیرپله‌ای عبارت خواهد بود از:

$$R = P + (P.n).(c_1 + c_2 + c_3 + c_4)$$

$$R = 1012 + (1012 \times 6) \cdot (0.01 + 0.01 + 0.02 + 0.20) = 244 \times 1012$$

$$Rt = \frac{R}{12n} = 33.88 \times 10.9$$

افزون بر این نرخ اجاره بهای صکوک اجاره می‌تواند به عنوان ابزاری برای سیاستگذاری تثبیتی استفاده شود. به این صورت که هنگام وقوع کسری بودجه، دولت با افزایش اجاره بهای اوراقی که خود منتشر کرده است، تمایل سرمایه‌گذاران را برای خرید این اوراق بالا برده و انگیزه فروش اوراق را در بین صاحبان اوراق کاهش بخشد و با این روش بخشی از نقدینگی جامعه را جهت تامین مالی خود جذب کند.

خاطر نشان می‌شود ملاحظات فقهی عقد اجاره موجب شده است که استفاده از صکوک اجاره از مزایایی برخوردار شود که کاربرد آن را در تامین مالی کسری بودجه دولتی تقویت کند؛ اول آنکه عقد اجاره در مورد فروش دارایی مورد اجاره برای موجر (دارندگان اوراق) محدودیتی به وجود نمی‌آورد، یعنی موجر می‌تواند دارایی را بفروشد بدون اینکه به قرارداد اجاره خللی وارد شود، چراکه این عقد از عقود لازم است و اگر بیع پس از اجاره واقع شود، اجاره باطل نمی‌شود، زیرا بیع منافاتی با اجاره ندارد و اجاره به منافع تعلق می‌گیرد، اگر چه در صورت امکان هنگام بیع، منافع نیز به تبع عین منتقل می‌شود (شیروانی، ۱۳۷۸، ج ۸: ۱۲). نکته‌ای که در اینجا وجود دارد این است که خریدار باید از وقوع اجاره مطلع باشد. از این رو دارندگان اوراق می‌توانند در بازار ثانویه با فروش سهم خود، فرد دیگری را در جای خود قرار دهند و خود از بازار اوراق خارج شوند. بدون شک، این ویژگی به جذابیت اوراق و کاربردپذیری آن در سیاستگذاری کلان اقتصادی می‌افزاید.

قابلیت اوراق بهادار اسلامی در جبران کسری بودجه دولت به عنوان ابزار سیاستی ۱۲۷

دومین مزیت این عقد در رابطه با تامین مالی آن است که این جواز فقهی وجود دارد که اجاره بها به صورت هفتگی، ماهانه، سالانه و یا به هر شکل دیگر که مورد توافق طرفین است، پرداخت شود. از این رو دولت می تواند متناسب با برنامه های سیاستی و جریان های درآمدی آتی خود پرداخت اجاره بها (سود اوراق) را به دارندگان اوراق، برنامه ریزی و مدیریت کند. این امکان به کاربرپذیری این صکوک در امر سیاستگذاری کلان کمک می کند.

سوم اینکه از لحاظ فقهی و قانونی قرارداد اجاره می تواند تا زمانی که یک دارایی وجود دارد ادامه یابد.^۱ این جواز موجب می شود که در زمان هایی که دولت مایل به ادامه تامین مالی از طریق صکوک اجاره است با انتشار اوراق همچنان از وجوه متقاضیان اوراق استفاده کند. البته قرارداد اجاره محدودیت زمانی ندارد و تا پایان عمر مفید دارایی می تواند باشد، اما هر مورد قرارداد اجاره باید سررسید معین داشته باشد. این سررسید ممکن است طولانی مدت برای مثال ۱۰ یا ۲۰ ساله باشد، اما نمی تواند بدون سررسید شود بنابراین دولت می تواند در سررسید با انتشار اوراق اجاره جدید مدت اجاره را تمدید کند.

چهارم آنکه لزومی ندارد که اجاره بها حتماً به صورت وجه نقد پرداخت شود، بلکه هر نوع کالا یا دارایی مالی دیگر نیز می تواند به عنوان اجاره بها (با توافق طرفین) پرداخت شود. این مزیت امکان پرداخت سهم و یا اوراق بیشتر در قبال سود نقدی را برای دولت فراهم می سازد. انتخاب این سیاست منوط به شروط قرارداد و اهداف سیاستگذاری دولت است.

۵-۲- صکوک استصناع

صکوک استصناع می تواند به تامین مالی طرح های عمرانی و توسعه ای دولت، شهرداری ها، شرکت های دولتی و بخش خصوصی کمک کند. این صکوک، اسناد و گواهی های دارای ارزش یکسان هستند و برای تجمیع وجوه لازم جهت ساخت کالایی استفاده می شوند که تحت تملک دارنده صکوک است.

۱- ماده ۴۷۱ و ۴۷۵ قانون مدنی به این نکته اشاره دارد.

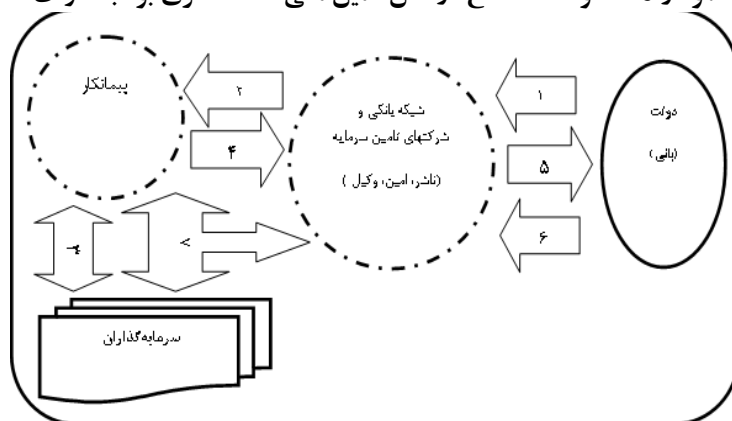
صکوک استصناع هم می‌تواند برای ساخت کالاها و تجهیزات و هم ساخت و تکمیل پروژه‌های ساخت و ساز و عمرانی بکار گرفته شود. از آنجا که دولت در تامین اهداف خود نیازمند تهیه و استفاده از کالا و خدمات و نیز پروژه‌های عمرانی است و گاه به علت محدودیت‌های بودجه‌ای در تامین این اهداف به مشکل برمی‌خورد، می‌توان استفاده از صکوک استصناع را ابزاری برای تامین کسری بودجه دولت به طور غیرمستقیم قلمداد کرد و سطح مراجعه به سیاست استقراض از بانک مرکزی را کاهش داد. به طور طبیعی انتظار می‌رود صکوک استصناع کالاها و تجهیزات از دوره سررسید زمانی کوتاه‌تری نسبت به صکوک استصناع پروژه‌های ساخت و ساز برخوردار باشد. از این حیث این ابزار می‌تواند طیف گسترده‌تری از متقاضیان اوراق با سلاقی و اهداف سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت و بلندمدت را به خود جذب کند.

استفاده موثر دولت از این ابزار با هدف تامین کسری بودجه حداقل به دو روش مستقیم و غیرمستقیم قابل تصور است؛ در روش مستقیم، دولت در زمان‌هایی که به علت کسری بودجه توان مالی احداث، توسعه و یا تکمیل پروژه خاصی را ندارد، در ازای سپردن تعهد به پرداخت بها و اجرت پروژه در سررسیدهای مشخص، ساخت و تکمیل پروژه مدنظر را به پیمانکار یا پیمانکارانی سفارش می‌دهند. در این سفارش به جای پرداخت وجه نقد از صکوک استصناع با سررسید معین و به کسر (با قیمتی پایین‌تر از قیمت مندرج روی آن) استفاده می‌شود. پیمانکار می‌تواند تا زمان سررسید اوراق و اخذ وجه اسمی اوراق از سفارش دهنده صبر کرده و یا آنکه زودتر از سررسید، آن اوراق را در بازار ثانویه تنزیل کند. در روش غیرمستقیم، گاه به علت بزرگ بودن پروژه و یا عدم رغبت پیمانکاران در ورود به بازارهای مالی، دولت به واسطه بانک‌ها سفارش ساخت و تکمیل پروژه خاصی را می‌دهند و در عوض صکوک استصناع را در اختیار بانک‌ها قرار می‌دهند، بانک‌ها نیز این پروژه را در قالب پروژه‌های کوچک‌تر به پیمانکاران جزء سپرده و بهای پروژه را از منابع خود به آنان پرداخت می‌کند. بانک‌ها می‌توانند تا سررسید اوراق صبر کرده و یا آنکه زودتر از سررسید این اوراق را در بازار ثانویه تنزیل کنند (نظرپور، ۱۳۸۴: ۱۰۲-۹۸).

قابلیت اوراق بهادار اسلامی در جبران کسری بودجه دولت به عنوان ابزار سیاستی ۱۲۹

از آنجاکه در زمان خرید، سود حاصل از سرمایه گذاری در این نوع صکوک با تفریق قیمت خرید از قیمت اسمی آن، مشخص است این ابزار یک ابزار با سود ثابت بوده و تناسب بیشتری با اهداف سیاستگذاری دولت دارد. روش عملیاتی این صکوک در نقش تامین مالی کننده کسری بودجه دولت در نمودار شماره ۴ نمایش داده شده است.

نمودار ۴- صکوک استصناع در نقش تامین مالی کننده کسری بودجه دولت



منبع: یافته‌های تحقیق

- ۱- دولت در مواقعی که جهت تهیه بخشی از امکانات، تجهیزات و یا پروژه‌های عمرانی لازم با استفاده از بودجه خود با کسری مواجه می‌شود با هدف تامین این موارد، پیشنهاد انتشار صکوک استصناع را با مشخص کردن ویژگی‌های این امکانات مورد نظر در قالب قرارداد حق العمل کاری به ناشر می‌دهد. این پیشنهاد در ازای سپردن تعهد به پرداخت بها و اجرت پروژه در سررسیدهای مشخص خواهد بود.^۱
- ۲- ناشر با مراجعه به پیمانکار مطابق درخواست دولت، سفارش ساخت و یا تکمیل امکانات، تجهیزات و یا پروژه‌های عمرانی لازم دولت را به وی می‌دهد. همچنین به جای پرداخت پول، صکوک استصناع با سررسید مشخص در اختیار پیمانکاران قرار می‌گیرد.^۲

۱- این پیشنهاد می‌تواند در قالب عقد استصناعی مستقل صورت پذیرد و نام استصناع اول بگیرد. سپس ناشر و یا واسط با پیمانکاران استصناع دوم را منعقد سازند.

۲- حالت دیگر آن است که ناشر مستقیماً اوراق را در بازار فروخته و وجوه جمع‌آوری شده را به پیمانکاران منتقل سازد؛ در این وضعیت اوراقی به پیمانکاران داده نمی‌شود.

۳- پیمانکاران می‌توانند تا زمان سررسید اوراق و اخذ وجه اسمی آن از سفارش‌دهنده، صبر کرده و یا آنکه زودتر از سررسید، اوراق را در بازار ثانویه نزد سرمایه‌گذاران و متقاضیان اوراق تنزیل کنند.

۴- پس از ساخت امکانات، تجهیزات و یا پروژه‌های عمرانی سفارش‌شده توسط پیمانکاران، این موارد به ناشر تحویل داده می‌شود.

۵- ناشر امکانات، تجهیزات و یا پروژه‌های عمرانی تمام شده را به دولت تحویل می‌دهد. البته بنا بر مفاد قرارداد دولت می‌تواند تحویل و استفاده از این موارد را پیش از اتمام نهایی انجام دهد.

۶- دولت بها و اجرت پروژه را مطابق قرارداد به ناشر می‌پردازد. البته نیازی نیست که حتماً این پرداخت در انتهای کار انجام پذیرد، بلکه دولت می‌تواند در حین ساخت موارد سفارش داده به صورت قسطی این مبلغ را پرداخت کند. در این حالت مورد ۶ پیش از موارد ۴ و ۵ قرار می‌گیرد.

۷- ناشر مبالغ دریافت نموده از دولت را پس از کسر حق الوکاله خود به دارندگان اوراق (پیمانکاران و یا سرمایه‌گذاران بازار ثانویه) منتقل کرده و اوراق را از آنان بازپس می‌گیرد.

از مزایای مهم اقتصادی صکوک استصناع آن است که این اوراق ابزار مناسبی جهت جمع‌آوری بخشی از نقدینگی از جامعه و هدایت آنها به سمت پروژه‌های عمرانی و تولیدی است. البته این ساخت و تکمیل پروژه‌ها تنها در بلندمدت بر بخش عرضه کل اقتصاد اثرگذار بوده و این تاثیر منوط به هدایت مناسب سرمایه‌ها به سمت پروژه‌هایی است که توجیه و بازده اقتصادی خوبی داشته باشند.

حُسن دیگر این روش آن است که با بکارگیری صکوک استصناع می‌توان بخشی از وابستگی به ارزشهای نفتی جهت تامین مخارج عمرانی و تولیدی را تقلیل بخشید. مزیت دیگر که می‌توان از آن یاد کرد مربوط به استقرار دولت از بانک مرکزی است در مواقعی که قیمت نفت پایین است. از آنجا که معمولاً دولت قرض‌ها را

قابلیت اوراق بهادار اسلامی در جبران کسری بودجه دولت به عنوان ابزار سیاستی ۱۳۱

بازپرداخت نمی‌کند، سیاست انقباضی در این مرحله چندان مفهومی ندارد در حالی که با جایگزینی استفاده از این ابزار تا حدی که پاسخگوی نیازهای دولت باشد، این مشکل به وجود نمی‌آید (نظرپور، ۱۳۸۵: ۵۹-۵۸). بنابراین استفاده از صکوک استصناع با ورود بانک مرکزی به بازار ثانویه آن به منظور اعمال سیاست پولی و نیز جهت گیری انتشار اوراق در راستای اعمال سیاست‌های مالی برای کاهش تورم موثر به نظر می‌آید (شعبانی و قلیچ، ۱۳۹۰: ۱۵۱-۱۴۹).

در خصوص تنزیل این اوراق در بازار ثانویه باید دعان کرد که مشهور فقهای شیعه تنزیل اسناد تجاری در نزد شخص ثالث را در صورتی که سند واقعی و حقیقی باشد از مصادیق بیع دین برشمرده و برای آن قائل به حکم جواز هستند (مراجع تقلید، ۱۳۸۳، ج ۲). از آنجا که در صکوک استصناع، اسناد تحویل داده شده به پیمانکاران بر اساس قرارداد شرعی استصناع و در مقابل انجام فعالیت واقعی و نه صوری است، می‌توان جواز خرید و فروش این اوراق در بازار ثانویه را استحصال کرد.

۶- جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

کسری بودجه جزو اضطراری‌ترین مسائل کشور به حساب می‌آید که هیچ راه‌حل فوری برای حل آن وجود ندارد. رویه دولت در تامین کسری بودجه فروش منابع طبیعی بیشتر و نیز استقراض از بانک مرکزی و خلق پول بیشتر است. از آنجا که عوارض ناخوشایند هر دو اقدام بر پیکره اقتصاد کشور آزموده شده است، پژوهش حاضر پیشنهاد استفاده از اوراق بهادار اسلامی در تامین کسری بودجه دولت را مطرح کرده است.

الزامات اوراق بهادار جهت اثربخش بودن در تامین کسری بودجه دولت با استفاده از مدل پایه‌ای IS-LM، بخش اول این تحقیق را شکل می‌داد. نتیجه این بخش آن بود که شرط پایداری فرآیند تعدیل موجودی و کاهش کسری بودجه با انتشار اوراق این است که این اوراق افزایش‌دهنده سطح تولید باشند والا کاهش کسری بودجه، پایدار نخواهد بود.

۱۳۲ فصلنامه پژوهشنامه اقتصادی، سال پانزدهم، شماره ۵۶

در بخش دوم با استفاده از این نتیجه به قابلیت اوراق بهادار اسلامی به عنوان اوراق بهادار وابسته به بخش حقیقی اقتصاد در تامین الزام شناسایی شده در بخش اول پرداخته شده است. نتیجه این بخش آن بود که تعمیق مالی، کاهش مشکل اطلاعات نامتقارن و تجمیع و هدایت پس اندازهای خرد از جمله عواملی هستند که مشتق زنجیره‌ای تامین این الزام را به نمایش درمی آورند.

در بخش پایانی نیز الگوهای اوراق بهادار اسلامی در تامین کسری بودجه دولتی در دو نمونه صکوک اجاره و صکوک استصناع مورد تحلیل و بررسی قرار گرفت و نتیجه شد که با فراهم سازی زمینه‌های لازم، استفاده از این دو اوراق می‌تواند دولت را در تامین کسری‌های بودجه خود یاری رساند.

قابلیت اوراق بهادار اسلامی در جریان کسری بودجه دولت به عنوان ابزار سیاستی ۱۳۳

منابع

الف - فارسی

برانسون، ویلیام اچ. (۱۳۸۶)، *تئوری و سیاست‌های اقتصاد کلان*، ترجمه عباس شاکری، تهران: نشر نی، چاپ یازدهم.

خادم‌الحسینی اردکانی، مجید و سید عباس موسویان (۱۳۹۱)، «مهندسی مالی اسناد خزانه اسلامی»، *فصلنامه اقتصاد اسلامی*، سال دوازدهم، شماره ۴۵.

شعبانی، احمد و وهاب قلیچ (۱۳۹۰)، «قابلیت اوراق بهادار اسلامی در مهار تورم به عنوان ابزار سیاستی (مطالعه موردی: اوراق مشارکت، اجاره، مرابحه و استصناع)»، *فصلنامه اقتصاد اسلامی*، سال ۱۱، شماره ۴۳.

شیروانی، علی (۱۳۷۸)، *ترجمه و تبیین شرح لمعه*، قم: دارالعین، چاپ دوم.

فراهانی فرد، سعید (۱۳۸۱)، *سیاست‌های اقتصادی در اسلام*، تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی. فراهانی فرد، سعید (۱۳۸۸)، «صکوک سلف؛ ابزاری مناسب برای تامین مالی و پوشش ریسک»، *فصلنامه اقتصاد اسلامی*، سال نهم، شماره ۳۳.

مراجع تقلید (۱۳۸۳)، *توضیح المسائل*، قم: جامعه مدرسین حوزه علمیه قم.

مزینی، امیرحسین و سعید قربانی و نسرين صلح خواه (۱۳۹۳)، «طراحی الگوی عملیاتی تامین مالی بخش صادرات با استفاده از صکوک در اقتصاد ایران»، *فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی (پژوهش‌های رشد و توسعه پایدار)*، سال چهاردهم، شماره ۲.

مقدسی، محمدرضا (۱۳۷۳)، *سیاست‌های پولی: انتخاب ابزاری به عنوان جایگزین*، تهران: معاونت امور اقتصادی وزارت امور اقتصادی و دارایی.

موسویان، سیدعباس و ابوذر سروش (۱۳۹۰)، «آسیب‌شناسی فقهی، اقتصادی و مالی انتشار اوراق مشارکت در ایران»، *فصلنامه بورس اوراق بهادار*، سال چهارم، شماره ۱۴.

موسویان، سیدعباس و جواد حدادی (۱۳۹۱)، «کاربرد ابزارهای پروژه محور اسلامی (صکوک) در تامین مالی سرمایه گذاری های بخش نفت و گاز»، *دو فصلنامه معرفت اقتصاد اسلامی*، سال چهارم، شماره ۱ (پیاپی ۷).

نجفی، محمدحسن بن باقر (بی تا)، *جواهرالکلام فی شرح شرائع الاسلام*، بیروت: دار احیاء التراث العربی، هفتم.

۱۳۴ فصلنامه پژوهشنامه اقتصادی، سال پانزدهم، شماره ۵۶

- نظرپور، محمدنقی، (۱۳۸۴)، «اوراق بهادار استصناع (سفارش ساخت) ابزاری برای سیاست پولی»، فصلنامه اقتصاد اسلامی، شماره ۲۰.
- نظرپور، محمدنقی، (۱۳۸۵)، «عملیات بازار باز از طریق اوراق استصناع (مشکلات و راه‌حل‌ها)»، فصلنامه اقتصاد اسلامی، شماره ۲۲.

ب- انگلیسی

- Boyd, J. H. and E. C. Prescott (1986), "Financial Intermediary-Coalitions", *Journal of Economic Theory*, Vol. 38(2), PP 211-232.
- Fisman, R. and I. Love (2003), "Trade Credit, Financial Intermediary Development, and Industry Growth", *Journal of Finance*, Vol. 58(1), PP 353-374.
- Harrison, P., O. Sussman and J. Zeira (1999), *Finance and Growth: Theory and Evidence*, Washington, DC: Federal Reserve Board (Division of Research and Statistics), mimeo.
- Levine, R. and S. Zervos (1998), "Stock Markets, Banks and Economic Growth", *American Economic Review*, Vol. 88(3), PP 537-758.
- Stiglitz, J.E., and B. Greenwald (2003), *Towards a New Paradigm in Monetary Economics*. Cambridge: Cambridge University Press.