

**The Role of Islamic Treasury Documents in Realizing the Components
and Objectives of Resistance Economics Policies**

Mohamad Hosin Sadraei*

Received: 01/10/2018

Javad Shahraki**

Accepted: 06/04/2019

Hosin Tavakolian***

Abstract

Considering the importance of the issues surrounding resistance economics and the essential role of the capital market in fulfilling the objectives of the policies stated therein, it would be necessary to survey the functions of modern Islamic financial instruments in the capital market to be utilized promptly by the government. Treasury documents are one of those instruments and the main question in this article is how they can serve to attain the resistance economics objectives. To answer the question, by adopting the analytical-descriptive method and using library resources, we have verified the hypothesis that Islamic Treasury documents can affect the components of the resistance economics through supporting national production, Iranian labor, entrepreneurship, transparency of government debt, maximum use of the resources and reducing the government's dependence on oil.

Keywords

Macroeconomics, Resistance Economics, Islamic Treasury Bond, Risk, Risk Management.

JEL Classification: E63, G18, G32, H63.

* M.A. in Economics, University of Tehran, Tehran, Iran (Corresponding Author).
h.sadra2001@gmail.com

** Associate Professor at Sistan and Baluchestan University, Sistan and Baluchestan, Iran.
j.shahraki@eco.usb.ac.ir

*** Associate Professor at Allameh Tabatabai University, Tehran, Iran. tavakolianh@gmail.com

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

محمدحسین صدرايي*

جواد شهرکی**

حسین توکلیان***

تاریخ دریافت: ۱۳۹۷/۰۷/۰۹ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۸/۰۱/۱۷

مقاله برای اصلاح به مدت ۶ روز نزد نویسنده (گان) بوده است.

چکیده

با توجه به اهمیت مباحث پیرامون اقتصاد مقاومتی و اهمیت نقش آفرینی بازار سرمایه در تأمین اهداف سیاست‌های ابلاغی اقتصاد مقاومتی، و از آنجاکه اسناد خزانه یک ابزار نوین مالی اسلامی در بازار سرمایه می‌باشد و به سرعت مورد استفاده و بهره‌برداری دولت قرار می‌گیرد، لزوم بررسی این ابزار و کارکردهای آن در چارچوب مؤلفه‌های اصلی اقتصاد مقاومتی و همچنین قدرت این ابزار در تأمین اهداف سیاست‌های ابلاغی، امری ضروری است.

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

واژگان کلیدی

اقتصاد کلان، اقتصاد مقاومتی، اسناد خزانه اسلامی، ریسک، مدیریت ریسک.

طبقه‌بندی JEL: E63, G18, G32, H63

* دانش‌آموخته کارشناسی ارشد اقتصاد، دانشگاه تهران، تهران، ایران (نویسنده مسئول)

h.sadra2001@gmail.com

j.shahraki@eco.usb.ac.ir

tavakolianh@gmail.com

** دانشیار دانشگاه سیستان و بلوچستان، سیستان و بلوچستان، ایران

*** دانشیار دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران

مقدمه

استقراض دولت از اقتصاد داخلی برای تأمین مالی کسری بودجه خود، بسته به شرایط و ساختار اقتصاد، همچنین ترکیب ابزارهای بدهی نیز می‌تواند منجر به ناطمینانی، محدودیت دسترسی بخش خصوصی به منابع مالی، کاهش پس‌انداز و... شود. در نتیجه این امر علاوه بر اینکه ناکارایی در تخصیص منابع عمومی و اختلال در سیستم بازار باقی خواهد ماند، موجب انقباض بخش خصوصی در اقتصاد می‌شود و به طبع رشد اقتصادی می‌تواند کاهش یابد، حتی در بلندمدت استمرار چنین شرایطی می‌تواند منجر به ناپایداری بدهی‌های دولت و کاهش رشد بلندمدت اقتصادی شود (سلمانی، یآوری، سبحانی و اصغرپور، ۱۳۹۵، ص. ۳). از جمله ابزارهای بدهی مفید برای مدیریت اثربخش تأمین مالی بدهی‌های دولت در سایر کشورها و تأخیر در تسویه نقدی بدهی‌ها با منابع محدود دولتی، انتشار اسناد خزانه کوتاه‌مدت است. این اسناد در سررسید یا با درآمدهای احتمالی دولت یا با انتشار اسناد خزانه با سررسید جدید تسویه می‌شوند. این نوع تأمین مالی علی‌الخصوص در زمانی که دولت‌ها با رکود شدید منابع مالی روبرو هستند، اجازه می‌دهد دولت ضمن تعویق بدهی خود به دوره‌های رونق، منابع مالی موجود خود را در حوزه‌های دیگر به جهت کاهش آسیب‌پذیری مزمن و تسهیل رشد، که از جمله تعابیر اقتصاد تاب‌آور و مقاوم است صرف نمایند (Kubitschek, Jaskiewicz, Linakis & McGirr, 2013, p.24). اسناد خزانه اسلامی در ایران برای اولین بار در تاریخ ۱۳۹۴/۰۸/۰۷ در فرابورس ایران منتشر شد. این اسناد، یک ابزار مالی است که مبتنی بر بدهی دولت به نظام بانکی، ذینفعان و تأمین‌کنندگان منابع بوده و به وسیله خزانه‌داری کل وزارت امور اقتصادی و دارایی منتشر می‌شود (خادم‌الحسینی‌اردکانی و موسویان، ۱۳۹۱، ص. ۳). این اوراق ابتدا در بازار اولیه به وسیله دولت برای تأمین مالی هزینه‌های جاری و عمرانی و نیز بازپرداخت بدهی‌های معوق دولت منتشر می‌شود، سپس در بازار ثانویه خرید و فروش می‌شود، لذا در این اسناد یک طرف به عنوان دولت در نقش ناشر این اوراق قرار دارد و در سوی دیگر طلب‌کاران غیردولتی هستند که اوراق جهت تسویه مطالبات آنها منتشر می‌شود. در کنار این دو طرف، طرف سومی که به قصد انتفاع از مابه‌تفاوت ارزش اسمی اوراق و ارزش تنزیل شده اوراق، اقدام به خرید می‌نمایند نیز وجود دارد.

نقش اسناد خزانه در تحقق مؤلفه‌ها و اهداف سیاست‌های ابلاغی / محمدحسین صدرایی و دیگران *فصلنامه علمی اقتصاد اسلامی* ۲۶۹

اسناد خزانه اسلامی به‌موجب ویژگی‌های آنکه ریشه در مباحث حقوقی، فقهی و معاملاتی در بازار ثانویه دارد، یک ابزار مالی مناسب و راهگشا برای دولت در تأمین مالی کوتاه‌مدت بدهی‌های آن (تأمین کسری بودجه) هست. در کنار این، اسناد خزانه می‌تواند در قالب یک ابزار مناسب مالی برای سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت مورد استفاده قرار گیرد. ارائه نشانک به بازارهای پولی و مالی درخصوص نرخ سود بازارها و امکان استفاده بانک مرکزی در اعمال سیاست‌های پولی از طریق عملیات بازار باز، از مزیت‌های دیگر این اسناد است (خادم‌الحسینی اردکانی و موسویان، ۱۳۹۰، ص. ۲-۳).

با توجه به اهمیت مباحث پیرامون اقتصاد مقاومتی و اهمیت نقش‌آفرینی بازار سرمایه در تأمین اهداف سیاست‌های ابلاغی اقتصاد مقاومتی در تاریخ ۱۳۹۲/۱۱/۲۹، از آنجاکه اسناد خزانه یک ابزار نوین مالی اسلامی در این بازار است که به‌سرعت مورد استفاده و بهره‌برداری دولت قرار گرفته است، لزوم بررسی این ابزار و کارکردهای آن در چارچوب مؤلفه‌های اصلی اقتصاد مقاومتی و قدرت این ابزار در تأمین اهداف سیاست‌های ابلاغی، امری ضروری است. در واقع سؤال اصلی مقاله حاضر این است که اسناد خزانه اسلامی از طریق چه کانال‌هایی می‌تواند مؤلفه‌های اصلی اقتصاد مقاومتی و اهداف مستتر در بندهای سیاست‌های ابلاغی را محقق نماید؟ برای پاسخ‌گویی به این سؤال با اتکا به روش تحلیلی-توصیفی و استفاده از منابع کتابخانه‌ای، به بررسی این فرضیه می‌پردازیم که اسناد خزانه اسلامی، از طریق حمایت از تولید ملی، حمایت از کار و کارگر ایرانی، کارآفرینی البته در معنای اشتغال‌زایی، شفافیت بدهی‌های دولت، استفاده حداکثری از منابع و کاهش وابستگی دولت به نفت، بر مؤلفه‌های اقتصاد مقاومتی تأثیرگذار است. نتایج حکایت از اثر مثبت این متغیرها بر مؤلفه‌های اقتصاد مقاومتی دارد.

ساختار مقاله به‌این‌ترتیب است: در بخش اول ادبیات موضوع و پیشینه پژوهش موردبررسی قرار گرفته است؛ در بخش دوم با تأکید بر مؤلفه‌های اقتصاد مقاومتی مبتنی بر مطالعات صورت گرفته، مسیریابی که انتشار اسناد خزانه اسلامی منتج به تحقق این مؤلفه‌ها می‌شود، نیز ارائه شده است؛ در بخش سوم، بررسی شده است که چگونه اسناد خزانه اسلامی می‌تواند اهداف مستتر در بندهای سیاست‌های ابلاغی را تأمین نماید؟ در نهایت جمع‌بندی و نتایج ذکر می‌گردد.

۱. ادبیات موضوع و پیشینه تحقیق

مجموعه مطالعات موجود در حوزه مرتبط با موضوع تحقیق به دو بخش تقسیم‌بندی می‌شود. یک حوزه مربوط به مطالعاتی است که پیرامون اسناد خزانه اسلامی هست. این مطالعات بیشتر پیرامون چیستی این ابزار و مباحث مرتبط با آن از منظر حقوقی، فقهی، معاملات در بازار ثانویه و کارکردهای آن است. مطالعات اسناد خزانه از منظر آنکه به صورت جامع ماهیت، کارکردها و نحوه استفاده از این ابزار را پوشش می‌دهد، تا حدودی جامع است. بخش دوم مطالعات نیز در خصوص چیستی اقتصاد مقاومتی، تبیین تعاریف و مفاهیم مرتبط با آن و روش‌های تحقق سیاست‌های ابلاغی اقتصاد مقاومتی است. در این حوزه باید عنوان داشت تاکنون نظریه یا تجربه مدون و مکتوب و یا پیشینه نظری یا عملی درباره اقتصاد مقاومتی نبوده است. تمام مطالعات صورت گرفته در قالب سخنرانی‌ها و بعضاً مقالات، در حد روشن شدن تعاریف و ابعاد مزبور هست با این حال طی چند سال اخیر و با مطرح شدن اقتصاد مقاومتی در فضای اقتصادی کشور مطالعاتی در این باب در قالب تعاریف و عواملی که در تحقق آن نقش دارند انجام شده است که در ادامه پس از مطالعات مرتبط با اسناد خزانه، آورده شده است. مطالعات در خصوص اسناد خزانه به شرح زیر است، خاطرنشان می‌گردد نوین بودن این ابزار و توصیف شرایط و محتوا و کارکرد این ابزار منجر به آن شده که در همه مطالعات روش تحقیق روش توصیفی- تحلیلی باشد:

ذاکرنیا و حبیب‌الهی (۱۳۹۵) در مقاله‌ای با عنوان «ارائه مدل قیمت‌گذاری اسناد خزانه اسلامی مبتنی بر چارچوب اوراق بهادارسازی»، عنوان می‌دارند که بهترین مقیاس برای سنجش و تعیین نرخ تنزیل یا قیمت‌گذاری اسناد خزانه اسلامی میانگین بازدهی آن بازاری است که این اسناد درازای طلب آنها صادر شده است.

لاجوردی، ابونوری و بشارتی (۱۳۹۵) در پژوهشی با عنوان «برآورد شاخص تاب‌آوری اقتصادی ایران و ارائه راهکارهای بهبود»، ضمن تشریح مفهوم تاب‌آوری اقتصاد، مؤلفه‌های آن را شناسایی کرده و برای اقتصاد ایران شاخص تاب‌آوری اقتصادی را محاسبه نموده‌اند. نتایج نشان می‌دهد که بین شاخص تاب‌آوری و رشد تولید ناخالص داخلی ایران طی سال‌های ۱۳۷۵ تا ۱۳۹۱، رابطه‌ای مثبت و معنادار وجود داشته است.

نقش اسناد خزانه در تحقق مؤلفه‌ها و اهداف سیاست‌های ابلاغی / محمدحسین صدرایی و دیگران *تجربیات اسلامی* ۲۷۱

فیاضی و نظریور (۱۳۹۴) در مقاله‌ای با عنوان «استفاده از اسناد خزانه اسلامی برای تأمین مالی طرح‌های تملک دارایی‌های سرمایه‌ای دولت» پیشنهاد روشی مبتنی بر انتشار اسناد خزانه اسلامی می‌پردازند که ضمن تأمین اعتبار کافی برای اجرای طرح‌ها و پروژه‌های عمرانی، از بروز تأخیر در تکمیل و بهره‌برداری از طرح‌های عمرانی نیز جلوگیری شود.

غیاثوند و عبدالشاه (۱۳۹۴) در پژوهشی با عنوان «شاخص‌های تاب‌آوری»، با مرور متون اقتصادی و تجربیات جهانی، بیان می‌دارند که رویکرد تاب‌آوری اقتصاد با مفهوم اتخاذ تدابیری به منظور حفظ عملکرد یک سیستم به هنگام مواجهه با مخاطرات و تهدیدها، قرابت بسیار نزدیکی با اقتصاد مقاومتی دارد. در این مطالعه شاخص‌ها و مؤلفه‌های اقتصاد تاب‌آور بر مبنای مطالعات لیو^۱ (۲۰۰۶)، گروه پژوهشی سنتینتال^۲ و شاخص تاب‌آوری جهانی، طبقه‌بندی شده است.

فشاری و پورغفار (۱۳۹۳) در مقاله‌ای با عنوان «بررسی و تبیین الگوی اقتصاد مقاومتی در اقتصاد ایران»، ضمن تشریح تفاوت‌های اقتصاد مقاومتی و ریاضتی، مؤلفه‌های اصلی اقتصاد مقاومتی را حمایت از تولید ملی، توجه به اصل ۴۴ و توجه به نخبگان و استفاده از فناوری‌ها و تکنولوژی‌های نوین می‌داند.

نظرپور و لطفی‌نیا (۱۳۹۳) در پژوهشی با عنوان «نقش بورس اوراق بهادار در تحقق سیاست‌های کلی اقتصاد مقاومتی»، مؤلفه‌ها و الزامات اقتصاد مقاومتی حمایت از تولید ملی، مدیریت منابع ارزی، مدیریت مصرف، استفاده حداکثری از منابع، حرکت براساس برنامه، مردمی کردن اقتصاد، مقاوم بودن اقتصاد، اقتصاد دانش‌بنیان و کاهش وابستگی به درآمد نفتی عنوان نموده‌اند.

تاری و کاویانی (۱۳۹۲) در پژوهشی با عنوان «اقتصاد مقاومتی و مؤلفه‌های آن»، مؤلفه‌های اقتصاد مقاومتی را در دو حوزه بلندمدت مانند استفاده از ظرفیت‌های بخش خصوصی، اصلاح الگوی مصرف، متنوع‌سازی سبد درآمد، جایگزینی سرمایه انسانی با فیزیکی و ارتقاء سرمایه اجتماعی و کوتاه‌مدت برقراری اقتصاد مقاومتی را استفاده از پتانسیل همبستگی مردم، کنترل مصرف، ارتقا تولید ملی، مردمی کردن اقتصاد عنوان کرده‌اند.

شعبانی و نخلی (۱۳۹۲) در پژوهشی با عنوان «مؤلفه‌های اقتصاد مقاومتی در ادبیات رایج و در بیان مقام معظم رهبری» حمایت از تولید ملی، حمایت از بخش مردمی در اقتصاد، استفاده حداکثری از منابع موجود در کشور، توجه ویژه به تولید و کارآفرینی، حمایت از کار و کارگر، توجه به کیفیت تولیدات داخلی، توجه به تولیدات دانش‌بنیان، اصلاح الگوی مصرف بخش دولتی و مردم، مبارزه با مفسد اقتصادی، دید بلندمدت، کاهش وابستگی به تولیدات نفتی را مهم‌ترین مؤلفه‌های اقتصاد مقاومتی عنوان کرده‌اند. عربی (۱۳۹۲) در مقاله‌ای با عنوان «اقتصاد مقاومتی در بیانات مقام معظم رهبری»، مؤلفه‌های اقتصاد مقاومتی را در چارچوب نوآوری و شکوفایی، اصلاح الگوی مصرف، کار جهاد گونه، حمایت از تولید داخلی، حمایت از عوامل تولید داخلی طبقه‌بندی نموده است.

خادم‌الحسینی اردکانی و موسویان (۱۳۹۱) در پژوهشی با عنوان «مهندسی مالی اسناد خزانه اسلامی» به معرفی و ارائه سه مدل مالی اسناد خزانه اسلامی کاربردی‌پذیر در نظام مالی کشورهای اسلامی پرداخته که هر یک برای هدف و بازه زمانی خاص طراحی شده‌اند.

ممبینی (۱۳۹۱) در مقاله‌ای با عنوان «مؤلفه‌ها و شاخص‌های اقتصاد مقاومتی» بر مبنای بیانات مقام معظم رهبری، مهم‌ترین مؤلفه‌های اقتصاد مقاومتی را کارآفرینی، حرکت براساس برنامه، کاهش اسراف و وابستگی به خارج، مدیریت مصرف، حمایت از تولید داخلی، کاهش تولید نفت، مردمی کردن اقتصاد، پرهیز از دید کوتاه‌مدت، مبارزه با فساد، مدیریت منابع ارزی و توجه به شرکت‌های دانش‌بنیان می‌داند.

قضاوی و بازمحمدی (۱۳۸۹) در پژوهشی با عنوان «عملیات بازار باز در چارچوب بانکداری بدون ربا؛ مطالعه موردی اسناد خزانه» اقدام به بررسی جامع ابزار مالی اسناد خزانه اسلامی نموده‌اند. همچنین متذکر می‌شوند که با معرفی اسناد خزانه اسلامی، در وهله اول ابزار مالی مناسبی در اختیار خزانه‌داری کل وزارت امور اقتصادی و دارایی برای تسویه بدهی‌های انباشته آن قرار می‌گیرد. از این راه، انضباط مالی مطلوبی نیز بر عملکرد مالی دولت حاکم می‌شود. در وهله دوم، با گشایشی که در وضعیت مالی بانک‌های بستانکار، پیمانکاران و سایر بستانکاران از دولت حاصل می‌شود، شفافیت

نقش اسناد خزانه در تحقق مؤلفه‌ها و اهداف سیاست‌های ابلاغی / محمدحسین صدرایی و دیگران *تجربیات اسلامی* ۲۷۳

ترازنامه بانک‌ها افزایش یافته، گردش وجوه مالی در اقتصاد روان‌تر و هزینه‌های معاملاتی کاهش می‌یابد و سرانجام، بانک مرکزی با خریدوفروش اسناد خزانه که اصطلاحاً عملیات بازار باز خوانده می‌شود، می‌تواند به مدیریت نقدینگی در اقتصاد کشور بپردازد.

موسویان و الهی (۱۳۸۹) در مقاله‌ای با عنوان «امکان‌سنجی فقهی تشکیل بازار بین‌بانکی در بانکداری اسلامی» اسناد خزانه را به‌عنوان یکی از ابزارهای قابل‌استفاده معرفی می‌کنند.

موسویان، نظرپور و خزائی (۱۳۸۹) در مقاله‌ای با عنوان «امکان‌سنجی فقهی طراحی اسناد خزانه اسلامی در بازارهای مالی اسلامی»، ضمن معرفی اسناد خزانه اسلامی، به بررسی تاریخی انتشار این ابزار در ایران می‌پردازند. همچنین در ادامه چگونگی شکل‌گیری اوراق خزانه در چارچوب عملیات بانکی بدون‌ریا را معرفی کرده و مبانی فقهی انتشار این ابزار و معاملات آن در بازار اولیه و ثانویه را بررسی می‌نمایند.

فراهانی‌فرد (۱۳۸۱) در کتابی با عنوان «سیاست اقتصادی در اسلام» به معرفی ابزارهای جدید تأمین مالی می‌پردازد. وی در این کتاب به معرفی ابزاری به جهت تأمین منابع مالی برای خرید تجهیزات موردنیاز دولت از طریق خرید نقدی و فروش نسیه به دولت می‌پردازد.

مطابق آنچه در مطالعات مختلف آمده است، نحوه اثرگذاری و اثرپذیری بازار سرمایه به‌صورت عام و ابزارهای مالی اسلامی مورد انتشار در بازار سرمایه به‌صورت خاص و مجاری این اثرگذاری‌ها، به‌صورت جامع بررسی نشده است. از این‌رو با توجه به آنکه مطالعه حاضر به بررسی رابطه یک ابزار مالی نوین اسلامی با اقتصاد مقاومتی و به‌نحوه تأثیرپذیری و تأثیرگذاری این ابزار بر آن را می‌پردازد و رابطه بین ادبیات مرسوم بازار سرمایه و کارکردهای بازار بدهی با اقتصاد مقاومتی است، لذا در نوع خود مطالعه‌ای نوین و مفیدی است.

۲. اسناد خزانه اسلامی و تحقق مؤلفه‌های اقتصاد مقاومتی

نحوه تأثیر افزایش و کاهش (تسویه) بدهی دولت بر اقتصاد ملی، مکاتب مختلفی را درگیر خود نموده است. براساس دیدگاه متعارف در کوتاه‌مدت با افزایش بدهی‌های

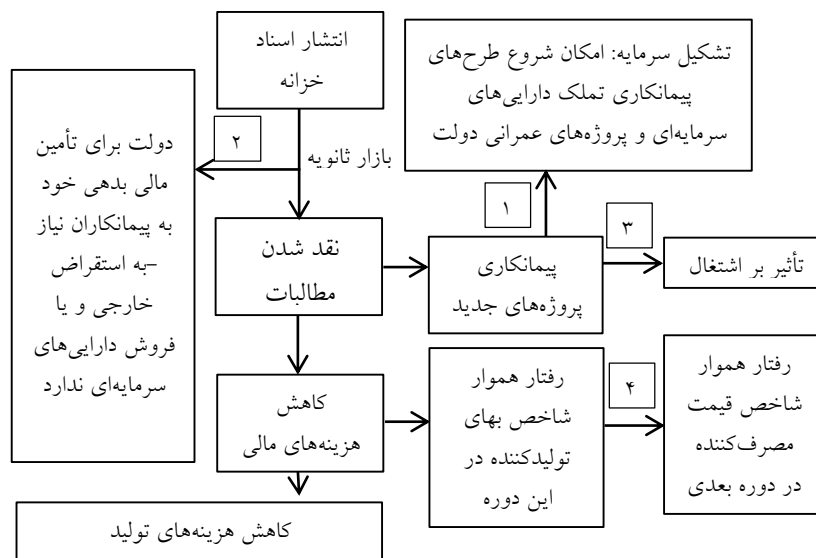
دولت، تقاضای کل افزایش می‌یابد، اما در بلندمدت سرمایه‌گذاری بخش خصوصی با اثر جایگزینی^۳ (ازدحام) مواجه می‌شود. همچنین منطبق بر نظر کینز، دولت‌هایی که در دوره رکود کسری بودجه ایجاد می‌کنند، قادر خواهند بود عملاً ساختار اقتصاد را در دوره رکود رونق بخشند و ثانیاً در دوره رونق که با وفور درآمد روبرو می‌شوند، بدهی‌های خود را تسویه نمایند. از جمله مزایای کاهش (تسویه) بدهی‌های دولت، علاوه بر افزایش سرمایه‌گذاری خصوصی نیز کاهش فضای ناطمینانی دولت است که مانع از استقراض دولت با هزینه‌های کم از خارج می‌شود. مهم‌ترین مسأله در تأمین مالی بدهی‌های دولت، نحوه و چگونگی تأمین مالی این بدهی‌ها است. یکی از روش‌های مرسوم تأمین مالی کسری بودجه، استقراض دولت‌ها از بانک مرکزی است. افزایش بدهی‌ها در کشورهای دارای کسری ساختاری، منجر می‌شود که بانک مرکزی هماهنگ با دولت و برای تأمین بخشی از کسری بودجه دولت و بدهی‌های وی، به دولت وام داده و این کسری را با انتشار پول، تأمین مالی نماید. صرف نظر از آثار مخرب تأمین مالی از طریق پول پر قدرت (حاکمیت مالی^۴)، این سیاست، سیاست‌های پولی دیگر را منفعّل می‌نماید. تأمین مالی دولت از بانک‌های تجاری برای تسویه بدهی‌های خود به بخش خصوصی نیز منجر به کاهش منابع مالی مازاد در سیستم بانکی شده و در نهایت نرخ‌های سود در بخش پولی را افزایش می‌دهد. معایب هر دو روش تأمین مالی بدهی‌ها، قابلیت بازگشت اقتصاد ملی در مواجهه با یک شوک برون‌زا به حالت پیشین در سریع‌ترین زمان ممکن را دچار اختلال می‌نماید (Blanchard & Katz, 1992, p. 4) که این خود باهدف انعطاف‌پذیری اقتصاد در صدر سیاست‌های اقتصاد مقاومتی مغایر است. با توجه به آنکه تسویه بدهی دولت با بنگاه‌های اقتصادی، سرمایه‌گذاری را در اقتصاد افزایش می‌دهد و چرخه تولید، اشتغال و مصرف را به حرکت درمی‌آورد، لزوم توجه به سایر روش‌های تأمین مالی که معایب دو روش مذکور را ندارند و درعین حال به استحکام نظام اقتصادی لطمه وارد نکرده و منجر به آسیب‌پذیری آن نشود و هدف انعطاف‌پذیری اقتصاد را تأمین نماید، اهمیت می‌یابد. اسناد خزانه اسلامی به‌عنوان یک ابزار مالی مناسب و راهگشا برای دولت که به‌سرعت مورد استفاده و بهره‌برداری قرار گرفته است، به‌عنوان یک جزء از بازار بدهی در بازار سرمایه، از طریق تسهیل در فرآیند تسویه بدهی‌های کوتاه‌مدت دولت (کاهش بدهی‌ها)

و تأخیر در تسویه نقدی آن، اقتصاد ملی و رشد اقتصادی را متأثر می‌نماید. این اولین و مهم‌ترین کانال تأثیرگذاری استفاده از اسناد خزانه اسلامی بر اقتصاد ملی است. بنابراین با توجه به مؤثر بودن استفاده از این ابزار در اقتصاد کشور، سؤال اصلی این است که آیا اسناد خزانه اسلامی و کارکردهای آن می‌تواند در قالب یک ابزار بدهی مؤلفه‌های اصلی یک اقتصاد تاب‌آور^۵، مقاوم^۶ و آسیب‌ناپذیر^۷ و منعطف را تأمین نماید. در برخی مطالعات صورت گرفته به جهت نظریه‌سازی مفهوم اقتصاد مقاومتی، از برخی تعابیر در ادبیات اقتصاد متعارف استفاده شده است. در این مطالعات اقتصاد مقاومتی را همان اقتصاد تاب‌آور و آسیب‌ناپذیر می‌دانند و مؤلفه‌های اقتصاد مقاومتی را همان مؤلفه‌های اقتصاد تاب‌آور برمی‌شمارند. در برخی دیگر از مطالعات انجام شده، برگرفته از سخنان مقام معظم رهبری، مستقیماً مؤلفه‌های اقتصاد مقاومتی استخراج شده است. در معنای نخست، مؤلفه‌های اقتصاد مقاومتی برگرفته از مطالعات، عبارتند از تشکیل سرمایه، افزایش دارایی‌های خارجی دولت، کاهش نرخ بیکاری، کاهش و ثبات تورم، افزایش سطح رقابت، افزایش انعطاف‌پذیری نیروی کار، تحرک جغرافیایی نیروی کار، تحرک سرمایه، کاهش فقر، افزایش بودجه دولت برای توسعه اجتماعی، توزیع مناسب درآمد، افزایش سطح آموزش و بهداشت، توسعه بازارهای محصولات، کنترل معاملات ارزی، تنوع مهارت نیروی کار، عدم دخالت دولت در تعیین دستمزدها، عدم دخالت دولت در تعیین قیمت‌ها، بالا بودن قدرت اتحادیه و بالا بودن سطح رقابت داخلی. این مؤلفه‌ها از طریق پایداری اقتصاد کلان، کارایی بازارها در سطح خرد و توسعه اجتماعی، تأمین می‌شوند. روند تأثیرگذاری انتشار اسناد خزانه در این تقسیم‌بندی بر مؤلفه‌های اقتصاد مقاومتی به شرح زیر است.

۱-۲. بررسی روند تأثیر انتشار اسناد خزانه اسلامی مطابق بر مؤلفه‌های برگرفته از مطالعات بین‌المللی در خصوص اقتصاد مقاوم و تاب‌آور

الف) در بخش مؤلفه‌هایی که پایداری اقتصاد کلان را تأمین می‌کنند؛ با انتشار اسناد خزانه و امکان معاملات ثانویه آن، پیمانکارانی از دولت طلب کار هستند در هر زمان که در سایر پروژه‌های خود نیاز به منابع مالی جدید داشته باشند، با فروش اسناد خود در بازار ثانویه،

اقدام به تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌ای (مانند پروژه‌های راه و سدسازی و...) می‌کنند. این امکان، عملیات تشکیل و انباشت سرمایه (مسیر ۱) را در طول زمان و در کشور تسهیل می‌نماید. تفاوت بین انباشت سرمایه در دو دوره ممتد، همان سرمایه‌گذاری است. چنانچه عملیات انتشار اسناد خزانه با ریسک‌هایی نظیر ریسک اعتباری دولت و نکول وی، روبرو نباشد و دولت این ریسک‌ها را مدیریت نماید، این اسناد به‌عنوان یک ابزار مالی کارآمد، مورد وثوق سایر پیمانکاران دولتی در تسویه با دولت قرار گرفته و دولت می‌تواند با فراگیر شدن آن، از این ابزار در تأمین مالی بدهی‌های خود استفاده نماید. در این صورت امکان فروش و یا واگذاری دارایی‌های خارجی برای تأمین مالی بدهی‌های دولت نیز، تا حدود زیادی کاهش خواهد یافت (مسیر ۲). درعین حال از آنجاکه پیمانکاران در تنگنای مالی قرار نمی‌گیرند سایر پروژه‌های آنان نیز قابلیت انجام خواهد داشت، از این رو اسناد خزانه و قابلیت بازار ثانویه آن منجر به کاهش بیکاری (مسیر ۳) در کوتاه‌مدت می‌شود.

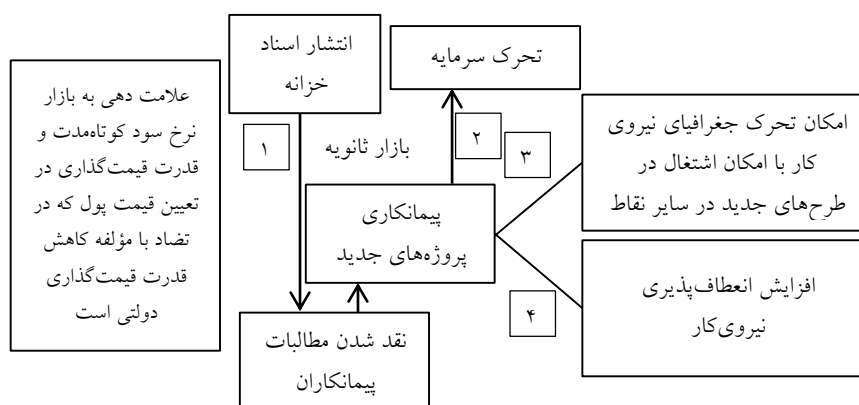


شکل (۱): مبادی تأثیرگذاری اسناد خزانه بر مؤلفه‌های اقتصاد مقاومتی از طریق افزایش ثبات اقتصاد کلان

منبع: یافته‌های تحقیق

چنانچه پروژه‌های پیمانکاران دولتی، از نوع طرح‌های تولیدی باشد، انتشار اسناد خزانه و تسریع دسترسی پیمانکاران به منابع مالی موردنیاز برای طرح‌های جدید، آنها را به سمت تأمین مالی گران سوق نداده، با کاهش هزینه‌های مالی، قیمت تمام شده محصولات کاهش می‌یابد. باثبات و یا کاهش شاخص قیمت تولیدکننده، در دوره‌های بعدی، شاخص قیمت مصرف‌کننده نیز رفتار پایداری از خود نشان می‌دهد (مسیر ۴). همه این موارد در کنار هم ثبات اقتصاد کلان را به همراه دارند. ثبات اقتصاد کلان در برابر بی‌ثباتی اقتصاد کلان که معادل دو واژه *Instability* و *Volatility* است، نیز قرار دارد. ثبات اقتصاد کلان به‌عنوان یکی از عوامل رشد اقتصادی به‌طور مشخص پس از مطالعات فرانکل و خان^۸ (۱۹۹۰)، ایسترلی و ربلو^۹ (۱۹۹۳) و فیشر^{۱۰} (۱۹۹۳) موردتوجه قرار گرفته است. شاخص‌های ثبات اقتصادی در کم‌بودن نرخ تورم و کسری بودجه انباشت سرمایه و همچنین هم‌گرایی سریع نرخ ارز واقعی به نرخ ارز تعادلی تعریف می‌شود. به‌طور مشخص در شکل (۱)، شماتیک تأثیر اسناد خزانه برافزایش ثبات اقتصاد کلان به‌صورت مصور، نمایش داده شده است.

ب) در بخش مؤلفه‌هایی که کارایی بازارهای خرد را تأمین می‌کنند؛ لیو و دیگران (۲۰۰۶)، کارایی بازارهای خرد را در تحرک سرمایه، کنترل نرخ بهره، انعطاف‌پذیری بازار نیروی کار، تنوع مهارت‌های نیروی کار، تحرک جغرافیایی نیروی کار، عدم‌دخالت در تعیین دستمزد، بالابودن قدرت اتحادیه‌های کارگری، عدم‌دخالت دولت در قیمت‌گذاری می‌دانند.



شکل (۲): مبادی تأثیرگذاری اسناد خزانه بر مؤلفه‌های اقتصاد مقاومتی از

طریق کارایی در بازارهای خرد

منبع: یافته‌های تحقیق

بر این اساس می‌توان اذعان داشت، یکی از کارکردهای اسناد خزانه اسلامی ارائه نشانک به بازارهای مالی در تعیین مهم‌ترین متغیر قیمتی در بازارهای مالی یعنی نرخ سود است، چنانچه در این خصوص اسناد خزانه عاملی برای تعیین قیمت بازار پول توسط دولت شود، با مؤلفه عدم دخالت دولت در تعیین قیمت‌ها در تعارض است (مسیر ۱). اسناد خزانه از طریق بازار ثانویه می‌تواند به تحرک سرمایه و کارایی تخصیصی (مسیر ۲) کمک کند. از آنجاکه پیمانکاران می‌توانند در هر زمان با تنزیل طلب خود در بازار ثانویه، وجه نقد برای سایر طرح‌های خود تأمین نمایند و از این طریق سایر طرح‌های آنها متوقف نشود، بازار کار متأثر می‌شود (مسیر ۴ و ۳).

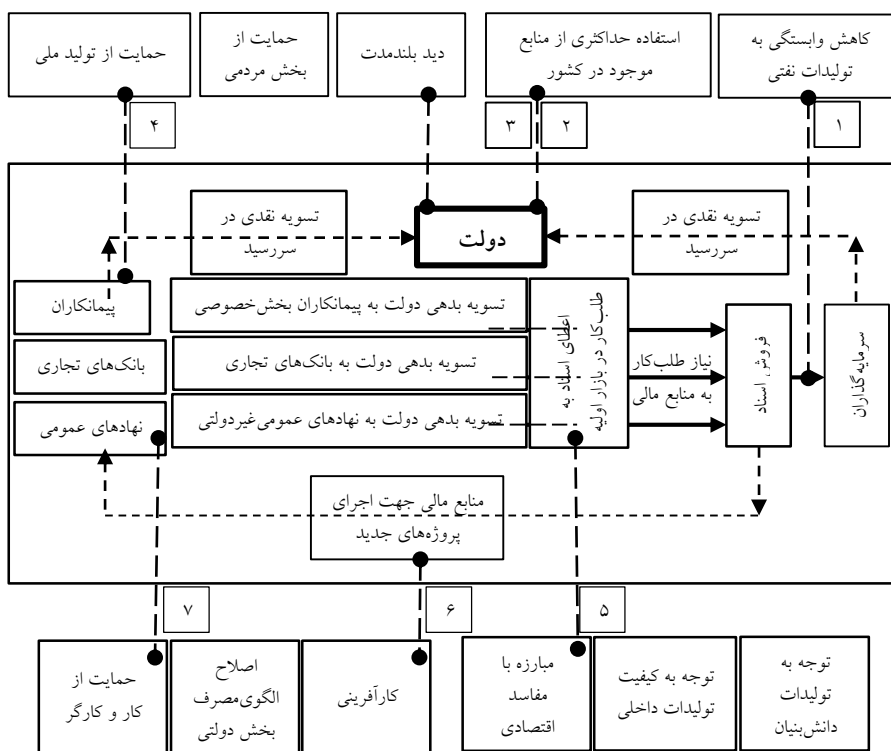
ج) در بخش مؤلفه‌هایی که شاخص‌ها توسعه اجتماعی را در اقتصاد مقاومتی تأمین می‌کنند؛ چنانچه پایداری اقتصاد کلان و کارایی بازارهای خرد تنظیم و تأمین شوند، به نظر دولت با فراق بیشتری نسبت به سیاست‌گذاری اجتماعی اقدام می‌نماید. قطعاً در صورتی که فرآیندهایی منجر به افزایش اشتغال شوند، فقر در جامعه کاهش می‌یابد (مسیر ۱) زیرا با تأمین اشتغال به دلیل پیوستاری انجام طرح‌ها توسط پیمانکاران، خودبه‌خود یکی از عوامل مؤثر در ایجاد بحران‌های اجتماعی و ناامنی یعنی فقر در جامعه رفع خواهد شد؛ که این با ادبیات اقتصادی رابطه بحران‌های اجتماعی و ناامنی با اشتغال مرتبط است (بشیریه، ۱۳۷۲، ص. ۱۵).

اشتغال‌زایی به‌واسطه استمرار انجام طرح‌های پیمانکاری، توزیع مجدد درآمد در جامعه را ایجاد می‌کند (مسیر ۲). در کنار این دولت می‌تواند از طریق انتشار همین اسناد پیمانکاران را در حوزه طرح‌های فیزیکی سلامت و بهداشت (ساخت بیمارستان و...) ترغیب نماید (مسیر ۳). با نقد شدن مطالبات پیمانکاران با منابعی غیر از منابع دولتی در کوتاه‌مدت، امکان تخصیص بودجه بیشتر برای طرح‌های توسعه اجتماعی (تولیدی-خدماتی) و یا تأمین مالی این طرح‌ها با استفاده از اعطای اسناد خزانه به پیمانکار قوت می‌یابد (مسیر ۴). در شکل (۳) این مسیرها نیز نشان داده شده است.

در شکل (۴)، کلیه مسیرهای تأثیرگذاری اسناد خزانه بر مؤلفه‌هایی که اقتصاد مقاومتی را از طریق پایداری اقتصاد، کارایی بازارها و توسعه اجتماعی را تأمین می‌کنند، آورده شده است.

۲-۲. بررسی روند تأثیر انتشار اسناد خزانه اسلامی مطابق مؤلفه‌های برگرفته از سخنان مقام رهبری

چنانچه مؤلفه‌های اقتصاد مقاومتی بر مبنای سخنان مقام معظم رهبری طبقه‌بندی شود، مهم‌ترین مؤلفه‌های مذکور مورد تأکید مطالعات مرتبط، حمایت از تولید ملی، حمایت از بخش مردمی در اقتصاد، استفاده حداکثری از منابع موجود در کشور، کارآفرینی، حمایت از کار و کارگر، توجه به کیفیت تولیدات داخلی، توجه به تولیدات دانش‌بنیان، اصلاح الگوی مصرف بخش دولتی و مردم، مبارزه با مفاسد اقتصادی، دید بلندمدت، کاهش وابستگی به تولیدات نفتی است.



شکل (۵): مؤلفه‌های اقتصاد مقاومتی و عملیات اسناد خزانه

منبع: یافته‌های تحقیق

نحوه اثرگذاری اسناد خزانه اسلامی و مجاری این تأثیر در تأمین این مؤلفه‌ها در شکل (۵) نشان داده شده است، مبنای شناسایی این اثرگذاری تمرکز نویسندگان بر انتشار اسناد خزانه برای پرداخت بدهی دولت به شبکه بانکی (در صورتی که شرط بدهی شخصی به شخص دیگر محقق شود و اتحاد بین دو شخصیت نباشد) در صورت اتحاد بین دو شخص احتمال وقوع وجه صوری بودن معامله روی بدهی و دریافت تنزیل از اسناد حاصل شده به شدت افزایش یافته و موجب حرمت خواهد بود، پرداخت بدهی دولت به پیمانکاران بخش خصوصی (بابت قراردادهای انجام کار در طرح‌های تملک دارایی‌های سرمایه‌ای و طرح‌های توسعه‌ای و زیربنایی مصرح در بودجه سنواتی و سرفصل بودجه عمرانی) و پرداخت بدهی دولت به نهادهای عمومی غیردولتی (بدهی دولت به شهرداری‌ها بابت توسعه زیربنای حمل‌ونقل، ارائه خدمات ارزان بهداشتی و درمانی و ...) است. در شکل (۵)، مسیر فرآیند انتشار بدین صورت است که ابتدا میزان تخصیص انتشار اسناد خزانه در خزانه‌داری وزارت اقتصاد مشخص شده و این میزان نزد شرکت سپرده‌گذاری مرکزی به طلب‌کاران دولتی که پیمانکاران خصوصی، بانک‌های تجاری و نهادهای عمومی غیردولتی هستند، در بازار اولیه، تخصیص داده می‌شود. چنانچه طلب‌کاران به منابع مالی نیاز داشته باشند، این اسناد را در بازار ثانویه به افراد حقیقی و حقوقی در قالب سرمایه‌گذار که به قصد انتفاع از تنزیل اسناد اقدام به خرید می‌کنند، می‌فروشند. در سررسید اسناد خزانه اسلامی، دولت موظف به تسویه وجوه اسناد به نقد و به ارزش اسمی یک میلیون ریال به بخشی طلب‌کاران که اسناد را تا سررسید نگاه داشته‌اند و افراد حقیقی و حقوقی که اسناد را به کسر ارزش اسمی در بازار ثانویه خریده‌اند، می‌باشد.

فرآیندهای اثرگذاری این اسناد بر مؤلفه‌های اقتصاد مقاومتی را می‌توان به دو بخش اثر مستقیم و اثر سرریز تقسیم شده است. اثر مستقیم به معنای این است که اسناد خزانه به صورت مستقیم، مؤلفه‌ای از مؤلفه‌های اقتصاد مقاومتی را متأثر می‌کند. اثر سرریز ناشی از طی شدن مجموعه به هم پیوسته از عناصری است که در نهایت می‌توانند مؤلفه‌ای از مؤلفه‌های اقتصاد مقاومتی را محقق سازند و یا در تحقق آن نقش اصلی ایفا کنند. در اینجا صرفاً به بررسی اثر مستقیم پرداخته خواهد شد. در عین حال باید توجه داشت در

هر مرحله از امور اجرایی و نظارتی انتشار اسناد، هرگونه کوتاهی که منجر به نقصان در مزیت‌های این ابزار شود، نه تنها اثر مثبت بر مؤلفه‌های اصلی اقتصاد مقاومتی نخواهد داشت، در برخی موارد منجر به تأثیر منفی نیز خواهد شد. مطابق شکل (۲)، ۷ کانال اصلی و مستقیم برای تأمین با اهداف مستتر در هفت مؤلفه از یازده مؤلفه اقتصاد مقاومتی آورده شده است.

همان‌گونه که در شکل (۵) مشخص است، اسناد خزانه اسلامی از ۷ مسیر، قادر به اثرگذاری مثبت بر ۷ مؤلفه اصلی اقتصاد مقاومتی یعنی حمایت از تولید ملی، حمایت از کار و کارگر ایرانی، کارآفرینی البته در معنای اشتغال‌زایی، شفافیت بدهی‌های دولت، استفاده حداکثری از منابع و کاهش وابستگی دولت به نفت هست.

الف) مؤلفه کاهش وابستگی دولت به نفت: این مؤلفه از طریق کانال فروش اسناد در بازار ثانویه به کسر توسط پیمانکاران، متأثر می‌شود (مسیر ۱). فرض نماییم که در شرایطی هستیم که ابزاری به نام اسناد خزانه وجود ندارد. دولت به جهت تسویه نقدی بدهی خود به پیمانکار، امکان دارد ساده‌ترین راه را اتخاذ نماید؛ استفاده از منابع ناشی از فروش نفت. با این منابع پیمانکار طلب خود را وصول کرده و در پروژه دیگری مشغول می‌شود. وابستگی تأمین مالی بدهی از بخش درآمدهای نفتی مشکلات دیگری چون افزایش ضریب شکنندگی ناشی از تکانه‌های قیمت نفت به اقتصاد را ایجاد می‌کند که این خود خلاف اقتصاد مقاومتی است. چنانچه اسناد خزانه در این قلم از بدهی‌ها، مورد استفاده قرار گیرد، دولت بدهی خود را به صورت تبدیل تعهد، با اوراق بهادار پرداخت می‌کند. بنابراین، این امکان برای دولت وجود دارد که تسویه نقد بدهی خود را به تأخیر بیندازد. درحالی‌که دولت تسویه نقد را به تأخیر می‌اندازد، از آنجاکه پرداخت ارزش اسمی این اوراق در سررسید توسط دولت تعهد شده است، لذا پیمانکار می‌تواند این اوراق را در بازار نقد کرده و مشکلات فقدان نقدینگی در گردش خود را برای انجام طرح بعدی از بین ببرد. در کنار این دولت می‌تواند تا سررسید خود را به منابع مالی دیگری برای تسویه نقدی، مجهز کند.

ب) مؤلفه استفاده حداکثری از منابع موجود: مسیر شماره ۲ اشاره به استفاده حداکثری از منابع موجود دارد. در این حوزه، تشکیل بازار ثانویه اسناد خزانه و درگیر

نقش اسناد خزانه در تحقق مؤلفه‌ها و اهداف سیاست‌های ابلاغی / محمدحسین صدرایی و دیگران *تجربیات بازرگانی* ۲۸۳

نمودن سرمایه‌های مازاد و راکد دارندگان منابع مازاد مالی و سرمایه‌گذاران مورد توجه قرار دارد.

ج) مؤلفه دید بلندمدت: تحقق مؤلفه دید بلندمدت به واسطه انتشار اسناد خزانه (مسیر ۳) بر این اصل استوار است که دولت بدون برنامه‌ریزی بلندمدت نمی‌تواند در دوره‌های کوتاه‌مدت بدهی خود را از طریق انتشار اسناد خزانه، پرداخت کند. در واقع دولت باید در روز عرضه اوراق، برنامه‌ریزی متقنی برای تأمین منابع نقد به جهت تسویه با دارندگان نهایی اوراق در سررسید بنماید. به‌گونه‌ای که هیچ‌گونه نکولی در تصفیه اسناد در زمان سررسید صورت نپذیرد. در غیر این صورت این اسناد اعتبار لازم خود را از دست خواهند داد.

د) مؤلفه حمایت از تولید ملی: این مؤلفه از طریق مسیر ۴، محقق می‌شود. در اینجا مشخص است که انتشار اسناد پیمانکار داخلی را از مضیقه مالی در انجام پروژه‌های بعدی رها خواهد ساخت. البته این اسناد قابلیت ارائه به پیمانکاران خارجی را نیز دارد که در این صورت ریسک نوسانات نرخ ارز برای این پیمانکاران وجود دارد.

ه) مؤلفه مبارزه با مفاسد اقتصادی: مسیر ۵، از مجرای امکان شفافیت بدهی‌های دولتی و مشخص شدن حجم و میزان بدهی، مؤلفه مبارزه با فساد اقتصادی را تأمین می‌نماید. بدین ترتیب که اولاً خزانه‌داری کل لیست مشخصی از پیمانکاران طلبکار را در فرآیند انتشار در اختیار خواهد داشت، ثانیاً تسویه نقدی تا پیش از سررسید وجود ندارد، امکان حضور واسطه‌گران نقد نمودن وجوه و سوءاستفاده از دارندگان امضای طلایی و امکان رشوه و ارتشاء برای نقد کردن طلب از دولت برای پیمانکاران نیز از بین می‌رود که این به معنی از بین رفتن یکی از کانال‌های مفسده خیز در مبارزه با فساد است. در سررسید اوراق نیز، بدهی به صورت نقد توسط بانک عامل بدون دخالت واسطه به حساب پیمانکارانی که اوراق را تا سررسید نگه داشته‌اند ریخته می‌شود.

و) مؤلفه کارآفرینی: کانال ۶، مؤلفه کارآفرینی در معنای اشتغال‌زایی را به واسطه منجمد نشدن طلب پیمانکاران محقق می‌سازد. بنابراین با امکان نقد کردن طلب‌ها به کسر و براساس قیمت بازار، پیمانکار قادر خواهد بود اقدام به راه‌اندازی پروژه‌های جدید خود نماید. لذا فرایند تولید اشتغال نیز تأمین می‌شود.

ز) مؤلفه حمایت از کار و کارگر ایرانی: کانال ۷، حمایت از کار و کارگر از طریق امکان اجرای ممتد پروژه‌ها بدون وقفه‌ی ناشی از نبود سرمایه در گردش و یا عدم تسویه حساب پروژه‌های قبلی با دولت محقق می‌شود. در کنار این و به جهت فراگیر شدن مزیت‌های اسناد خزانه نزد پیمانکاران، پیمانکاران برای انجام پروژه‌های دولت تمایل بیشتری خواهند داشت، زیرا در شرایط جدید نسبت به تسویه دولت با آنها، اطمینان دارند.

اسناد خزانه از طریق این ۷ کانال، به صورت مستقیم، قادر است در مسیر تحقق مؤلفه‌های اقتصاد مقاومتی مورد استفاده قرار گیرد. اندازه‌گیری شدت تأثیر در هر یک از این مسیرها، خود می‌تواند موضوع پژوهشی دیگری باشد. بهره‌گیری از تجربه انتشار اسناد خزانه برای انتشار اوراق خرید دین شرکت‌های تجاری، تولید- صنعتی و دانش‌بنیان بزرگ و تعاونی‌ها به جهت حداکثر نمودن بهره‌گیری بخش‌های غیردولتی از مزایای تأمین نقد شوندگی برای انجام پروژه‌های اقتصادی غیردولتی، بررسی امکان انتشار اسناد خزانه برای تأمین مالی بدهی‌های بلندمدت دولت در شرایط ثبات اقتصادی، مسیرهای غیرمستقیمی است که می‌توان آنها را تصور کرد.

۳. آسیب‌شناسی اسناد خزانه اسلامی در مسیر تحقق مؤلفه‌های اقتصاد مقاومتی

مهم‌ترین مسأله که در ۷ مجرای شناسایی شده در بخش ۲-۲ باید به آن به عنوان یک آسیب جدی توجه داشت، عبارتند از:

الف) فقدان اهتمام در حفاظت از فرآیندهای اجرایی انتشار اسناد، معاملات ثانویه و تسویه در سررسید است. در هر مرحله چنانچه فرآیندهای اجرایی انتشار اسناد، معاملات ثانویه و تسویه در سررسید با اهمال در حسن اجرا و حسن نظارت روبرو شود، اطمینان به کارکردهای اقتصادی این اسناد کاهش می‌یابد و ما یک ابزار مؤثر در بازار بدهی بازار سرمایه را که نقش مؤثری در تحقق برخی از مؤلفه‌های اقتصاد مقاومتی ایفا می‌نماید، از دست خواهیم داد. با کاهش اطمینان به کارکردهای این ابزار، پیمانکاران تمایل کمتری برای دریافت این اسناد در قبال طلب خود از دولت خواهند داشت. در صورتی که مجرای مناسبی برای تسویه بدهی دولت به پیمانکاران وجود نداشته باشد، رفته‌رفته پیمانکاران

نقش اسناد خزانه در تحقق مؤلفه‌ها و اهداف سیاست‌های ابلاغی / محمدحسین صدرایی و دیگران *تجربیات اسلامی* ۲۸۵

بخش خصوصی تمایل کمتری جهت انجام پروژه‌های تملک سرمایه یا زیربنایی دولت خواهند داشت. بنابراین دولت برای اجرای پروژه‌های خود یا باید پروژه‌ها را به پیمانکاران خارجی برون‌سپاری نماید و یا جهت تهییج و ترغیب پیمانکاران به پذیرش پروژه‌ها، پروژه را باقیمت بالاتری از قیمت تمام‌شده، به آنها پیشنهاد دهد. در صورت نخست، صرف انجام پروژه به طرف‌های خارجی خواهد رسید (حتی اگر از عوامل تولید ایرانی در انجام پروژه استفاده شود) و در صورت دوم، خلاف مؤلفه اصلاح الگوی مصرف دولت، عمل خواهد شد.

سایر آسیب‌هایی که امکان دارد اسناد خزانه را مسیرهای تحقق مؤلفه‌های اقتصاد مقاومتی قرار دهد و به نوعی منجر به کاهش تمایل استفاده از این ابزار در بازار اولیه و عدم تمایل برای خرید آن به منظور تأمین مالی پیمانکار در بازار ثانویه شود به شرح زیر تقسیم‌بندی می‌شود.

ب) ریسک‌های اسناد خزانه؛ اقتصاد مقاومتی به معنی اتخاذ تدابیر و راهکارهایی است که منجر به کاهش ریسک‌های اقتصاد کشور و افزایش تاب‌آوری آن در برابر مخاطرات و تنش‌ها است (غیاثوند و عبدالشاه، ۱۳۹۴، صص. ۱۶۶-۱۶۷). در این معنا مجموعه فعالیت‌هایی که در هر بخش منجر به مدیریت ریسک‌های بخشی می‌شود نیز از جمله اهداف اقتصاد مقاومتی است و در مقابل رهاکردن ریسک‌های بخشی نیز کاملاً با اهداف اقتصاد مقاومتی در تعارض است. اسناد خزانه اسلامی نیز به عنوان یک جزء از اجزاء اقتصاد کشور دارای ریسک‌هایی است، بنابراین شناسایی ریسک‌های مرتبط با این اسناد که در مقام اجرا موفقیت آن را تهدید می‌کند و استفاده از آن را در بازار اول و دوم با نا اطمینانی مواجه می‌نماید، ضروری است. مهم‌ترین ریسک‌های اسناد خزانه عبارتند از:

○ ریسک نکول اسناد؛ اسناد خزانه اسلامی توسط خزانه‌داری مرکزی و به پشتوانه بدهی‌های دولت به بانک‌های تجاری، بخش خصوصی و پیمانکاران منتشر می‌شود. همواره برای این اسناد، ریسک ورشکستگی دولت و یا سرباززدن وی از انجام وعده خود و تحقق پرداخت ارزش اسمی بدهی در سررسید وجود دارد. این ریسک همان ریسک نکول^{۱۱} اوراق است. در ادبیات مالی ریسک نکول عبارت است از اینکه یک‌طرف از قرارداد نتواند به تعهد خود در قرارداد عمل نماید.

- ریسک نقد شوندگی؛ در صورتی که بازار اوراق بهادار از عمق کم در نقد کردن دارایی برخوردار باشد و یا سرعت نقد شدن دارایی در آن پایین باشد، اوراق با ریسک نقدشوندگی برای دارندگان آن روبرو خواهد بود. این ریسک هم برای متقاضیان سرمایه‌گذاری و هم برای طلب‌کاران دولت که دارنده اسناد خزانه هستند وجود دارد.
- ریسک سیاسی؛ این ریسک به دلیل تصمیمات سیاسی و اقتصادی دولت‌ها به وجود می‌آید. به‌عنوان مثال چنانچه دولت به یک‌باره تصمیم بگیرد تسویه مبلغ اسمی بدهی خود در سررسید اسناد را به دلایل مختلفی نظیر هزینه کرد منابع بودجه‌ای تخصیص داده‌شده به پرداخت یارانه‌های نقدی و یا هزینه کرد در سایر طرح‌های دیگر اقتصادی، به تعویق بیندازد، با این ریسک روبرو خواهیم بود.
- ریسک شریعت؛ ریسک شریعت را می‌توان از دو جنبه بررسی کرد، نخست از جنبه تقیدات شرعی سرمایه‌گذاران حقیقی و دوم از منظر نحوه انجام فرآیند انتشار. در جنبه نخست باید اذعان داشت مبنای انتشار اسناد خزانه بر بیع‌الدین است. در خصوص جواز بیع‌الدین به فرد ثالث مشهور فقها در صورتی که دین، دینی واقعی باشد را پذیرفته‌اند. ماده (۹۸) قانون برنامه پنجم توسعه ایران نیز در سال ۱۳۸۹ عقد خرید دین را در کنار عقود استصناع و مرابحه مجاز شمرده است. بر این اساس نظام بانکی و بازار سرمایه می‌تواند از این عقد استفاده نمایند. گرچه برخی از فقها نظیر امام خمینی (ره)، عنوان می‌دارند فروش سفته یا برات ناشی از بدهی مسجل به کمتر فاقد اشکال است ولی فروش آن به غیرمدیون به کمتر را ربا و حرام می‌دانند (موسوی خمینی، ۱۳۹۲، ص. ۱۸۱). آیت‌الله خراسانی، نیز خرید بدهی توسط شخص ثالث به قیمت کمتر را بنا بر احتیاط واجب، جایز نمی‌دانند که نباید این معامله اتفاق بیافتد (وحیدخراسانی، ۱۳۸۸، ص. ۵۶۵). لذا سرمایه‌گذارانی که مقلد این مراجع بزرگوار هستند مجاز به استفاده خرید دین نبوده و اسناد خزانه از منظر این افراد دارای ریسک شریعت می‌باشند. از منظر فرآیندهای اجرایی نیز در هر مرحله از فرآیند انتشار امکان دارد که اصول مورد تأیید فقیهان و کمیته فقهی سازمان بورس به صورت کامل اجرایی نشود، مثلاً دین، غیرواقعی باشد و بر مبنای آن اوراق منتشر شود، از آنجاکه بدهی غیرواقعی است و همه فقیهان خرید و فروش این بدهی را محل

اشکال دانسته‌اند، لذا انتشار اوراق بر مبنای بدهی غیرواقعی می‌تواند نمونه‌ای از ریسک شریعت باشد.

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

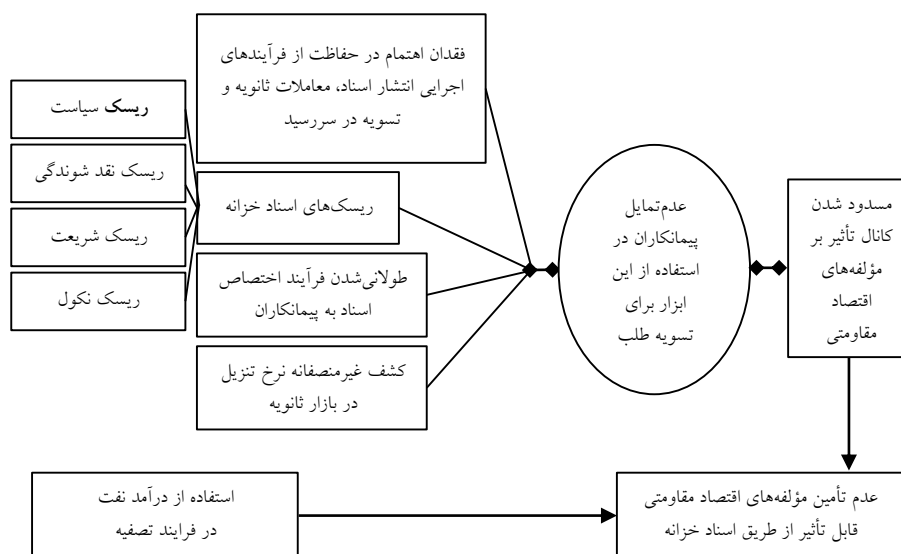
د) کشف غیرمنصفانه نرخ تنزیل در بازار ثانویه؛ چنانچه پیمانکار اسناد خزانه را از دولت به جهت تسویه بدهی دریافت کرد و برای تأمین سرمایه در گردش کار جدید، مجبور به فروش در بازار ثانویه شد، اگر مکانیسم بازار ثانویه به ترتیبی باشد که نرخ‌های بازخرید اسناد در بازار توسط سایر سرمایه‌گذاران از نگاه پیمانکار منصفانه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

ه) از آنجایی که اسناد خزانه اسلامی برخلاف اسناد خزانه کوتاه‌مدت متعارف همواره مبتنی بر بدهی مسجل منتشر می‌شود، لذا در سررسید آن امکان انتشار اسناد جدید برای تسویه اسناد قبلی وجود ندارد و بنابراین دولت موظف است پیش از انتشار اسناد چشم‌انداز روشنی از منابع درآمدی آتی خود تهیه نماید و یا در بودجه سنواتی، ردیف مشخصی را برای هزینه کرد اسناد اختصاص دهد تا در زمان تسویه اسناد، تأخیری برای تسویه اتفاق نیفتد. هرگونه تأخیر در چهارچوب ریسک نکول اثر روانی منفی برافزایش تمایل پیمانکاران برای بهره‌برداری از این اسناد خواهد گذاشت.

و) یکی از مؤلفه‌های اصلی اقتصاد مقاومتی کاهش اتکا به نفت و منابع درآمدی آن بود. چنانچه دولت اقدام به انتشار اسناد خزانه نماید و منابع مالی تسویه این اسناد در سررسید را از درآمدهای نفتی تأمین کند، این خلاف اقتصاد مقاومتی است. بنابراین دولت

به منظور تحقق مؤلفه‌های اقتصاد مقاومتی باید تلاش نماید سبب درآمدی خود را متنوع نماید. این مسأله یک آسیب جدی در فرآیند تحقق اقتصاد مقاومتی از سوی اسناد خزانه اسلامی است.

موارد (الف) تا (هـ)، در نهایت منجر به تزریق نا اطمینانی به کارکردهای اسناد خزانه در اذهان طلب‌کاران دولتی و در برخی موارد خواهد شد. در این صورت، رفته‌رفته استفاده از اسناد خزانه و تمایل پیمانکاران به تسویه طلب خود با این ابزار کم‌رنگ می‌شود و بنابراین مجموعه کانال‌هایی که با استفاده از آن این ابزار مؤلفه‌های اقتصاد مقاومتی را متأثر می‌کرد، تحقق نخواهد یافت. مورد (و) نیز خود به صورت مستقیم با یکی از مؤلفه‌های اقتصاد مقاومتی یعنی کاهش وابستگی به نفت در تعارض است. این روابط در شکل (۶) نمایش داده شده است.



شکل (۶): آسیب‌شناسی اسناد خزانه اسلامی در تأمین مؤلفه‌های اصلی اقتصاد مقاومتی

منبع: یافته‌های تحقیق

جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

با ابلاغ سیاست‌های اقتصاد مقاومتی، تأکید سیاست‌گذاران اقتصادی بر تأمین اهداف بندهای آن متمرکز شده است. از جمله موارد مصرح در بندهای (۱) و (۹) این سیاست‌ها

که نقش بازار سرمایه را به صورت جدی توصیف می‌کند، تأمین شرایط و فعال‌سازی کلیه امکانات و منابع مالی کشور و اصلاح و تقویت همه‌جانبه نظام مالی کشور باهدف پاسخ‌گویی به نیازهای اقتصاد ملی، ایجاد ثبات در اقتصاد ملی و پیشگامی در تقویت بخش واقعی اقتصاد است. در راستای تأمین اهداف مذکور در صدر سیاست‌های ابلاغی اقتصاد مقاومتی، متولیان بازار سرمایه نسبت به طراحی ابزار مالی نوینی به جهت تسهیل فرآیند تسویه بدهی‌های مسجل دولت به نظام بانکی، ذینفعان و تأمین‌کنندگان منابع در بازار فرابورس ایران اقدام نموده‌اند.

از آنجاکه اسناد خزانه یک ابزار نوین مالی اسلامی است که به سرعت مورد استفاده و بهره‌برداری دولت قرار گرفته، لزوم بررسی این ابزار و کارکردهای آن در چارچوب مؤلفه‌های اصلی اقتصاد مقاومتی و قدرت این ابزار در تأمین اهداف سیاست‌های ابلاغی، امری ضروری است. بنابراین مقاله حاضر متکی بر این اصل که به دنبال پاسخ به این سؤال است که اسناد خزانه اسلامی از طریق چه کانال‌هایی می‌تواند مؤلفه‌های اصلی اقتصاد مقاومتی و اهداف مستتر در بندهای سیاست‌های ابلاغی را تأمین نماید؟ مبتنی بر روش تحلیلی-توصیفی و مطالعات کتابخانه‌ای، مسیرهای تأثیرگذاری انتشار اسناد به عنوان یک ابزار نوین مالی در بازار سرمایه شناسایی شد. نتایج نشان می‌دهد (بخش ۲-۲) استفاده از اسناد خزانه اسلامی، قادر است به نحو مساعدی از طریق مسیرهای مشخص و مستقیم، ۷ مؤلفه حمایت از تولید ملی، حمایت از کار و کارگر ایرانی، کارآفرینی البته در معنای اشتغال‌زایی، شفافیت بدهی‌های دولت، استفاده حداکثری از منابع و کاهش وابستگی دولت به نفت را به صورت مثبت، متأثر نماید. البته باید لحاظ شود که در صورت عدم توجه متولیان فرآیندهای اجرایی و نظارتی اسناد خزانه، آسیب‌های پیرامون این اسناد مسیر تأثیر بر مؤلفه‌های اصلی اقتصاد مقاومتی را منحرف خواهد کرد. نتایج به دست آمده به صورت موجز به شرح زیر است:

۱. اسناد خزانه از طریق تأثیر بر مؤلفه‌هایی که پایداری اقتصاد کلان، کارایی بازارهای خرد و توسعه اجتماعی را در اقتصاد مقاومتی تأمین می‌کند، که می‌تواند بر اقتصاد مقاومتی مؤثر باشد (بخش ۲-۱).
۲. بر مبنای مؤلفه‌های مطرح شده در سخنان مقام معظم رهبری:

- ✓ مؤلفه کاهش وابستگی دولت به نفت از طریق کانال فروش اسناد در بازار ثانویه به کسر توسط پیمانکاران، متأثر می‌شود. چراکه دولت می‌تواند تسویه بدهی خود را تا زمان سررسید به تأخیر انداخته، منابع مالی دیگری غیر از فروش نفت تأمین کند.
 - ✓ مؤلفه استفاده حداکثری از منابع موجود نیز از مسیر تشکیل بازار ثانویه اسناد خزانه و ورود سرمایه‌های مازاد و راکد توسط دارندگان منابع مازاد و سرمایه‌گذاران تحقق می‌یابد.
 - ✓ تحقق مؤلفه دید بلندمدت، براساس این اصل است که دولت بدون برنامه‌ریزی بلندمدت نمی‌تواند در دوره‌های کوتاه‌مدت بدهی خود را از طریق انتشار اسناد خزانه، پرداخت کند.
 - ✓ مؤلفه حمایت از تولید ملی بدین ترتیب تأمین می‌شود که انتشار اسناد پیمانکار داخلی را از مضیقه مالی در انجام پروژه‌های بعدی رها خواهد ساخت.
 - ✓ مؤلفه شفافیت و مبارزه با فساد از طریق امکان شفافیت بدهی‌های دولتی و مشخص شدن حجم و میزان بدهی تأمین می‌شود.
 - ✓ اسناد خزانه، مؤلفه کارآفرینی در معنای اشتغال‌زایی را به‌واسطه منجمد نشدن طلب پیمانکاران محقق می‌سازد. بنابراین با امکان نقد کردن طلب‌ها به کسر و براساس قیمت بازار، پیمانکار قادر خواهد بود اقدام به راه‌اندازی پروژه‌های جدید خود نماید، لذا فرآیند تولید اشتغال نیز تأمین می‌شود.
 - ✓ حمایت از کار و کارگر نیز از طریق امکان اجرای ممتد پروژه‌ها بدون وقفه ناشی از نبود سرمایه در گردش و یا عدم تسویه حساب پروژه‌های قبلی با دولت محقق می‌شود.
۳. مهم‌ترین مسأله که در ۷ مجرای شناسایی شده بالا، باید به آن به‌عنوان یک آسیب جدی توجه داشت، فقدان اهتمام در حفاظت از فرآیندهای اجرایی انتشار اسناد، معاملات ثانویه و تسویه در سررسید است.

نقش اسناد خزانه در تحقق مؤلفه‌ها و اهداف سیاست‌های ابلاغی / محمدحسین صدرایی و دیگران **پنجشنبه ۲۹ شهریور ۱۳۹۱**

۴. ریسک‌های نکول، فقدان نقدشوندگی، ریسک سیاسی و ریسک شریعت آسیب‌هایی را در فرآیند تحقق مؤلفه‌های اقتصاد مقاومتی از مسیر اسناد خزانه ایجاد می‌نمایند.

یادداشت‌ها

۱. Liu
۲. Centinental Resilience Index
۳. Crowding Out Effect
۴. Financial Dominance
۵. Resilient Economy
۶. Robust Economy
۷. Invincible Economy
۸. Frankel & Khan
۹. Easterly & Rebello
۱۰. Fisher
۱۱. Default Risk

کتابنامه

تاری، فتح‌الله؛ و کاویانی، زهرا (۱۳۹۲). اقتصاد مقاومتی و مؤلفه‌های آن. فصلنامه سیاست کلان، ویژه اقتصاد مقاومتی، ۲(۶)، ۲۷-۴۹.

خادم‌الحسینی اردکانی، مجید؛ و موسویان، سیدعباس (۱۳۹۱). مهندسی مالی اسناد خزانه. فصلنامه اقتصاد اسلامی، ۱۲(۴۵)، ۱۰۷-۱۳۰.

ذاکرنیا، احسان؛ و حبیب‌الهی، محمدهادی (۱۳۹۵). ارائه مدل قیمت‌گذاری اسناد خزانه اسلامی مبتنی بر چارچوب اوراق بهادارسازی، فصلنامه دانش سرمایه‌گذاری، ۵(۱۸)، ۵۱-۶۵.

سلمانی، یونس؛ یاوری، کاظم؛ سجابی، بهرام؛ و اصغرپور، حسین (۱۳۹۵). اثرات کوتاه‌مدت و بلندمدت بدهی‌های دولت بر رشد اقتصادی در ایران. فصلنامه مطالعات اقتصادی کاربردی ایران، ۵(۱۸)، ۸۱-۱۰۷.

- شعبانی، احمد؛ و نخلی، سیدرضا (۱۳۹۲). مؤلفه‌های اقتصاد مقاومتی در ادبیات رایج و در بیان مقام معظم رهبری. *فصلنامه آفاق امنیت*، ۷(۲۵)، ۵۵-۸۸.
- عربی، حسین (۱۳۹۲). اقتصاد مقاومتی در بیانات مقام معظم رهبری. *فصلنامه سیاست کلان*، ۲(۶)، ۹-۲۷.
- غیاثوند، ابوالفضل؛ و عبدالشاه، فاطمه (۱۳۹۴). شاخص‌های تاب‌آوری اقتصادی. *فصلنامه روند*، ۲۲(۷۱)، ۷۹-۱۰۶.
- فراهانی‌فرد، سعید (۱۳۸۱). *سیاست اقتصادی در اسلام*. تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.
- فشاری، مجید؛ و جواد، پورغفار (۱۳۹۳). بررسی الگوی اقتصاد مقاومتی در اقتصاد ایران. *فصلنامه اقتصادی*، ۲(۵ و ۶)، ۲۹-۴۰.
- فیاضی، محمدتقی؛ و نظری‌پور، محمدنقی (۱۳۹۴). استفاده از اسناد خزانه اسلامی برای تأمین مالی طرح‌های تملک دارایی‌های سرمایه‌ای دولت. *فصلنامه اقتصاد و بانکداری اسلامی*، ۵(۱۳)، ۸۳-۱۰۸.
- قضاوی، حسین؛ و بازمحمدی، حسین (۱۳۸۹). *عملیات بازار باز در چارچوب بانکداری بدون ربا؛ مطالعه موردی اسناد خزانه اسلامی*. تهران: پژوهشکده پولی و بانکی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.
- لاجوردی، حسن؛ ابونوری، اسماعیل؛ و بشارتی، زهره (۱۳۹۵). *برآورد شاخص تاب‌آوری اقتصادی در ایران و ارائه راهکارهای بهبود*. تهران: اولین همایش بین‌المللی اقتصاد شهری با رویکرد اقتصاد مقاومتی.
- مقدسی، محمدرضا (۱۳۷۳). *سیاست پولی انتخاب ابزاری به‌عنوان جایگزین*. تهران: وزارت امور اقتصادی و دارایی.
- ممینی، یعقوب (۱۳۹۱). *مؤلفه‌ها و شاخص‌های اقتصاد مقاومتی*. گیلان: مجموعه مقالات همایش ملی بررسی و تبیین اقتصاد مقاومتی.
- موسوی‌خمینی، سیدروح‌الله (۱۳۹۲). *استفتائات* (جلد ۱۰، صفحه ۱۸۱). قم: مؤسسه تنظیم نشر آثار امام خمینی.
- موسویان، سیدعباس؛ و الهی، مهدی (۱۳۸۹). امکان‌سنجی فقهی تشکیل بازار بین‌بانکی در بانکداری اسلامی. *فصلنامه اقتصاد اسلامی*، ۱۰(۳۸)، ۸۹-۱۱۸.

نقش اسناد خزانه در تحقق مؤلفه‌ها و اهداف سیاست‌های ابلاغی / محمدحسین صدرایی و دیگران *تجربیات اسلامی* ۲۹۳

- موسویان، سیدعباس و نظریور، محمدنقی؛ خزائی، ایوب (۱۳۸۹). امکان‌سنجی فقهی طراحی اسناد خزانه اسلامی در بازارهای مالی اسلامی. *فصلنامه اقتصاد اسلامی*، ۱۰(۴۰)، ۸۷-۱۱۶.
- نظریور، محمدنقی؛ و لطفی‌نیا، یحیی (۱۳۹۳). نقش بورس اوراق بهادار در تحقق سیاست‌های اقتصاد مقاومتی. *فصلنامه معرفت اقتصادی*، ۶(۱۱)، ۴۹-۷۰.
- نظریور، محمدنقی؛ و صدرایی، محمدحسین (۱۳۹۶). شناسایی و رتبه‌بندی ریسک‌های اسناد خزانه اسلامی در بازار اوراق بهادار ایران. *دوفصلنامه تحقیقات مالی اسلامی*، ۲(۲)، ۱۳۳-۱۶۶.
- وحیدخراسانی، حسین (۱۳۸۸). *توضیح المسائل*. قم: مدرسه باقرالعلوم.
- Arabi, H. (2016). Resistance Economics in Expressing Supreme Leader, *The Macro Policies*, 2(6), 9-27. (In Persian)
- Blanchard, O., & Katz, L. F. (1992). Regional Evolutions, *Brooking Papers on Economic Activity. Economic Studies Program, the Brooking Institution*, 23(1), 76.
- Farahani, S. (2003). *Economic Policy in Islam, Tehran; Research Center for Islamic Culture and Thought*. (In Persian)
- Fayazi, M., & Nazarpour, M., (2016), The use of the Islamic Treasury Bills to Finance the Acquisition of Nonfinancial Assets of Government, *Islamic Economic and Banking*, 10(13), 83-108. (In Persian)
- Feshari, M., & Pourghafar, J. (2014). Investigation of Resistance Economics Pattern in Iranian Economy, *Economic Quarterly*, 2 (5&6), 29-40. (In Persian)
- Ghiasvand, A., & Abdolshah, F. (2015). The Concept and Measurement of Economic Resilience, *Journal of Economic Research*, 15(59), 79-106. (In Persian)
- Khademolhoseini Ardakani, M., & Mousavian, S, A., (2012). *Islamic Economics*, 12(45), 107-130. (In Persian)
- Kubitschek, A. Jaskiewicz, K. Linakis, L. & McGirr, M. (2013). A Framework for Analyzing Resilience In Fragile and Conflict-Affected Situations, *Columbia University, Columbia University SIPA*.
- Lajevardi, H., Aboonouri, E., & Besharati, Z. (2019). An Estimating On Economic Resilience Index IN Iran and Indicating the Solutions of Development, *Tehran; The first Conference On Urban Economy with Emphasize on Resistance Economics, Monetary and Banking Research Institute*. (In Persian)
- Moghadasi, M. H. (1995). Monetary Policy Choosing; The Substitutional Instrument, *Ministry of Economic Affairs and Finance*. (In Persian)
- Mombeini, Y. (2013). Elements and Index of Resistance Economics, *Gilan; National Conference on Resistance Economics*. (In Persian)

- Mousavikhomeini, S. R. (2014). Esteftaat, *Qom; Institute for Organizing and Publishing Imam Khomeini's Works*. (In Persian)
- Mousavian, A., & Elahi, M. (2010). Jurisprudential Feasibility of Forming an Interbank Market in Islamic Banking, *Islamic Economics*, 10(38), 89-118. (In Persian)
- Mousavian, A., Nazarpour, M., & Khazai, A., (2010). Juridical Feasibility of Designing Islamic Treasury Bills in Islamic Financial Markets. *Islamic Economics*, 10(40), 87-116. (In Persian)
- Nazarpour, M, N; & LotfiNia, Y., (2010). The Role of the Stock Exchange in the Implementation of Resistance Economy Policies, *the Imam Khomeini Education and Research Institute*, 6(11), 49-70. (In Persian)
- Nazarpour, M, N; & Sadraei, M, H., (2017). Identifying and Ranking the Risks of Islamic Treasury Bills in the Iranian Securities Market. *Bi-Quarterly Journal of Islamic Financial Research*, 6 (2), 133-166.
- Qazavi, H., Bazmohammadi, H. (2014). Open Market Operation in Banking Frame without Reba; Islamic Treasury Bills Case Study, *Monetary and Banking Research Institute*. (In Persian)
- Shaabani, A., & Nakhli, R. (2016). Components of Resistance Economics in Popular Literature and in Expressing Supreme Leader, *Afaq Amniat*, 7(25), 55-88. (In Persian)
- Salmani, Y., Yavari, K., Sahabi, B., & Asgharpour, H. (2016). The Short-Run and Long-Run Effects of Government Debt on Economic Growth in Iran. *Journal of Applied Economics Studies in Iran*, 5(18), 81-107. (In Persian)
- Tari, Fathollah, & Kaviani, Zahra (2013). Resistance Economics and its Components. *The macro policies*, Resistance Economics, 2 (6), 27-49. (In Persian)
- Vahidkhorasani, H. (2010). Toziholmasael, *Publications of Bagher Al-Alum School*. (In Persian)
- Zakernia, E., & Habibollahi, M. (2016). Price Modeling of Islamic Treasury Bills Based on Securitization. *Journal of Investment Knowledge*, 5(18), 51-65. (In Persian)