

Debt Market and Resistance Economy (with a Perspective on the Consequences of Debt Market Development)

Seyyed Sadegh Tabatabaiejad*

ABSTRACT

A resistance economy is a country's economic and management policy strategy with the approach of restoring economic structures and institutions to optimally use opportunities and achieve the goals of upstream documents and resistance economy in its narrow sense is recognized as an Islamic economy. In the resistance economy, the basis of behaviors and attitudes in daily life should be reviewed based on the observance of Islamic economic patterns and codes of conduct. One of the means of financing to equip the necessary resources for the implementation of profit and non-profit plans and programs of governments and companies in the direction of sustainable growth and development, is the issuance of debt-based securities. Debt bonds, without creating a limit on the ownership and managing control of the issuer, indicate the amount of the financial right of the holder to the issuer, which is traded in an organized market called the debt market. By analyzing documentary and library data with a fundamental-applied approach, examining the conventional debt market, and stating its positive effects and negative consequences, this article concludes that the debt market in the resistance economy system must be based on Sharia contracts, observing Sharia frameworks and rules, plays a role by establishing a link between the real and credit sectors and as a facilitator of equipping and allocating funds, and with the operational implementation of Sukuk complies with the Sharia and not just changing the name and issuing a version with an Islamic cover, a market worthy of the Islamic system can be formed.

KEYWORDS: Resistance economy, Debt market, Economic growth, Money creation, Financialization of the economy.

Classification JEL: L₁, G₁, G₁₇, D₅₁.

* Assistant Professor, Department of Economics and Islamic Banking, Faculty of Economics, Kharazmi University, Iran; email: www.s.s.tabaei@khu.ac.ir

بازار بدهی و اقتصاد مقاومتی (با نگاهی بر پیامدهای توسعه بازار بدهی)

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۸/۰۶ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۳/۰۱/۳۰

سیدصادق طباطبائی نژاد*

چکیده

اقتصاد مقاومتی به عنوان راهبرد سیاست‌گذاری اقتصادی و مدیریتی کشور با رویکرد ترمیم ساختارها و نهادهای اقتصادی به منظور استفاده بهینه از فرصت‌ها و دستیابی به اهداف اسناد بالادستی می‌باشد و اقتصاد مقاومتی را می‌توان لازم بالمعنی الاخص اقتصاد اسلامی^۱ دانست. در اقتصاد مقاومتی باید اصل و اساس رفتارها و نگرش‌ها در زندگی روزمره بر اساس رعایت الگوهای اقتصاد اسلامی بازنگری شود. یکی از ابزارهای تأمین مالی به منظور تجهیز منابع لازم برای اجرای طرح‌ها و برنامه‌های انتفاعی و غیرانتفاعی دولت‌ها و شرکت‌ها در راستای رشد و پیشرفت پایدار، انتشار اوراق بهادار بر پایه بدهی می‌باشد. اوراق بدهی بدون آنکه بر ملکیت و سیطره مدیریتی ناشر محدودیتی ایجاد نماید، نشان‌دهنده میزان حق مالی دارنده آن بر عهده ناشر می‌باشد که در بازاری متشکل به نام بازار بدهی مبادله می‌شود. این مقاله با تحلیل داده‌های اسنادی و کتابخانه‌ای با رویکرد بنیادی-کاربردی با بررسی بازار بدهی متعارف و بیان آثار ایجابی و پیامدهای سلبی آن نتیجه می‌گیرد که بازار بدهی در منظومه اقتصاد مقاومتی باید مبتنی بر عقود شرعی با رعایت چارچوب‌ها و قواعد شرعی بوده و با برقراری پیوند میان بخش حقیقی و اعتباری و به عنوان تسهیل‌کننده تجهیز و تخصیص وجوه نقش‌آفرینی نماید و با تحقق عملیاتی صکوک منطبق با شریعت و نه فقط تغییر نام و انتشار نسخه با پوسته اسلامی بلکه بازاری شایسته نظام اسلامی شکل بگیرد. واژگان کلیدی: اقتصاد مقاومتی، بازار بدهی، رشد اقتصادی، خلق پول، مالی‌سازی اقتصاد.

طبقه‌بندی JEL: G۰۱, L۱۰, G۰۰, D۴۷.

* استادیار گروه اقتصاد و بانکداری اسلامی، دانشکده اقتصاد، دانشگاه خوارزمی، ایران

Email: www. s.s.tabaei@khu.ac.ir

۱. یعنی ذات اقتصاد برگرفته از شریعت با ثبات و مقاوم در برابر شوک‌ها می‌باشد.

مقدمه

مقام معظم رهبری در سال ۱۳۸۹ برای نخستین بار اصطلاح «اقتصاد مقاومتی» را به منظور سامان‌دهی نظام اقتصادی کشور متناسب با شرایط جاری داخلی و بین‌المللی و با مبنا قرار دادن اصول انقلاب مطرح کردند. در واقع، مجموعه سیاست‌های اقتصاد مقاومتی یک الگوی بومی و علمی است که برآمده از فرهنگ انقلابی و اسلامی و متناسب با وضعیت امروز و فردای ماست. در عمل، اقتصاد کشور را به حالت «انعطاف‌پذیری» می‌رساند؛ یعنی شکنندگی اقتصاد را در مقابل تکانه‌های گوناگون (تحریم، بحران‌های اقتصادی و...) برطرف می‌کند.

شاخصه اصلی و عمومی تمدن مطلوب قرآنی بهره‌مندی انسان‌ها از همه ظرفیت‌های مادی و معنوی است که خداوند برای تأمین سعادت و تعالی آنان تعبیه کرده است. یکی از لوازم این تمدن‌سازی، رهایی از اقتصاد مبتنی بر ویژه‌خواری، ربا و تکاثر دانسته می‌شود.

بخش مالی به‌عنوان یاور بخش واقعی، نقش تأثیرگذاری در تحقق رشد و توسعه اقتصادی ایفا می‌نماید. در نظام مالی متعارف، که برگرفته از اندیشه سرمایه‌داری است، تجهیز و تخصیص منابع توسط بازارهای پول و سرمایه انجام می‌شود. بانک به‌عنوان نهاد بازار پول، متولی تأمین مالی کوتاه‌مدت بوده و بازار سرمایه به کمک ارکانش ضمن تأمین مالی مستقیم میان‌مدت و بلندمدت طرح‌های اقتصادی به مدیریت ریسک، ساماندهی انتظارات و سودآوری برای سرمایه‌گذاران می‌پردازد. در بازار سرمایه، سرمایه‌گذاران حق مالکیت نسبت به واحد اقتصادی داشته و سهامدار آن شمرده می‌شوند؛ از این‌رو در چگونگی اداره و فعالیت شرکت نظارت می‌کنند یا اینکه فقط تأمین مالی پروژه را برعهده گرفته و در چگونگی عملکرد و نحوه اداره آن نقشی ندارند که مهم‌ترین ابزارهای این روش تأمین مالی عبارت‌اند از: اوراق قرضه (تعهد بلندمدت)^۱، اسناد بدهی (تعهد میان‌مدت)^۲، اسناد خزانه

۱. Bonds

۲. Notes

(تعهد کوتاه مدت)،^۱ اوراق با پشتوانه دارایی^۲ و اوراق محافظت شده در مقابل تورم^۳ و اوراق پس انداز.^۴

اوراق بدهی با جریان درآمدی ثابت در طول زمان در مهندسی مالی متعارف بیان کننده طلب خریدار اوراق و تعهد ناشر به پرداخت مبالغی معین در زمان های مشخص است و با خرید اوراق در سررسید و پرداخت سود تعیین شده آن بدون ایجاد محدودیت در مالکیت و مدیریت ناشر تضمین می شود. این اوراق در ساختار و قالبی منسجم و متشکل به نام بازار بدهی مبادله می شود؛ ولی اوراق بدهی اسلامی حکایت از شریک بودن دارنده آن در خالص درآمد و دارایی های واحد اقتصادی می نماید؛ زیرا اعتبار صکوک برخلاف اوراق قرضه، به ارزش دارایی پشتوانه آن وابسته است و دارندگان مالیکان دارایی عینی یا دینی شمرده می شوند نه طلبکاران از ناشر یا بانی؛ از این رو عایدی و بازدهی صکوک نتیجه عملکرد واقعی دارایی پایه خواهد بود.^۵

مهم ترین انگیزه دولتمردان برای توسعه بازار بدهی، استقرار از مردم به جای استقرار از بانک مرکزی و استقرار خارجی به هدف تجهیز منابع لازم برای اجرای پروژه ها و مدیریت بدهی های گذشته سیاست کنترل تورم و اعمال سیاست های مطلوب اقتصادی می باشد.

با نظر به چگونگی رفتار جامعه نسبت به تأمین مالی مخارج دولت از طریق بدهی دو دیدگاه اصلی مطرح می شود: کینزین ها با توجه به وجود توهم مالی در جامعه معتقدند افزایش مخارج دولت با توجه به افزایش خالص ثروت بخش خصوصی بر تقاضای کل تأثیر گذاشته و در صورت عدم اشتغال کامل با رشد مصرف و سرمایه گذاری شاهد افزایش تولید ناخالص ملی خواهیم بود. در مقابل طرفداران فرضیه برابری ریکاردویی، که افراد جامعه را دوراندیش، آینده نگر و

۱. Bills

۲. Subordinated debt

۳. Inflation-protected Securities

۴. Saving Bonds

۵. به منظور شناخت کامل تر نسبت به صکوک رک: طباطبائی نژاد و موسوی (۱۴۰۰) امکان سنجی فقهی بازار بدهی. آموزه های اقتصاد اسلامی، (۱)، ۲۷۴-۲۹۶

عقلایی می‌پندارند، معتقدند تأمین مالی از طریق بدهی یعنی افزایش مالیات‌های آتی؛ از این‌رو با افزایش پس‌انداز خود واکنش نشان می‌دهند تا بتوانند افزایش مالیات آتی و کاهش درآمد قابل‌تصرف آینده را پوشش دهند که بنابراین، تقاضا بدون تغییر باقی می‌ماند.^۱

از سوی دیگر، با توسعه بازار بدهی، بنگاه‌ها و شرکت‌های بزرگ نیز می‌توانند جهت تأمین مالی پروژه‌های خود در کنار استفاده از تسهیلات بانکی با انتشار اوراق مالکیتی یا اوراق بدهی، نقدینگی موردنیاز خود را به‌صورت مستقیم جذب نمایند. با توجه به تأثیرات ایجاد و توسعه بازار بدهی بر ساختار نظام مالی و اقتصاد لازم و ضروری است قبل از پذیرش مطلق آن و تلاش برای تعریف ابزارهایی منطبق با شریعت برای آن به آثار و پیامدهای اقتصادی این بازار بر پایه نظرات اندیشمندان و تجربه دیگر کشورها پرداخته شود.

پیشینه

عابدی (۱۳۹۴) با مروری بر بازار بدهی در ایران و جهان، توسعه بازار بدهی را سبب افزایش کارایی اقتصادی، کاهش آسیب‌پذیری کشورها نسبت به بحران مالی، جلوگیری از تسلط سیاست مالی بر پولی، ایجاد بازار جایگزین برای تأمین مالی، تعیین غیردستوری نرخ بهره و افزایش شفافیت مالی، افزایش قدرت بانک‌ها در تأمین مالی و گذار از اقتصاد بانک‌محور به بازارمحور می‌داند و معتقد است با توجه به افزایش فشار تأمین مالی بر نظام بانکی، ضعیف بودن شاخص توسعه مالی، پایین بودن امکان دسترسی به منابع مالی، حجم بالای مطالبات غیرجاری بانک‌ها، کسری تراز عملیاتی بودجه دولت و لزوم تحقق منابع از طریق واگذاری دارایی‌های مالی توسعه بازار بدهی در ایران ضروری می‌باشد.

به باور حاجی‌دولابی (۱۳۹۶)، پیاده‌سازی صحیح بازار بدهی زمینه‌ساز تعیین غیردستوری نرخ بهره، نقدپذیر کردن بدهی‌ها، رونق اقتصادی، احیای منابع بانکی، کاهش بار مسئولیت بانک مرکزی در تأمین مالی تولید، خروج غیرتورمی از رکود و اصلاح ساختار در حوزه سیاست‌گذاری اقتصادی می‌شود.

رستمی (۱۳۹۷) ایجاد رونق، کنترل بدهی دولت بدون اثر تورمی، شفافیت نرخ

۱. ربک: عباسیان و نوری (۱۳۸۶) و فرزین‌وش و فرح‌بخش (۱۳۹۰) و جیحون‌تبار. (۱۳۹۵)

سود تعادلی، افزایش فرصت‌های تأمین مالی، تعمیق بازار سرمایه و کاهش فشار بر نظام بانکی را از مزایای انتشار اسناد خزانه و ایجاد بازار بدهی می‌داند و معتقد است انباشت بدهی و تسلسل انتشار از چالش‌های پیش روی آن می‌باشد.

لیترز و راینز^۱ (۲۰۰۸) می‌نویسند: براساس نظریه‌های وبلن، فیشر، شومپتر و مینسکی، بدهی هم ایجادکننده بحران است و هم سبب طولانی شدن و شدت آن و انقباض اقتصادی می‌شود. کریشنامورتی^۲ (۲۰۱۰) معتقد است: درک کامل از آنچه که در بحران مالی اتفاق افتاده است نیازمند تحقیق در مورد بازار بدهی است؛ زیرا رونق بازار بدهی موجب خروج نقدینگی از دیگر بازارها شده که این امر پیامدهای زیان‌باری بر بخش واقعی تحمیل می‌کند.

در بیشتر متون با توجه به ظرفیت مثبت بازار بدهی بر گسترش و توسعه آن به‌صورت اصل موضوعه تأکید شده است و شمار اندکی از اندیشمندان^۳ بر پیامدهای منفی توسعه بی‌ضابطه این بازار اشاره می‌کنند در این مقاله با نگاه واقع‌بینانه مبتنی بر تمرکز بر نقاط مثبت و منفی و با کمک ابزارهای سنجش نخبگانی^۴ ضمن بیان مهم‌ترین آثار و پیامدهای ایجاد و توسعه بازار بدهی تلاش شده است با نگاهی تفکیکی و جامع به بازار بدهی نقشه راهی روشن برای سیاست‌گذاران ترسیم شود.

علل اقتصادی تشکیل بازار اولیه بدهی

نیازهای جدید و وجود چالش‌های مختلف اقتصادی در کنار توسعه و نوآوری در ابزارها مالی زمینه تأسیس بازارهای مالی جدید را فراهم می‌آورد. بازار بدهی نیز همانند دیگر بازارهای هم‌عرضش در بازار سرمایه از بازار اولیه جهت انتشار و فروش اوراق بدهی جدید و بازار ثانویه به‌منظور مبادله اوراق و جابه‌جایی وجوه نقد بین فعالان این بازار تشکیل می‌شود. علل تشکیل بازار اولیه بدهی براساس نگاشته‌ها و اولویت‌بندی نخبگان به‌صورت ذیل بیان می‌شود:

۱. Leathers & Raines

۲. Krishnamurthy

۳. Krishnamurthy (۲۰۱۰), (Palley, ۲۰۰۷), (Vuletić, ۲۰۱۵), Leathers & Raines, ۲۰۰۸)

۴. با توجه به گستردگی مباحث و رعایت حجم مقاله تعریف و توضیح پیرامون CVI و CVR آورده نشده است.

۱. مدیریت بدهی‌های دولت

برخی هدف اصلی از انتشار اوراق بدهی دولتی و ایجاد بازار بدهی را ساماندهی بدهی‌های دولت می‌دانند و نه ابزاری جهت تأمین مالی بودجه و معتقدند ایجاد بازار بدهی برای مدیریت صحیح حجم بزرگ بدهی دولت بهترین و مطلوب‌ترین راه می‌باشد؛ زیرا انتشار اوراق با سررسیدها و نرخ‌های مختلف با جذب سرمایه‌های جدید ضمن توسعه و فعال شدن بازار سرمایه سبب می‌شود دولت‌ها قدرت مانور و برنامه‌ریزی جهت پرداخت بدهی و دیونشان براساس درآمدها را پیدا نمایند) بنانی، ۱۳۹۷، (۴)؛ از این رو با توجه به عدم انطباق زمانی دریافت‌ها و پرداخت‌های دولت و عدم پراکندگی یکنواخت آنها در طول سال انتشار ابزاری مانند اسناد خزانه جهت مدیریت مالی حتی با عدم کسری بودجه توجیه‌پذیر می‌باشد) معاونت امور اقتصادی وزارت امور اقتصادی و دارایی، تیرماه، ۱۳۹۷)

همچنین، بخش خصوصی و بانک‌ها نیز با حضور در بازار بدهی می‌توانند ریسک تفاوت نقدشوندگی دارایی‌ها و تعهدات خود را، که ناشی از کوتاه‌مدت بودن سررسید سپرده‌ها و بلندمدت بودن تسهیلات پرداختی است، از طریق بازار بدهی مدیریت می‌کنند) رستمی، ۱۳۹۷، (۹۳)؛ از این رو شاید بتوان مهم‌ترین کارکرد بازار بدهی را مدیریت بدهی بخش دولتی و خصوصی دانست.

۲. عامل رشد اقتصادی

بازارهای مالی در انتقال وجوه از سوی بخشی که مازاد منابع خود را برای آینده پس‌انداز می‌کند به سمت بنگاهی که نیازمند نقدینگی برای سرمایه‌گذاری و تولید بیشتر در آینده است نقش مهمی ایفا می‌کنند و پایه اساسی رشد اقتصادی شمرده می‌شوند و اساساً بازار بدهی فعال سبب به صحنه آمدن ریسک‌گریزها و تبدیل پس‌اندازهای آنها به چرخه سرمایه‌گذاری و تولید می‌شود.

رونق اقتصادی در کشورهای پیشرفته با توسعه بازار بدهی در اقتصادهای توسعه‌یافته همراه بوده است و ارتباط مستقیمی میان رشد اقتصادی اقتصادهای نوظهور و توسعه بازار بدهی وجود دارد) رستمی، ۱۳۹۷، (۹۴) به‌عنوان مثال، بازار بدهی چین به‌عنوان بخش مهمی از بازار سرمایه، در رشد اقتصادی چین به‌طور چشمگیری مشارکت و همکاری داشته است. این بازار سرمایه مورد نیاز

بخش دولتی را با هزینه اندک تأمین می‌کند و عامل اصلی رشد اقتصادی شمرده می‌شود. همچنین، ایجاد این بازار سبب شد شرکت‌های چینی سرمایه‌موردنیاز خود را به جای وام بانکی از بازار سرمایه تأمین نمایند. (Yong Zhen, ۲۰۱۳, ۷۲)

توجه به این نکته ضروری است که رشد اقتصادی به‌عنوان یکی از سه هدف میانی اقتصاد اسلامی) رشد اقتصادی، عدالت اقتصادی و امنیت اقتصادی(، برای رسیدن به هدف نهایی رفاه اقتصادی، به شرطی پذیرفتنی است که دیگر اصول اقتصاد اسلامی مانند عدالت و امنیت اقتصادی را نقض نکند. بنابراین، در نظام اقتصادی اسلام، نه اصل قرار دادن نرخ رشد حداکثری و عدم توجه به عدالت و امنیت اقتصادی پذیرفتنی است و نه اهمیت ندادن به رشد اقتصادی و تنها هدف قرار دادن عدالت و امنیت اقتصادی مدنظر است؛ بلکه هدف نظام اقتصادی در این زمینه، نرخ رشد مطلوب است. نرخ رشد مطلوب آن است که هم‌زمان با تحقق نرخ رشد اقتصادی بالا، مانع حرکت اقتصاد به سمت تحقق عدالت و امنیت اقتصادی نمی‌شود. در نظر اندیشوران اگر وجوه جمع‌آوری‌شده در بازار بدهی سرمایه‌گذاری شده و محرک بخش واقعی شود به سبب امور ذیل می‌تواند زمینه رشد و پیشرفت اقتصادی را ایجاد نماید.

۵

الف) هدایت بهینه نقدینگی

تأمین مالی طرح‌های انتفاعی و غیرانتفاعی دولتی و خصوصی به‌وسیله انتشار اوراق بدهی با مولدسازی وجوه سرگردان باعث کاهش حجم پول داغ و هدایت آن به بخش‌های دارای مزیت اجتماعی یا اقتصادی می‌شود و برخلاف تأمین مالی توسط نظام بانکی به خروج غیرتورمی از رکود منجر می‌شود.

توجه به این نکته لازم است که اساساً سود سالانه پرداختی به اوراق قرضه دولتی در کشورهای توسعه‌یافته کمتر از ۵ درصد می‌باشد و حال آنکه صکوک در ایران با نرخ‌های بالاتر از ۱۵ درصد عرضه می‌شود که این نرخ بالا، شکاف بین بخش واقعی و اعتباری را افزایش می‌دهد. از این‌رو، اگر قصد هدایت و نقدینگی به سمت ایجاد ارزش‌افزوده و بهره‌مندی از آثار مثبت بازار بدهی داریم باید سود اوراق بدهی را متناسب با بخش واقعی اقتصاد و نرخ رشد اقتصادی قرار دهیم.

ب) سازندگی و تقویت اقتصاد ملی با مشارکت مردم در سرمایه‌گذاری

با توجه به اصل ۴۴ قانون اساسی که نقش‌آفرینی و حضور فعال بخش خصوصی در فرآیند تولید و توزیع و کاهش تصدی‌گری دولت را مدنظر دارد تشکیل بازاری به‌منظور تأمین مالی مستقیم پروژه‌های زیربنایی و عمرانی به‌وسیله انتشار صکوک در کنار افزایش سرمایه اجتماعی با مشارکت آحاد مردم سبب مردمی شدن اقتصاد و گام برداشتن به‌سمت رفع نیازهای جامعه به‌وسیله مردم می‌شود.

در اقتصاد متعارف یکی از روش‌های تأمین مالی دولت‌ها، تأمین مالی از بدنه اجتماع و آحاد مردم می‌باشد. این مشارکت موجب نزدیکی دولت و مردم در موارد مختلفی خواهد شد (مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، اسفند ۹۴، ۱۱). توسعه بازار بدهی ضمن حفظ استقلال اقتصادی کشور از طریق تأمین مالی داخلی و کاهش استقراض بین‌المللی، زمینه تقویت تأمین مالی مستقیم شرکت‌ها و ورود سرمایه‌گذاران خرد را با لحاظ بازده انتظاری طرح‌های اقتصادی به بخش واقعی مهیا می‌کند.

ج) تعمیق و توسعه بازار مالی با تنوع در منابع و روش‌های تأمین مالی

تعمیق مالی با افزایش نقدینگی از طریق بهبود در تجهیز پس‌اندازها، کاهش عدم‌تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های معاملاتی و ابداعات فناورانه ناشی از آن باعث تخصیص اثربخش منابع به بخش تولید می‌شود و فرصت‌های بیشتری برای رشد مداوم اقتصاد به وجود می‌آورد (ابوترابی و همکاران، ۱۳۹۳، ۸۴-۸۹). یافته‌های تحقیقی نشان می‌دهد که میان توسعه مالی و رشد اقتصادی پیوند قوی و مثبتی برقرار بوده و نهادها و سازه‌های مالی عامل کامل و تام فرایند رشد می‌باشند (Levine & Zervos, ۱۹۹۶, ۲۹). از این رو نهادهای مختلف بین‌المللی به‌طور مرتب به پیامدهای ناگوار عمق کم بازارهای مالی کشورهای در حال توسعه و وابستگی بیش از حد اقتصاد آنان به منابع سیستم بانکی اشاره و بر لزوم ایجاد ساختارهای متنوع مالی تأکید کرده‌اند (حاجی‌دولابی، ۱۳۹۶، ۸۲). لازم‌ه تحقیق پیشرفت و رشد اقتصادی داشتن نظام مالی توسعه‌یافته و رقابت‌پذیر است و این امر با گسترش و فعال شدن بازار بدهی به‌عنوان

بخشی از بازار سرمایه در کنار نظام بانکی قابل‌دستیابی است. تئوری اقتصادی و تجربه کشورهای مختلف توسعه‌یافته و در حال توسعه در چند دهه اخیر نشان می‌دهد دستیابی به نظام مالی پویا، عمیق و کارا بدون وجود بازار بدهی سالم با کارکرد مناسب و عمق کافی اساساً امکان‌پذیر نیست^۱ و توسعه بازار بدهی ضمن تنوع بخشیدن به روش‌های تأمین مالی با ایجاد رقابت بین نهادهای مالی سبب افزایش کارایی نظام مالی، کاهش تمرکز ریسک اعتباری و سررسید بر نظام بانکی و مانع اختلال در عرضه وجوه و تخصیص منابع می‌شود (Hattori & Takáts, ۲۰۱۰, ۴۸).

۳. آزاد کردن و یخ‌زدایی از منابع مالی

بی‌انضباطی مالی در کنار فشار بر منابع نظام بانکی در قالب تکالیف، سبب انباشته شدن حجم بالایی از منابع شبکه بانکی به صورت مطالبات بانک‌ها از بخش دولتی شده است.^۲ این امر موجب افزایش اضافه برداشت بانک‌ها از بانک مرکزی و در نتیجه افزایش قابل‌توجه حجم پایه پولی و به دنبال آن افزایش نرخ تورم شده است.

از سوی دیگر، به نظر می‌رسد عدم‌کارایی سیستم بانکی ناشی از مطالبات و دارایی‌های منجمد و سومی می‌باشد که از گردش منابع جلوگیری می‌نماید. بازار بدهی با تأمین مالی مستقیم طرح‌ها منابع مالی را خارج از نظام بانکی برای اجرای پروژه‌ها دولتی و خصوصی تخصیص داده و بار و ریسک ناشی از تأمین مالی را از دوش نظام بانکی کاهش می‌دهد.

از ابزارهای متداول در بازار بدهی اوراق بهادارسازی دارایی‌ها^۳ است. بانک‌ها با اوراق‌سازی دارایی‌های فیزیکی یا دینی خود ضمن آزادسازی بخش قابل‌توجهی از منابعشان و تبدیل درآمد آینده خود به حال در کنار افزایش نسبت

۱. <http://conf.mbri.ac.ir/conf۲۶/userfiles/file/dr nadri slides ۱-۳-۹۰.pdf>

۲. براساس گزارش اداره کل مدیریت بدهی‌ها و تعهدات عمومی دولت تا خرداد سال ۱۳۹۰ حدود ۱۶۸۵ هزار میلیارد تومان بدهی دولت و شرکت‌های دولتی به بانک‌ها و مؤسسات مالی و اعتباری دولتی و خصوصی بوده است. به‌دیگر سخن، ۳/۴۱ درصد طلب‌ها متعلق به سیستم بانکی می‌باشد (دفتر تحقیقات و سیاست‌های مالی، خرداد ۱۳۹۰، ۲۳-۲۵).

۳. (Securitization) در این روش هر دارایی فیزیکی یا مالی که بتواند جریان نقدی قابل پیش‌بینی ایجاد کند، تبدیل به اوراق بهاداری جهت مبادله در بازار سرمایه می‌شود. در این فرایند دارایی‌های مالی با نقدشوندگی پایین مانند تسهیلات پرداختی بلندمدت به اوراق بهادار قابل‌معامله در بازار تبدیل می‌شوند.

کفایت سرمایه، افزایش قدرت تسهیلات‌دهی و کنترل ریسک امکان مهندسی مجدد مالی را پیدا می‌نمایند که این امر به کاهش هزینه‌های استقراض، آزادسازی سرمایه اضافی برای اهداف توسعه‌ای یا سرمایه‌گذاری مجدد، بهبود ترکیب دارایی و نسبت بدهی، مدیریت ریسک اعتباری، بهبود عملکرد مالی، تنوع‌بخشی به منابع تأمین مالی، عدم‌اضافه برداشت از بانک مرکزی و در نتیجه افزایش بازده سرمایه منجر می‌شود.^۱

از سوی دیگر، تبدیل مجموعه‌ای از دارایی‌های بانکی به اوراق و انتشار آن سبب اتصال نظام بانکی به بازار سرمایه می‌شود و با ارتقای درجه نقدشوندگی دارایی‌های بانکی قابلیت تأمین مالی مجدد بانک از طریق بازار ثانویه فراهم می‌شود (یوسفی و شهسواری، ۱۳۹۶). به‌منظور جلوگیری از خلق اعتبار از اعتبار و افزایش نقدینگی افسارگریخته ضروری است نسبت به اوراق بهادارسازی شبکه بانکی به پشتوانه مطالبات غیرقطعی خود از بخش خصوصی تصمیمات قاطع و سخت‌گیرانه‌ای اتخاذ شود.

اگرچه دولت یا بنگاه اقتصادی می‌تواند با انتشار اوراق به پشتوانه دارایی‌های واقعی حبس شده در شرکت‌ها، املاک و مستغلات ضمن حفظ مالکیت خود، منابع مالی موردنیاز طرح‌های جدید را تجهیز نماید، اما قرار دادن تعهدات و مطالبات با درجه اعتباری پایین و ریسک بالا در زمره دارایی‌ها و انتشار اوراق برپایه آنها، که سبب خلق اعتبار بی‌پشتوانه می‌شود، زنگ خطری برای اقتصاد خواهد بود. از این رو، لازم است با توجه به تجربه جهانی و بحران مالی ۲۰۰۸ م تعهدات و دیون پرمخاطره، دارایی شمرده نشود و ابزارهای مالی پیچیده با ریسک بالا را به‌وسیله بازاری شفاف و مقید مهار نمود.

؛ تأمین مالی مستقیم بدون استقراض از بانک مرکزی و فروش دارایی‌های سرمایه‌ای در کشورها در حال توسعه آماده‌سازی زیرساخت‌ها و اجرای پروژه‌های زیربنایی و بزرگ بر عهده دولت‌هاست و این امر با توجه به موجب افزایش عرضه پول می‌شود که به دنبال آن نرخ تورم افزایش می‌یابد. همچنین، گرفتن تسهیلات از

۱. <https://www.ifb.ir/Files/FaraRasanePDF>

مؤسسات مالی و بانک‌های تجاری داخلی ضمن کاهش حجم تسهیلات‌دهی به بخش خصوصی ترکیب مخارج کل را تغییر می‌دهد و استقرار از مؤسسات بین‌المللی و کشورهای خارجی موجب وابستگی‌های سیاسی و اقتصادی در بلندمدت می‌شود. از این رو، با توجه به شرایط اقتصاد ایران انتشار صکوک بهترین سیاست جهت رفع کسری بودجه دولت می‌باشد (قلیچ و عیسوی، ۱۳۹۴، ۱۰۷).

فروش اوراق بهادار به بخش‌های غیربانکی و مردم ضمن مشارکت دادن سرمایه‌های عموم در انجام فعالیت‌های اقتصادی موجب می‌شود حجم پول در جریان ثابت بماند. رئی خائس - ارزیابی‌های سالی بخش خصوصی - میزان اوراق افزایش یابد و با جذب بخشی از حجم نقدینگی سرگردان به کاهش و کنترل فشار تورمی منجر شود. از این رو، لازم است به‌وسیله ابزارهای مالی کاربردی که بر پس‌انداز عموم مردم متکی است کسری بودجه دولت را تأمین مالی نمود تا معضلات بزرگتری برای اقتصاد پیش نیاید.

از سوی دیگر، حجم بالای تعهدات دولت سبب رکود در بخش‌های مختلف شده است؛ از این رو در صورت شکل‌گیری بازار بدهی اضافه بر تأمین مالی دولت و پرداخت مطالبات بخش‌های مختلف با مدیریت نقدینگی جامعه خروج از رکود بدون آثار تورمی امکان‌پذیر می‌شود. در مدل بازار بدهی پس از ارزیابی فنی - اقتصادی طرح‌های عمرانی و تبدیل پس‌اندازها به سرمایه‌گذاری مولد تغییر روند بهره‌برداری از منابع طبیعی و کاهش وابستگی به خام‌فروشی امکان‌پذیر می‌شود. کارگزاری بانک مرکزی به‌منظور تأمین مالی دولت بر اساس قانون بودجه سال ۱۴۰۰ با حراج تدریجی اوراق مرابحه عام به‌صورت هفتگی، طی ۳۶ مرحله، ۹۰۶۰ هزار میلیارد ریال اوراق را به بانک‌ها، مؤسسات اعتباری غیربانکی، صندوق‌های سرمایه‌گذاری، شرکت‌های بیمه‌ای و شرکت‌های تأمین سرمایه در نرخ سود ۱۵ تا ۲۲ درصد فروخته است که بانک‌ها حدود ۲۶ درصد این اوراق را خریداری کرده‌اند.^۱

۱. در سال ۱۳۹۹، بانک مرکزی با اجرای ۴۹ حراج عملیات بازار باز در مجموع ۱۰۰۰ هزار میلیارد ریال اعتبار در اختیار بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی در نرخ سود ۲۲ درصد قرار داده است.

کمبود منابع مالی، به کسری بودجه منجر می‌شود و اثرات نامطلوبی بر متغیرهای اقتصادی برجای می‌گذارد. از این رو، برای رفع این معضل راهکارهای مختلفی مانند استقراض از بانک مرکزی، گرفتن تسهیلات از بانک‌های تجاری داخلی و خارجی و انتشار اوراق بهادار پیشنهاد می‌شود.

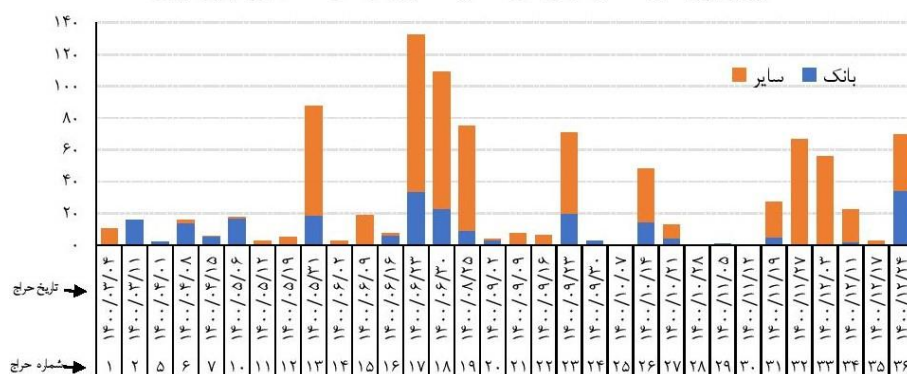
استقراض از بانک مرکزی، سبب افزایش رشد پایه پولی و از طریق مکانیسم ضریب فزاینده

همچنین، بانک مرکزی با هدف مدیریت ریسک نقدینگی، بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی را موظف کرد حداقل معادل ۳ درصد از مانده کل سپرده‌های خود را به صورت اوراق مالی اسلامی قابل معامله در بازار سرمایه، که توسط خزانه‌داری کل کشور منتشر می‌شود، نگهداری کنند. به‌دیگر سخن، بانک‌ها باید از طریق بخشی از سپرده‌های مردم کسری بودجه دولت جبران نمایند - استقراض از نظام بانکی - که این امر به معنای عدم دسترسی نظام بانکی به بخشی از منابع خواهد بود؛ اما توجه به این نکته لازم است که بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی می‌توانند جهت رفع نیازهای نقدینگی اضطراری و کوتاهمدت خود از اعتبارگیری قاعده‌مند (دریافت اعتبار با وثیقه از بانک مرکزی) مشروط به در اختیار داشتن اوراق بدهی دولتی و در قالب توافق با خرید با نرخ سود سقف دالان استفاده کنند.

۳. تعیین نرخ بهره واقعی پول

فارغ از نپذیرفتن نرخ بهره در اندیشه اقتصادی اسلام با توجه به تأثیرگذاری نرخ

فروش اوراق مالی اسلامی دولتی طی ۳۶ مرحله حراج در سال ۱۴۰۰ (هزار میلیارد ریال)



بهره در تصمیم‌سازی جریان تولید، مصرف و سرمایه‌گذاری در ادبیات اقتصاد سرمایه‌داری ایجاد بازاری برای تعیین این نرخ براساس مکانیسم بازار و نه دستوری امری اجتناب‌ناپذیر است. در این بازار حداقل بازدهی پول براساس مکانیسم عرضه و تقاضای اوراق بدهی دولتی بدون ریسک، کشف می‌شود و با تغییر درجه اعتباری شرکت‌ها و افزایش ریسک نکول این نرخ افزایش می‌یابد.

در ادبیات اقتصادی نرخ سود بدون ریسک حلقه اتصال قیمت‌های نقد و آتی بوده و پارامتری برای سنجش بازدهی سرمایه و ارزیابی طرح‌های سرمایه‌گذاری دانسته می‌شود. همچنین، با توجه به تغییر سیاست‌گذاری اغلب بانک‌های مرکزی از هدف‌گذاری رشد عرضه پول به سمت تنظیم نرخ تنزیل وجود بازار بدهی سبب تعیین این نرخ بر پایه واقعیت‌های حاکم بر اقتصاد می‌شود.

فعال شدن بازار بدهی با امکان مدیریت و کنترل میزان نقدینگی ضمن کشف و تعیین نرخ بهره براساس مکانیسم بازار قدرت انحصاری سیستم بانکی را در تعیین نرخ سود بازار پول کاهش می‌دهد؛ زیرا تجربه تاریخی موجود در چند سال اخیر نشان می‌دهد نرخ بهره بیشتر از آنکه ابزاری برای اعمال سیاست پولی باشد، تحت تأثیر تورم بوده و سیستم بانکی به روش‌های مختلف امکان تعیین نرخ بهره را از بانک مرکزی سلب نموده و خود تعیین کرده است) عرب یار محمدی و عرفانی، ۱۳۹۵، ۱۱۹.

۶. کاهش سیطره بانک‌ها بر اقتصاد

شبکه بانکی به‌عنوان نهاد مالی، که نقش واسطه‌گری دارد، بیش از هر بنگاه دیگر بر معاش جامعه تأثیرگذار است. نظام بانکی با خلق اعتبار و نحوه توزیع آن اثرات مثبت و منفی فراوانی در اقتصاد بجا می‌گذارد. چنانکه آمارها نشان می‌دهد حجم تسهیلات پرداختی شبکه بانکی در سال ۱۳۹۶ به بخش‌های مختلف اقتصادی حدود ۶۱۳۹ هزار میلیارد ریال^۱ بوده است.^۲ توزیع نامناسب تسهیلات بانکی و عدم حمایت از بخش مولد، که با ریسک بالا و سوددهی در بلندمدت است، به رشد

۱. یعنی حدود ۵/۱ برابر بودجه عمومی کشور در همان سال که برابر با ۴۲۵۰ هزار میلیارد ریال بوده است.

۲. <https://www.cbi.ir/showitem/۱۷۷۰۷.aspx>

اقتصادی نامتوازن منجر شده است.^۱

در نظر برخی از اندیشمندان غربی تصمیم بانک‌ها در خلق و تخصیص اعتبار اغلب به سمت املاک و سفته‌بازی هدایت می‌شود و نه سرمایه‌گذاری پایدار؛ زیرا شواهد تاریخی نشان می‌دهد بانک‌ها برای بیشینه‌کردن سود کوتاه‌مدت خود میل به خلق اعتبار برای بخش‌های غیرمولد و سوداگرانه دارند که این امر پیامدهای زیانباری برای جامعه در پی دارد (کیانپور، ۱۳۹۴، ۶۹-۷۲)؛ درحالی‌که رشد و پیشرفت غالباً نیازمند افق دید بلندمدت می‌باشد.

نظام بانکی با خلق پول ضمن افزایش نقدینگی در جامعه زمینه تغییر متغیرهای کلان اقتصادی را فراهم نموده است.^۲ از سوی دیگر، عدم انضباط مالی بانک‌ها به افزایش برداشت از ذخایر و بدهی آنها به بانک مرکزی منجر شده است.^۳ این امر

۱. براساس گزارش اقتصادی و ترازنامه سال ۱۳۹۵ انتشار یافته توسط بانک مرکزی در مهرماه ۱۳۹۷ (جدول، اص ۱۲ و جدول ۴-۱۰، ص ۱۳۱) مطابق گزارش بانک مرکزی، در خرداد ۹۶ سرمایه‌گذاری بلندمدت فقط یک درصد در طول یک سال رشد کرده است.

گروه	میزان تسهیلات پرداختی شبکه بانکی	سهام در تولید ناخالص ملی به قیمت جاری
کشاورزی	۵/۵	۱۰
صنعت، معدن و ساختمان	۱/۹	۷/۲۲
بازرگانی و خدمات	۴/۷۲	۱/۵۷

جدول تسهیلات پرداختی به تفکیک بخش‌های اقتصادی و هدف از دریافت طی ۴ ماهه ابتدای سال ۱۴۰۰ کل بانک‌ها

هدف از دریافت بخش اقتصادی	کشاورزی (۱)		صنعت و معدن		مسکن و ساختمان		بازرگانی		خدمات		متفرقه		کل بخش‌ها	
	مبلغ	سهام از کل	مبلغ	سهام از کل	مبلغ	سهام از کل	مبلغ	سهام از کل	مبلغ	سهام از کل	مبلغ	سهام از کل	مبلغ	سهام از کل
ایجاد	79,309	17/0	274,197	12/7	71,979	22/0	50,706	4/4	303,207	10/4	64	3/3	779,461	11/1
تأمین سرمایه در گردش	337,504	72/4	1,717,744	79/7	115,502	35/3	609,517	52/6	2,012,011	69/3	1,676	86/6	4,793,955	68/4
تعمیر	2,141	0/5	28,472	1/3	59,376	18/2	2,466	0/2	21,958	0/8	16	0/8	114,429	1/6
توسعه	29,993	6/4	119,678	5/6	18,297	5/6	79,830	6/9	290,948	10/0	175	9/0	538,921	7/7
خرید کلانی شخصی	3,835	0/8	9,946	0/5	57	0/0	412,465	35/6	12,682	0/4	0	0/0	438,984	6/3
خرید مسکن	435	0/1	4,533	0/2	59,426	18/2	2,273	0/2	15,982	0/6	3	0/1	82,651	1/2
سایر	12,824	2/8	584	0/0	2,380	0/7	881	0/7	245,609	8/5	1	0/1	262,279	3/7
جمع	466,040	100/0	2,155,153	100/0	327,016	100/0	1,158,138	100/0	2,902,397	100/0	1,935	100/0	7,010,680	100/0

آمار از سامانه سسات بر اساس اطلاعات از سامانه بانک‌ها استخراج شده و بر گرفته از طبقه بندی ISIC می‌باشد.
(۱) عمده تسهیلات بانک کشاورزی در بخش کشاورزی پرداخت شده است.

سهام نزدیک به ۷۰ درصدی تأمین سرمایه در گردش بیان‌کننده توجه و اولویت‌دهی به تأمین منابع این هدف بوده است که از میان بخش‌های مختلف بخش خدمات بیشترین سهم را داشته است.

۲. برپایه گزارش اقتصادی و ترازنامه سال ۱۳۹۵ بانک مرکزی، میزان نقدینگی ۹/۱۲۰۳۳ هزار میلیارد ریال و مانده پایه پولی ۳/۱۷۹۸ هزار میلیارد ریال بوده است (جدول ۸-۱۰، ص ۱۳۳) این آمارها نشان می‌دهد حدود ۸۰ درصد میزان نقدینگی در سال ۱۳۹۵ توسط نظام بانکی ایجاد شده است.

۳. بدهی حدود ۱۵۰ هزار میلیارد تومانی بانک‌ها به بانک مرکزی در آذرماه ۱۳۹۷ که نسبت به سال گذشته ۵/۳۲ درصد رشد داشته است و بدهی دولت به بانک مرکزی که حدود ۷۱ هزار میلیارد تومان بوده است که حدود ۸/۱۱ درصد رشد داشته است.

مهمترین عامل فزاینده رشد پایه پولی در این سالها دانسته می‌شود؛ از اینرو نقش بانکها در تولید بیش از حد نقدینگی و حرکت آنها در جهت منافع سهامداران و سپرده‌گذاران کلان، ضرورت ایجاد نهادی برای کاستن قدرت و اثرگذاری آن بر اقتصاد در کنار کنترل و نظارت بیشتر بر آن را آشکار می‌کند.

گفتنی است بانکها در صورت حضور در بازار بدهی باید همانند دیگر شرکتها متعهد شوند به پشتوانه دارایی‌های فیزیکی‌اشان و نه مطالباتشان، صکوک یا اوراق رهنی منتشر نمایند. در غیر این صورت سلطه و سیطره آنها بر اقتصاد افزایش خواهد یافت.

با گسترش بازار بدهی از قدرت انحصاری بانکها در تجهیز و تخصیص منابع کاسته می‌شود و از سوی دیگر، با تمرکززدایی از واسطه‌گری مالی بانکها ضمن کاهش قدرت بانکها در اقتصاد زمینه بروز درون‌زایی پول و شکل‌گیری رابطه‌ای دوسویه بین پایه پولی و اعتبارات مهیا می‌شود.

اگرچه با ایجاد بازار بدهی منابع پولی از بانک جدا نمی‌شود و پس‌اندازها هنوز در بانک نگهداری می‌شوند، ولی روشن است که در صورت نبود بازار بدهی، بانک به‌عنوان واسطه مالی این وجوه را به وکالت از آنها برای تأمین مالی پروژه‌ای با توجه به قدرت انحصاری‌اش با شرایطی به تقاضاکنندگان وجوه تسهیلات پرداخت می‌کند و سپرده به تسهیلات و سپس سپرده تبدیل می‌شود. به‌دیگرسخن، وجوه در حساب پس‌اندازکنندگان موجود است و با پرداخت تسهیلات حساب صاحبان پروژه شارژ شده و در بانک قرار می‌گیرد؛ یعنی اگر میزان پس‌انداز ۱۰۰م باشد، با پرداخت تسهیلات به میزان ۱۰۰م و قرار گرفتن در حساب صاحبان طرح، قدرت پرداخت تسهیلات بانک براساس مکانیسم خلق پول درونی ۲۰۰م خواهد شد؛ ولی اگر صاحبان وجوه به‌صورت مستقیم با خرید اوراق پروژه را تأمین مالی نمایند، وجوه از حسابی به حساب دیگر منتقل می‌شود.

۷. جلوگیری از خلق پول

پول در شکل مدرن خود نوعی بدهی است که توسط بانک مرکزی یا شبکه بانکی خلق می‌شود. به عقیده منکیو توانایی نظام بانکی در خلق پول نخستین تفاوت بین

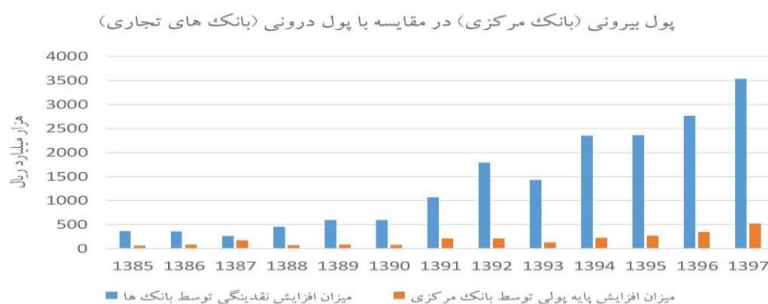
بانک‌ها و دیگر مؤسسات مالی می‌باشد؛ زیرا آنها مستقیماً بر عرضه پول تأثیر می‌گذارند^۱ منکیو، ۱۳۹۱، (۶۳۰-۶۳۱). اگرچه برخی میزان خلق پول را نشان‌دهنده رونق یا رکود در نتیجه توانمندی و کارایی نهادهای مالی می‌دانند، اما منکیو معتقد است در پایان فرایند خلق پول، نقدینگی در جامعه بیشتر می‌شود و پول نقش بیشتر به‌عنوان وسیله مبادله می‌یابد؛ ولی اقتصاد نسبت به گذشته ثروتمندتر نمی‌شود (منکیو، ۱۳۹۱، ۶۳۲)؛ زیرا منشأ ثروت، نه فربه‌شدن بخش اعتباری بلکه رونق گرفتن تولید و ایجاد ارزش می‌باشد.

پیامد مستقیم بانک‌محور بودن تأمین مالی در ایران تشدید سرعت خلق پول بی‌رویه در اقتصاد می‌باشد (یوسفی و شهسواری، ۱۳۹۶، (۱۵۶) براساس آمارها میزان افزایش نقدینگی توسط بانک‌ها در ایران در سال ۱۳۹۷ حدود ۷ برابر میزان خلق پول توسط بانک مرکزی بوده است.^۲

برخی از اقتصاددانان غربی معتقدند به‌دلیل سهولت خلق پول اعتباری توسط سیستم بانکی نظام سرمایه‌داری ذاتاً بی‌ثبات می‌باشد (اینگام، ۱۳۹۸، ۹۶)؛ از این رو علت بحران سال ۲۰۰۸ میلادی استفاده بی‌ضابطه و بیش‌ازپیش نظام مالی آمریکا از قدرت خلق پول اعتباری دانسته می‌شود. با افزایش وام‌دهی نظام بانکی و خلق اعتبار، نسبت اعتبارات به تولید ناخالص داخلی از ۱۴۰ درصد سال ۱۹۷۳ به حدود ۳۲۸ درصد در سال ۲۰۰۵ رسید (Palley, ۲۰۰۷, ۶) که این امر سبب افزایش سطح عمومی قیمت‌ها شد و فدرال رزرو برای مقابله با تورم ناشی از افزایش

۱. بانک‌ها توان خلق پول به میزان معکوس نرخ ذخیره قانونی (۱/۱۱) را دارند.

۲. <http://mett.ir/۸۹۳/> ذخیره نظام-بانکداری-گزارش-پروژه-بررسی



تقاضا تصمیم به افزایش نرخ بهره^۱ در اگوست ۲۰۰۴ م نمود که این امر به نوبه خود موجب کسری تجاری و کسری بودجه شد. از سوی دیگر، با توجه به شناور بودن نرخ بهره وام‌های پرداختی مسکن و عدم قدرت بر بازپرداخت وام‌ها موجی از مصادره وام‌های رهنی آغاز شد. کاهش قیمت مسکن سبب کاهش ارزش وثایق رهنی و اوراق بهادار متکی به آن شد و بانک‌ها و بازارهای مالی را در بحران قرار داد. (واعظ‌رسانی و ایزدخواستی، ۱۳۹۰، ۸۹-۹۲).

بانک مدرن همچون دیگر نهادهای بازار سرمایه تنها یک واسطه مالی نیست که برای پرداخت تسهیلات نیازمند جذب سپرده باشد؛ بلکه سپرده جدید هم‌زمان با پرداخت وام توسط بانک خلق می‌شود و از سوی دیگر، حق ایجاد اعتبار برای بانک‌های تجاری، به صاحبان آنها این قدرت را می‌دهد که با خلق اعتبار از هیچ، حاصل دسترنج دیگران را تصاحب کرده، یا با ارائه اعتبار به دیگران در برابر دریافت بهره، توزیع ثروت را به نفع خود رقم بزنند؛ از این رو می‌توان گفت بانک‌ها بیش از آنکه به لوله شیبه باشند، نقش پمپ آب را بازی می‌کنند؛ از این رو صرفاً واسطه‌ای جهت تخصیص و جابه‌جایی پول نبوده، بلکه مؤسسات سودآوری هستند که نفعشان در افزایش میزان تسهیلات می‌باشد که این امر بخشی از سازوکاری است که باعث بی‌ثباتی اقتصاد می‌شود. گفتنی است منافع حاصل از خلق پول اگر سپرده از نوع جاری یا قرض‌الحسنه باشد، تماماً برای بانک می‌باشد و اگر سپرده از نوع سرمایه‌گذاری باشد، حق‌الوکاله نیز به آن منافع افزوده می‌شود.

با تشکیل و توسعه بازار بدهی نقش بانک‌ها به عنوان واسطه مالی کم‌رنگ‌تر می‌شود؛ زیرا دولت و یا شرکت‌ها به صورت مستقیم با انتشار صکوک به تأمین مالی پروژه‌ها یا تسویه با پیمانکاران می‌پردازند. در این حال سیستم پرداختی به وسیله اوراق در بازار رقابتی همراه با اطلاعات کامل و شفاف شکل می‌گیرد و عرضه‌کنندگان وجوه بدون واسطه بر اساس میل و سلیقه خویش متناسب با ریسک و عایدی طرح‌ها سرمایه‌گذاری می‌نمایند. این امر سبب کاهش تأثیرگذاری سیستم بانکی بر اقتصاد می‌شود و با کاهش میزان تقاضای وام و کاهش سپرده‌ها، قدرت

۱. افزایش نرخ بهره طی دوره دوساله از ۱ درصد به ۲۰/۵۰.

وامدهی و در نتیجه، میزان خلق اعتبار و ایجاد پول درونی کاسته می‌شود. وجود بازار بدهی فعال سبب می‌شود دولت تأمین مالی پروژه‌ها یا کسری بودجه‌اش را با انتشار و فروش صکوک یا اسناد خزانه پوشش دهد. این امر سبب افزایش خالص دارایی‌های بخش خصوصی و حرکت منحنی IS به سمت راست و بالا می‌شود و از آنجا که دولت وجوه حاصل از فروش اوراق را در پروژه‌های مورد نظر هزینه می‌کند، از این رو این پول‌ها به چرخه اقتصاد بازمی‌گردد و در نتیجه میزان و حجم پول در جریان ثابت مانده و منحنی LM تغییری نمی‌کند.

۸. تحصیل ارز با انتشار اوراق بین‌المللی

برای تأمین مالی و مشارکت سرمایه‌گذاران خارجی در پروژه‌ها مناسب است ورود آنها به صورت غیرمستقیم و با حضور در بازار بدهی و خرید اوراق مربوطه باشد تا حرکت مدیریت شده سرمایه‌های داخلی و خارجی امکان‌پذیر باشد. این امر موجب تقویت و اعتبار بخشی به بازار بدهی می‌شود. وجود بازار بدهی فعال و عمیق و انتشار اوراق بدهی ارزی در بورس‌های بین‌المللی ضمن افزایش قدرت نقدشوندگی بدهی‌های دولت سبب افزایش اعتبار مالی دولت در سطح جهانی می‌شود.^۱

همچنین، صدور و انتشار اوراق بهادار ارزی ضمن جذب ارز مورد نیاز انجام طرح‌ها از خارج، از فشار تقاضا بر بازار ارز داخل می‌کاهد و با عرضه مازاد ارز حاصل بخشی از نیازهای ارزی جامعه پوشش می‌یابد. در مورد انتشار اوراق قرضه بین‌المللی باید توجه داشت که افراد بر اساس انتظارات تورمی، جایگاه اقتصادی ناشر و احتمال بازپرداخت بدهی اقدام به خرید اوراق قرضه دولتی می‌نمایند. از این رو، کشورهای با ثبات اقتصادی پایین‌تر، باید نرخ بازدهی بالاتری تضمین نمایند؛ چنانکه در سال ۲۰۱۶ دولت کانادا اوراق ۱۰ ساله خود را با نرخ ۳/۴٪ و برزیل با نرخ ۸/۱۲٪ عرضه نمودند که این امر تأمین مالی پر هزینه را با توجه به جایگاه فعلی اقتصاد ایران به دنبال خواهد داشت.

از سوی دیگر، اصولاً سرمایه‌گذاری خارجی غیرمستقیم چه به صورت استقراض

۱. روزنامه دنیای اقتصاد، شماره ۳۵۵۰ تاریخ ۱۹/۵/۱۳۹۴

باشد و چه به صورت خرید صکوک می‌تواند آسیب‌های سنگینی به اقتصاد ملی از ناحیه کاهش ارزش پول ملی وارد کند و زمینه‌ساز بحران شود.^۱ همچنین، تحقیقات پیرامون اثر بدهی خارجی بر رشد اقتصادی ایران نشان‌دهنده، تأثیر منفی بدهی خارجی بر رشد اقتصادی ایران می‌باشد؛ اگرچه می‌توان با استفاده از سیاست‌های مناسب اقتصادی این اثر منفی را کاهش داد و یا حتی معکوس کرد، ولی باید توجه داشت استفاده بیشتر از بدهی‌های خارجی دوجانبه اثری منفی بر رشد اقتصادی خواهد داشت) فلاحی و همکاران، ۱۳۹۶، ۹۹).

از این رو، پیشنهاد می‌شود جذب سرمایه‌گذاری خارجی به صورت مستقیم و مشارکت در فعالیت تولیدی و بروزرسانی تکنولوژی باشد؛ یعنی اگر سرمایه‌گذاری در بخش واقعی انجام شود، ضمن جذب ارز موردنیاز، پیشرفت نیز تحقق خواهد یافت.

علل اقتصادی تشکیل بازار ثانویه بدهی

بازار ثانویه به صورت عام در اقتصاد متعارف برای حمایت از سرمایه‌گذاران شکل گرفته است و مبادلات این بازار، که حجم بالایی از تراکنش‌های بازار سرمایه بدان اختصاص دارد، موجب تغییرات قیمتی اوراق در کنار جابه‌جایی وجوه نقد بین فعالان این بازار می‌شود و در محاسبه تولید ناخالص اثرگذار نمی‌باشد. علل تشکیل بازار ثانویه بدهی بر اساس اولویت‌بندی نخبگان در ادامه بیان می‌شود.

۱. ابزاری برای حکمرانی و اعمال صحیح سیاست‌های اقتصادی

بازار بدهی ابزاری تجربه شده در بسیاری از کشورها بوده که توانسته افزون بر رونق اقتصادی زمینه‌ساز استقلال بیشتر سیاست‌گذار پولی شود. با توسعه این بازار، ضمن قرار گرفتن پول ملی به عنوان ابزاری برای ذخیره ارزش، رقبای سنتی آن مثل ارز، سکه، ملک و خودرو کنار گذاشته می‌شود و ابزار حکمرانی و تقویت پول ملی در دسترس سیاست‌گذار قرار می‌گیرد.

۱. چنانکه در بحران ۱۹۹۷ جنوب شرق آسیا با کاهش ارزش پول ملی در برخی شرکت‌ها و بانک‌ها در یک شب با دو برابر شدن بدهی‌های خارجی خود بر حسب پول محلی مواجه و بیشتر آنها ورشکست شدند. همچنین، در صورت عمل نکردن به تعهدات، با افزایش ریسک اعتباری، استقلال سیاسی و اقتصادی کشور را منزلزل نماید؛ چنانکه در انتهای دوره تزارها کسری بودجه شدید به استقرای خارجی و سرانجام، فروش آلاسکا به ایالات متحده امریکا منجر شد (شریف‌زاده، ۱۳۹۱، ۲).

قیمت‌ها در بازار بدهی اطلاعات ذی‌قیمتی درباره متغیرهای کلان اقتصادی مورد انتظار و عکس‌العمل بازار نسبت به تغییرات سیاست‌های پولی از خود نشان می‌دهد؛ از این‌رو راه‌اندازی و پیاده‌سازی صحیح این بازار ضمن ایجاد رونق اقتصادی و خروج غیرتورمی از رکود زمینه اصلاح ساختاری در حوزه سیاست‌گذاری اقتصادی را فراهم می‌نماید (حاجی‌دولابی، ۱۳۹۶، ص ۸۸-۱۰۵).
در نظر طرفداران ایجاد و توسعه بازار بدهی، با نقش‌آفرینی بانک مرکزی در بازار ثانویه زمینه اجرای سیاست تسهیل مقداری^۱ مهیا می‌شود که ابزاری جهت کاهش نرخ بهره در کنار افزایش عرضه پول و تزریق نقدینگی به اقتصاد برای بهبود وضع اقتصادی است. چنانکه بانک مرکزی انگلستان در اواخر سال ۲۰۰۸ برای کاهش نرخ بهره از ۵ به ۰/۵ درصد و بهبود اقتصاد از این روش استفاده نمود.^۲

رویکری کشورهای مختلف در اجرای سیاست‌های مالی نیز استفاده از ابزار بازار بدهی با

هدف هموارسازی مخارج دولت می‌باشد (همان، ۱۳۹۶، ص ۹۸). با تزریق منابع حاصل از فروش اوراق در بخش واقعی و تأمین مالی پروژه‌های دارای توجیه اقتصادی رشد همراه با عدالت محقق می‌شود. بازار بدهی این ظرفیت را دارد که سازوکار لازم برای اعمال بهینه و کارای سیاست‌های اقتصادی را فراهم آورد. بانک مرکزی براساس بند «ن» تبصره (۵) قانون بودجه سال ۱۴۰۱ تنها مجاز به خرید و فروش اوراق مالی اسلامی دولت در بازار ثانویه اوراق است و حق خرید این اوراق را در بازار اولیه ندارد.

۲. کاهش ریسک نقد شوننگی اوراق

کشوری پیشرفت اقتصادی را تجربه می‌کند که بازاری فعال جهت مبادله آسان اوراق مالی مرتبط با بخش واقعی داشته باشد و به کمک آن زمینه تبدیل پس‌اندازها

۱. خرید اوراق قرضه دولتی توسط بانک مرکزی: اجرای این سیاست در آمریکا اگرچه سبب افزایش ۲۰ درصدی نسبت نقدینگی به تولید ناخالص داخلی شد، ولی نتیجه آن رونق اقتصادی بدون افزایش قابل‌توجه نرخ تورم بود (حاجی‌دولابی، ۱۳۹۶، ص ۱۰۶).

۲. <https://www.bankofengland.co.uk/monetary-policy/quantitative-easing>

به سرمایه‌بافعل را فراهم آورد) دوباره، ۲۰۰۶م، ۲۹۹). در بازار بدهی، سرمایه‌پذیر ملزم به بازگرداندن وجوه پیش از سررسید نمی‌باشد؛ از این رو برای افزایش جذابیت و رغبت سرمایه‌گذاران و کاهش ریسک نقدشوندگی اوراق تشکیل بازار ثانویه بدهی ضروری می‌باشد.

ایجاد بازاری متشکل و فعال برای مبادله اوراق بدهی سبب خنثی شدن ریسک نقدشوندگی و ریسک ناشی از تورم می‌شود؛ به نحوی که دارنده اوراق می‌تواند دارایی مالی خود را در کوتاه‌ترین زمان تبدیل به وجه نقد نموده و با پایان شراکت خود آن را به دیگری واگذار نمایند و در سرمایه‌گذاری جدید وارد شود.

۳. کنترل هیجانات و جلوگیری از جَوَلان نقدینگی در بازارهای غیرمولد مانند سکه و ارز یکی از معضلات اقتصاد ایران در حال حاضر وجوه و نقدینگی‌های سرگردانی است که در بازه‌های زمانی مختلف با ورود به بازار ارز، سکه یا خودرو و مسکن سبب تلاطم و آشفتگی در معاش مردم شده و روند سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی کشور را تحت تأثیر قرار می‌دهد. به نظر می‌رسد وجود شرایط نامساعد اقتصادی، کاهش ارزش ریال و نبود یک بازار مطمئن که بتواند نقدینگی سیال را جذب کند سبب رونق بازارهای طلا و ارز شده است.

با نظر به اینکه سرمایه‌گذاران در شرایط نا اطمینانی و ریسک بالای اقتصاد به سمت دارایی‌های کم‌ریسک و در شرایط ثبات و اطمینان به سمت بازار پرریسک مانند سهام متمایل می‌شوند، توسعه بازار بدهی در کنار بازار سهام سبب تعمیق بازار سرمایه و کاهش خروج سرمایه از این بازار به سمت بازارهای رقیب می‌شود (رستمی، ۱۳۹۷، ۹۵).

به نظر می‌رسد قدرت انحصاری سپرده‌پذیری و تسهیلات‌دهی در کنار عدم‌کارایی و ضعف نظام بانکی در هدایت نقدینگی به سمت فعالیت‌های ارزش‌آفرین زمینه‌ساز این عدم‌تعادل‌ها در اقتصاد شده است؛ از این رو شکل‌گیری نهاد رقیبی که با ابزارهای متنوع خود بتواند انتظارات عرضه‌کنندگان وجوه را در شرایط بحرانی مدیریت نماید و با فعال شدن بخش مولد اجازه فعال شدن بخش غیرمولد را ندهد، ضروری می‌باشد.

پیامدهای منفی اقتصادی توسعه بی‌ضابطه بازار بدهی

در کنار آثار و پیامدهای مثبت تشکیل بازار بدهی، گسترش بی‌ضابطه آن آثار مخربی را بر اقتصاد تحمیل خواهد نمود. عمده پیامدهای منفی توسعه بازار سرمایه به‌صورت عام و بازار بدهی به‌صورت خاص ناشی از رشد ناهمگون بازار ثانوی و جدایی بازار واقعی و بازار اعتباری می‌باشد. این پیامدها از دیدگاه نخبگان به‌ترتیب اولویت عبارت‌اند از:

۱. مالی‌سازی اقتصاد و فاصله گرفتن تعهدات از بخش واقعی

یکی از دستاوردهای مهم مهندسی مالی، تبدیل کردن دارایی‌های حقیقی به اوراق و مالی‌سازی اقتصاد و خلق اعتبارات جدید به پشتوانه آنهاست.

مالی‌سازی، عملکرد سیستم اقتصادی در سطح کلان و خرد را تغییر می‌دهد و سبب اهمیت یافتن بخش مالی نسبت به بخش واقعی، انتقال درآمد از بخش واقعی به بخش مالی، افزایش نابرابری در درآمدها، افزایش شکنندگی در برابر بحران‌ها و رکود اقتصادی می‌شود. (Palley, 2007, 3) با گسترش این فضا، بازار به‌جای تسهیل فرایند سرمایه‌گذاری جهت ایجاد ارزش‌افزوده و تولید به ساختاری برای کسب سود از مبادله متوالی دیون و تغییر مالکیت مبدل می‌شود که این امر به رشد اقتصاد کاغذی و شکاف بین بخش واقعی و اعتباری منجر شده و بی‌ثباتی و بحران را به‌دنبال می‌آورد.

گفتنی است گسترش و توسعه بازارهای مالی با توجه به سیال بودن دارایی‌های مالی لزوماً نمی‌تواند رشد و توسعه اقتصادی را به دنبال داشته باشد؛ زیرا بخش مالی سود کوتاه‌مدت برای صاحبان این‌گونه دارایی‌ها ایجاد می‌کند و حال‌آنکه بخش واقعی برای توسعه به نگاه بلندمدت نیازمند است. به نظر می‌رسد با توجه به ناشکیبایی سرمایه مالی، سیالیت و انتظار کسب بازدهی در کوتاه‌مدت توسعه بخش مالی باعث شکاف شتابان بین بخش مالی و واقعی در نتیجه بی‌ثباتی اقتصادی می‌شود.

آمارها نشان می‌دهد باوجود پیشرفت خارق‌العاده در تعمیق مالی با افزایش نسبت دارایی‌های مالی به تولید ناخالص داخلی رشد اقتصادی در عمل طی

سال‌های اخیر کاهش یافته است) چانگ، ۱۳۹۲، ۳۶۹.

همچنین، تحقیقات^۱ نشان می‌دهد مالی‌سازی به دلایل مختلف نقش مهمی در کاهش تولید در ایالات متحده داشته است؛ زیرا با غلبه بخش اعتباری بر بخش تولیدی، سود بیش از آنکه ناشی از فعالیت تولیدی و صنعتی باشد، از مجرای مالی و نوسان‌گیری تحصیل می‌شود و با افزایش چندین برابری حجم مبادلات بازارهای مالی نسبت به بازارهایی کالایی نوسانات بازار اعتباری است که عامل تعیین‌کننده ادوار تجاری خواهد بود.

از سوی دیگر، نگاه کالایی به بخش اعتبار و شکل گرفتن معاملات اعتباری صرف بدون حضور بخش حقیقی در اقتصاد متعارف سبب گسترش حساب خلق اعتبار و بحران‌های مالی در بسیاری از کشورها شده است (نظری، ۱۳۹۲، ص ۱۰۰-۱۰۹). در خلال بحران مالی سال‌های ۲۰۱۰-۲۰۰۷ م اندیشمندان مالی غربی بر نقش پررنگ طمع و حرص سرمایه‌داران و سرمایه‌گذاران در تشدید بحران مالی، که از طریق ابزارسازی‌های مالی افراطی به آن دامن زده شد، اتفاق نظر داشتند (بیات و همکاران، ۱۳۹۷، ۲۹۸).

۲۱ مالی‌سازی فزاینده اقتصاد از طریق انتشار اوراق بهادار به‌ویژه اوراق رهنی در شرایط وجود ارزش‌های غیرواقعی ضمن ورود اشکال جدید و پیچیده از ارزش‌های غیرواقعی به‌صورت عدم‌سنجش ریسک به افزایش شکاف بین بخش پولی و مالی با بخش حقیقی اقتصاد انجامید. گسترش این ارزش‌ها به‌صورت ایجاد حساب‌های فزاینده قیمت تخلیه شد و با نخستین تغییر انتظارات ترکیب و منجر به بحران مالی جهانی شد) واعظ برزانی و ابراهیمی، ۱۳۹۵، ۱۲۱).

۲. آینده‌فروشی و انباشت بدهی‌ها

با توجه به فشارهای درآمدی در بودجه، عموماً دولت‌ها به اوراق بدهی به‌منزله منبع درآمدی نگاه می‌کنند. این نگاه خطرناک در انتقال کسری بودجه به سال‌های بعد، زمینه را برای تداوم بی‌نظمی در بودجه فراهم کرده و سبب افزایش حجم بدهی‌های دولت می‌شود. افزایش بدهی اگرچه شاید برای نسل حاضر مفید و با صرفه شمرده می‌شود، ولی برای آیندگان کم‌هزینه نخواهد بود. گسترش و توسعه بازار بدهی با

۱. <https://www.investopedia.com/terms/f/financialization.asp>

توجه به تجربه جهانی به انباشت بدهی و افزایش نسبت بدهی به تولید ناخالص منجر می‌شود که این امر آثار مخرب و جبران‌ناپذیری بر اقتصاد وارد می‌کند. ویژگی بارز تأمین مالی به‌وسیله اوراق بدهی روبه‌جلو بودن و پوشش تعهدات به‌وسیله اوراق انتشار یافته در آینده می‌باشد؛ یعنی اوراق انتشار یافته که سررسیدشان نزدیک است با اوراق جدید بازپرداخت شوند و تعهد از زمانی به زمان دیگر محول شود. ادامه این چرخه سبب بدهکار شدن دولت‌ها یا بخش خصوصی می‌شود. از سوی دیگر، با افزایش تعهدات و کاهش حاشیه امن ورود به یک بازی پونزی به‌معنای ایجاد بدهی بیشتر و جدیدتر برای بازپرداخت بدهی‌های قبلی دور از انتظار خواهد بود. در این صورت سود مشتریان ابتدایی از محل سرمایه‌گذاری مشتریان جدید پرداخت می‌شود نه بر اساس فعالیت مفید اقتصادی که با ادامه این فعالیت و تعویق تعهدات ضمن افزایش شکنندگی نظام مالی احتمال وقوع بحران اقتصادی را افزایش می‌دهد.

بدهی عمومی در حال تبدیل شدن به یک نگرانی در سراسر جهان می‌باشد. نتایج پژوهشی در ژاپن مانند بسیاری از مطالعات موجود نشان می‌دهد که رابطه منفی بین بدهی عمومی و رشد اقتصادی در ژاپن حکم‌فرما است؛ از این رو برای گسترش اقتصاد آن کاهش وابستگی به صادرات و تلاش برای کاهش بدهی ضروری می‌باشد. (KURIHARA, ۲۱۰۵, ۴۵) اساساً ادبیات نظری در رابطه با بدهی عمومی و رشد اقتصادی، به یک رابطه منفی اشاره دارد و مدل‌های رشدی که به انتشار بدهی‌های عمومی جهت تأمین مالی کالاهای مصرفی یا سرمایه‌ای تمایل دارند، رابطه منفی بین بدهی عمومی و رشد اقتصادی به‌ویژه در یک محیط نئوکلاسیک را نشان می‌دهند (Checherita & Rother, ۲۰۱۰, ۹).

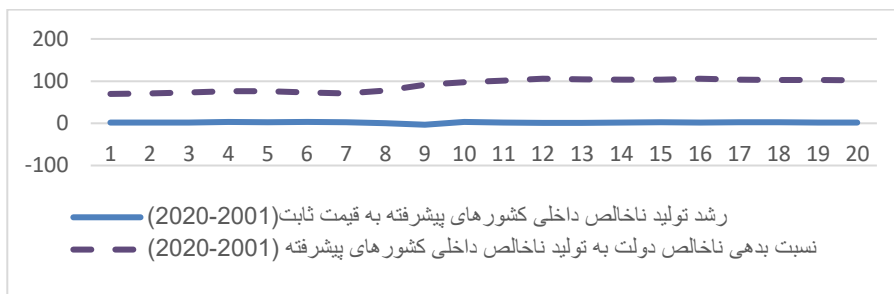
همچنین، تحقیقات نشان می‌دهد یک رابطه مقعر (U) شکل (بین بدهی عمومی و نرخ رشد اقتصادی وجود دارد؛ یعنی بدهی از طریق صرفه‌جویی بخش خصوصی، سرمایه‌گذاری عمومی و افزایش بهره‌وری کل عوامل و ثبات نرخ بهره اسمی بلندمدت دولتی و نرخ بهره حقیقی تا آستانه حدود ۹۰-۱۰۰ درصد تولید ناخالص داخلی بر رشد اقتصادی اثر مثبت می‌گذارد و از سوی دیگر، تغییر سالانه نسبت بدهی عمومی و کسری بودجه به تولید ناخالص داخلی با رشد تولید ناخالص داخلی

سرانه رابطه منفی و خطی دارد. از این رو، سیاست‌گذاری به منظور سطح بدهی بیشتر برای رشد بالاتر صحیح نمی‌باشد (Checherita & Rother, ۲۰۱۰, ۲۲-۲۳).
گفتنی است کشورهای پیشرفته از منظر اقتصادی در حال حاضر دارای بازار بدهی و حجم بدهی بالایی هستند و این امر نشان‌دهنده متأخر بودن رشد بدهی از رشد و توسعه اقتصادی آنهاست و نمی‌توان ادعا کرد توسعه و گسترش بازار بدهی این کشورها سبب رشد اقتصادی آنها شده است؛ بلکه با توسعه بازارهای مالی و گسترش حجم بدهی شاهد نرخ رشد ثابت یا نزولی در این کشورها می‌باشیم.^۱ چنانکه یافته‌ها نشان می‌دهد در اغلب ۲۰ کشور صنعتی جهان با افزایش نسبت بدهی به تولید ناخالص داخلی رشد تولید کاهش یافته است ((Reinhart & Rogoff, ۲۰۱۰a, ۵۷۶). از این رو می‌توان ادعا کرد اگر این رشد حباب‌گونه بازار اعتباری نبود، رشد و توسعه بالاتری امکان‌پذیر بود.

۳. افزایش روحیه سفته‌بازی^۲

از پیامدهای منفی رونق و توسعه بازارهای ثانویه که برای جذابیت بازار مالی و کاهش ریسک نقدینگی ایجاد می‌شود، حاکم شدن روحیه سفته‌بازی است؛ زیرا اساساً بازارهای با سیالیت و نقدینگی بالا زمینه شکل‌گیری سرمایه‌گذاری لحظه‌ای

۱. آمار و داده‌های صندوق بین‌المللی پول این مطلب را تصدیق می‌کند.



۲. گفتنی است صرف انگیزه بورس‌بازی تاهنگامی که در قالب و چارچوب شرعی صورت بگیرد و با مصالح کلی جامعه تعارض نداشته باشد و سبب اخلال در نظام اقتصادی نشود، دلیلی بر عدم جوازش از منظر فقهی ندارد و در بین فقهای شیعه، فقط شهید صدر معتقد است سودی که از خرید و فروش به دست می‌آید باید نتیجه خدمتی باشد که تاجر ارائه می‌کند و صرف نقل و انتقال ملکیت بدون اینکه کاری صورت گیرد نمی‌تواند مجوز سود بردن باشد. بر اساس این، ایشان بورس‌بازی را که شخصی کالایی را به صورت نقد، نسیه یا سلف خریداری کند به قصد اینکه آن را گران‌تر فروخته بدون اینکه کاری روی آن انجام دهد، جایز نمی‌داند (فرهانی‌فر، ۱۳۸۸، ۲۵).

را فراهم کرده و به ترجیح کسب سود کوتاهمدت بر رشد و پیشرفت در بلندمدت منجر می‌شود و سرمایه‌گذاران در حالتی احساسی و به دور از منطق و منطبق با انتظارات دلالت‌آور بازار می‌شوند و در نتیجه تخصیص نامناسب منابع رخ می‌دهد و تاهنگامی که خوش‌بینی در بازارها حاکم باشد، فعالیت‌های سفته‌بازی به طمع کسب سود بیشتر گسترش می‌یابد و شاخص بازار رشد می‌کند؛ اما با شیوع بدبینی در بازار و گریز سوداگران برای فرار از ضرر، زمینه فروریختن نظام مالی و به دنبال آن اقتصاد ملی و غرق شدن در گرداب خودساخته سفته‌بازان فراهم می‌شود.

سفته‌بازان متعارف و حرفه‌ای فعالیت‌های خود را بر اساس روان‌شناسی بازار با درک و تنظیم ریسک با اتکای بر شانس جهت کسب سود در کوتاهمدت بنا می‌کنند. آنها جهت دستیابی به سود و منفعت بیشتر با پخش شایعات و اخبار کذب، دستکاری قیمت‌ها، معاملات صوری، ارائه اطلاعات گمراه‌کننده، تبانی و احتکار بر قیمت بازار اثر می‌گذارند. این نوع قیمت‌گذاری که به دور از فضای واقعی اقتصاد است، سبب عدم‌کارایی بازار شده و تخصیص و جریان وجوه به سمت شرکت‌هایی را با مشکل مواجه می‌نماید که سوددهی بیشتر و ریسک کمتری دارند. وجود این نوع از فعالان در بازار چالش جدی برای اقتصاد جهان ایجاد کرده است؛ از این رو دولت‌ها به کمک تمهیدات قانونی و اجرایی سعی در کنترل آنها دارند (طباطبائی‌نژاد، ۱۳۹۴).

سفته‌بازی نقدینگی موجود در بازارهای مالی را برای بهره‌گیری از نوساناتی که در آینده به وجود آید حبس می‌کند و مانع از ورود آن به فعالیت‌های مولد می‌شود و با گسترش توزیع ناعادلانه درآمد و ثروت زمینه رکود تورمی را فراهم می‌نماید) توتونچیان، ۱۳۷۹، (۶۳۷؛ زیرا افزایش روحیه سفته‌بازی سبب کاهش عرضه نیروی کار و سرمایه انسانی می‌شود؛ چون در عرضه نیروی کار انتخاب بین کار و فراغت نقش اصلی را بازی می‌نماید. به‌طور معمول، کار مطلوبیت منفی و فراغت مطلوبیت مثبت دارد و آنچه انگیزه کار و کوشش را پدید می‌آورد، درآمد ناشی از کار است و اگر درآمد بدون نیاز به کار امکان‌پذیر شود، انگیزه کار و تلاش کم‌رنگ شده و عرضه نیروی کار کاهش می‌یابد) واعظ‌برزانی

۴. بحران آفرینی

افزایش بی‌ضابطه میزان تعهدات، انباشت بدهی‌ها و لحاظ نکردن میزان حجم بدهی مناسب با ساختار و شرایط اقتصادی در کنار کسری ساختاری و دائمی، به رشد حساب‌گونه اقتصاد در سایه عدم تعادل بین بخش واقعی و اعتباری منجر می‌شود و با تحریک آز و طمع آدمی از طریق ابداع اوراق مالی و انتقال نامحدود و پی‌درپی ریسک از طریق انتشار اوراق جدید با برهم زدن پایداری مالی زمینه‌ساز بحران خواهد بود.

برخی اندیشمندان علت اساسی بحران‌های آتی را، رشد بدهی‌ها عمومی در غرب می‌دانند و معتقدند این امر اثر مستقیم اندیشه رشد اقتصادی بر اساس گسترش بدهی‌های برگشت‌ناپذیر می‌باشد. (Vuletić, ۲۰۱۵, ۴) همچنین، تنیده شدن بیش‌ازپیش نظام مالی در جهان، مقررات‌زدایی‌های مفرط، رشد و ایجاد بازارهای آزاد و ولنکار و مدیریت‌های آزمند، بحران‌های مالی را از اواخر قرن بیستم تشدید کرده است) نقی‌زاده، (۱۳۹۱)

۲۵

توسعه بازار بدهی سبب رشد روزافزون بدهی‌های بخش دولتی و خصوصی می‌شود که این امر، تشدید مشکلات را به دنبال دارد؛ چنان‌که آمارها نشان می‌دهد پیش از رکود بزرگ، نسبت بدهی به تولید ناخالص داخلی بسیار بالا و عوامل اقتصادی به شدت بدهکار بودند. بر اساس نظریه‌های وبلن، فیشر، شومپتر و مینسکی، بدهی هم ایجادکننده بحران است و هم سبب طولانی شدن و شدت آن و انقباض اقتصادی می‌شود. (Raines & Leathers, ۱۶۱, ۲۰۰۸)

توسعه بی‌ضابطه و غیرمنطقی بازار بدهی موجب جذب نقدینگی موردنیاز تولید به وسیله این بازار و در نتیجه، رشد حبابی و بادکنکی اقتصاد و ترکیدن آن در دوره‌های زمانی مختلف و دور شدن از رشد باثبات و پایدار اقتصادی می‌شود. گسترش و توسعه بازار بدهی با توجه به روحیه آزمندی و سوداگری اغلب فعالان بازار ثانویه و حاکم شدن روحیه بهره‌گیری از تغییرات قیمتی دارایی‌های مالی سبب بی‌میلی نقدینگی برای حرکت به سمت صنعت و در مقابل هجوم به سمت این بازار و حوزه‌های دیگری همچون دلالی، و بازارهای غیرمولد می‌شود. پدیده اوراق‌سازی دارایی‌ها که نقطه

ارتباط بازار پول به بازار سرمایه است برای امنیت خاطر سرمایه‌گذاران ابداع شد؛ ولی با توجه به زیاده‌خواهی و استفاده نابهنجار و کنترل نشده از آن منشأ ناامنی شد و تأمین مالی مجدد ثمره‌ای جز انباشت بدهی و استتار ریسک برای جامعه به‌دنبال نداشت و الگوی انباشت سرمایه مالی به‌وسیله مهندسی ابزارهای نوین مالی ضمن دور شدن روزافزون از اقتصاد حقیقی و فرورفتن در قالب مجازی بحران‌ساز می‌باشد.

گفتنی است اگرچه حجم بدهی به‌تنهایی ثبات و پایداری مالی را مختل نمی‌نماید؛ بلکه هزینه بدهی و نحوه پوشش آن است که می‌تواند تأثیرگذار در وقوع بحران باشد، ولی تشکیل بازاری که انتقال سریع نقدینگی را تسهیل می‌کند با توجه به نگرش سرمایه‌گذاران برای کسب سود بالا در کوتاه‌مدت زمینه شکل‌گیری حباب‌های قیمتی براساس انتظارات و بی‌ثباتی اقتصاد را فراهم می‌کند. از این رو، شریعت از طریق مهار و محدود کردن ارزش‌های غیرواقعی، به‌جای درمان عوارض وجود آن با پیشگیری منشأ بروز بحران را هدف قرار می‌دهد.

نتیجه

در این مقاله تلاش شد تا با شناسایی نقاط قوت، ضعف، فرصت‌ها و تهدیدهای پیش‌روی بازار بدهی نقشه راهی به‌منظور استفاده بهینه از این تراث بشری در ساختار اقتصاد مقاومتی ترسیم شود. گفتنی است برخی از پیامدها مانند تعیین نرخ سود واقعی پول، مدیریت بدهی، آزاد کردن و یخ‌زدایی از منابع مالی، تعویق تعهدات و انباشت بدهی‌ها اختصاص به ایجاد و گسترش بازار بدهی داشته و برخی از آثار مانند کاهش سیطره بانک‌ها بر اقتصاد، کمک به رشد اقتصادی، کاهش ریسک نقدشوندگی اوراق مالی و مالی‌سازی اقتصاد مشترک با دیگر بازارهای مالی می‌باشد.

اگرچه دولت‌ها به‌منظور پوشش کسری بودجه یا تأمین سرمایه موردنیاز طرح‌ها، اقدام به انتشار اوراق قرضه با نرخ ثابت می‌نمایند، ولی باید توجه داشت که نرخ سود سالیانه این اوراق فاصله‌چندانی با نرخ رشد آنها ندارد. چنان‌که خزانه‌داری امریکا اوراق خزانه محافظت‌شده در برابر تورم^۱ را در سررسیدهای ۵ یا ۱۰ ساله با کوپن - نرخ سالیانه - ۰/۱۳ درصد عرضه کرده است.^۲

۱. Treasury Inflation Protected Securities (TIPS)

۲. <https://www.bloomberg.com/markets/rates-bonds/government-bonds/us>

همچنین، کره جنوبی با میانگین نرخ رشد بیش از ۲ درصد در ۱۰ سال گذشته، اوراق بدهی با سررسید ۱۰ ساله خود را در ماه ژوئن ۲۰۱۹ به قیمت ۹۸/۴۶ دلار با سود سالیانه ۲/۵ درصد منتشر کرد که قیمت این اوراق در دسامبر ۲۰۲۰ به حدود ۱۱۰ دلار رسید؛^۱ در حالی که در ایران با میانگین نرخ رشد حدود صفر درصد در ۱۰ سال اخیر^۲، اوراق بدهی دولتی در خردادماه ۱۳۹۹ با نرخ سود ۱۵ درصد سالانه با سررسید ۳ ساله انتشار می‌یابد.^۳ به نظر می‌رسد عدم تطابق بین نرخ رشد اقتصادی و نرخ سود اوراق بدهی نه تنها به رشد اقتصادی و هدایت بهینه نقدینگی به سمت تولید منجر نمی‌شود، بلکه در بلندمدت بحران مالی و انباشت بدهی را سبب می‌شود.

در مجموع، می‌توان نتیجه گرفت که انتشار اوراق بدهی به سبک متعارف اگرچه در کوتاه‌مدت با سیال‌سازی بدهی‌ها سبب سامان‌دهی و مدیریت بدهی‌ها می‌شود، ولی در بلندمدت انتشار مستمر جهت بازپرداخت اوراق و انباشت بدهی‌ها چالشی جدید برای دولت‌ها و بی‌ثباتی در اقتصاد را به دنبال خواهد داشت؛ از این رو می‌توان گفت توسعه بازار بدهی و به تبع آن انباشت بدهی عامل رشد اقتصادی نخواهد بود؛ بلکه زمینه‌ساز بحران خواهد بود و افزایش و انباشت بدهی‌ها سبب شکنندگی اقتصاد و در نتیجه آسیب‌پذیری بیشتر در برابر چرخه‌های مالی خواهد شد و با مفهوم اقتصاد مقاومتی در تعارض خواهد بود.

اگرچه این آثار و پیامدهای ناظر بر بازار بدهی متعارف، که مبتنی بر قرض ربوی است، می‌باشد، اما می‌توان آثار و پیامدهای مثبت ذکر شده بدون تبعات منفی را برای بازار بدهی اسلامی که برای تأمین مالی مستقیم طرح‌ها و پروژه‌ها و مبادله صکوک مبتنی بر عقود شرعی با رعایت چارچوب‌ها و قواعد شریعت شکل گرفته است تعمیم داد؛ زیرا با برقراری پیوند میان بخش حقیقی و اعتباری و نقش‌آفرینی بخش مالی در ارزش‌افزایی به‌عنوان بهینه‌ساز و تسهیل‌کننده تجهیز و تخصیص منابع پیامدهای منفی احتمالی کاهش خواهد یافت؛ از این رو پیشنهاد می‌شود با تحقق عملیاتی

۱. https://markets.businessinsider.com/bonds/korea-republikdl-notes_201929-bond-2029-us0064faq72

۲. <https://tradingeconomics.com/iran/gdp-growth-annual>

۳. <https://www.cbi.ir/showitem/20176.aspx>

صکوک منطبق با شریعت و نه فقط تغییر نام و انتشار نسخه با پوسته اسلامی، بازاری شایسته نظام اسلامی شکل گیرد.

از این رو، پیشنهاد می‌شود با توجه به مسری بودن کنش‌ها و انتظارات در اقتصاد پیش از ایجاد بازار بدهی مقررات و قوانین لازم جهت کنترل دقیق فعالیت‌های بازیگران اصلی بازار تدوین شود و با تقویت سرمایه‌های اجتماعی و گسترش فضای اطمینان ضمن فاصله گرفتن از رفتارهای سودگرایانه، وجوه را به سمت بخش حقیقی سوق داد؛ به این گونه که دولت یا بخش خصوصی پروژه‌های عمرانی خود را ضمن ارزیابی اقتصادی و فنی دقیق در فضایی شفاف با اطلاعات صحیح در بازار بدهی مطرح کنند تا سرمایه‌گذاران خرد و کلان با مشارکت در ساخت و نگهداری آنها ضمن تحقق اقتصاد مقاوم در برابر تهدیدها و تحریم‌ها از منافع و سودهای به دست آمده بهره‌مند شوند.

منابع

۱. ابوترابی، محمدعلی، فنودی، هانیه، و مجتهدی، سبا (۱۳۹۳). عقود اسلامی، تعمیق مالی و رشد اقتصادی. مجله علمی پژوهشی سیاست‌گذاری اقتصادی، (۱۲) ۶-۸۳، ۱۱۴.
۲. اعتصامی، سیدامیرحسین، مصباحی‌مقدم، غلامرضا، صالح‌آبادی، علی. (۱۳۹۴) امکان‌سنجی طراحی صکوک بانکی تبدیل‌شونده به سهام. مطالعات اقتصاد اسلامی، (۱۴) ۷، ۲۰۹-۱۷۳.
۳. بنائی، مهدی. (۱۳۹۷) نگرشی جامع بر توسعه بازار بدهی در ایران. تهران: معاونت نظارت مالی و خزانه‌داری کل کشور، وزارت امور اقتصادی و دارایی.
۴. دفتر تحقیقات و سیاست‌های مالی. (۱۳۹۵) تعیین قاعده (سقف) بدهی دولت در ایران. تهران: معاونت امور اقتصادی وزارت امور اقتصادی و دارایی.
۵. دوابه، اشرف محمد. (۲۰۰۶) دور الاسواق المالیه فی تدعیم الاستثمار طویل الاجل فی المصارف الاسلامیه. قاهره: دار السلام.
۶. رجبزاده، علی، خورشیدی، غلامحسین، قلی‌پور، علی. (۱۳۸۵) بررسی و تجزیه و تحلیل نقش بازار پول و بازار سرمایه در هزینه سرمایه شرکت‌ها) تحلیل تطبیقی و بخش صنعت ایران. (پژوهش‌های اقتصادی) رشد و توسعه پایدار، ۳۲-۱۳ (۱) ۶.
۷. رستمی، محمدهادی، و رستمی، محمدزمان. (۱۳۹۷) بررسی تحلیلی اوراق خزانة اسلامی (اخزا) و مزایا و چالش‌های آن. معرفت اقتصاد اسلامی، (۱۸) ۹، ۱۰۴-۸۷.
۸. رضایی، احمدعلی. (۱۳۹۲) اثرات پویای حجم کل بدهی‌ها بر بخش واقعی اقتصاد ایران (۱۳۶۰-۱۳۹۰) و ارزیابی آن به‌عنوان سازوکار هشداردهنده وقوع بحران مالی. تهران: پژوهشکده پولی و بانکی.
۹. حرّ عاملی، محمد بن حسن. (۱۴۰۹) وسائل الشیعة. قم: مؤسسه آل‌البیت علیهم‌السلام.
۱۰. حاجی‌دولابی، هدی. (۱۳۹۶) افزایش سهم بازار بدهی در تأمین مالی اقتصاد ایران؛ فرصت‌ها، تهدیدها. فصلنامه روند، (۸۰) ۲۴، ۱۱۲-۸۱.
۱۱. جعفری خسروآبادی، نصرالله. (۱۳۹۵) تحلیل فقهی و حقوقی مالیت استقلالی اوراق بهادار. پژوهش‌های فقهی، (۳) ۱۲، ۵۳۶-۵۰۹.

۱۲. چانگ، هاجون. (۱۳۹۲) بیست و سه گفتار درباره سرمایه‌داری، پیرامون نکاتی که آنها را بروز نمی‌دهند، ترجمه ناصر زرافشان. تهران: مهریستا.
۱۳. شریف‌آزاده، محمدرضا، و هاشمی، فرزاد. (۱۳۹۱) بررسی ارتباط آزادی اقتصادی و کسری بودجه در کشورهای نازاد. فصلنامه اقتصاد کاربردی، ۳(۸)، ۳۵-۱.
۱۴. شوشی‌نسب، نفیسه. (۱۳۹۴) ماهیت حقوقی اوراق بهادار. تهران: میزان.
۱۵. طباطبائی‌نژاد، سیدصادق. (۱۳۹۴) تأملی فقهی در بورس. مجله فقه و اجتهاد، ۴، ۱۵۷-۱۸۴.
۱۶. _____ (۱۳۹۸)، تحلیل فقهی اقتصادی بازار بدهی در نظام اقتصادی اسلام. رساله دکتری دانشگاه عدالت.
۱۷. عابدی، اکرم. (۱۳۹۴) مروری بر بازار بدهی در ایران و جهان. تهران: معاونت بررسی‌های اقتصادی اتاق بازرگانی و صنایع تهران.
۱۸. عبدی‌پورفرد، ابراهیم، و شهیدی، سیدمرتضی. (۱۳۹۴) ابعاد فقهی، حقوقی و مالی قراردادهای سلف در بورس پژوهشنامه حقوق اسلامی، ۱(۱)، ۳۳-۵۰.
۱۹. عبدی‌پورفرد، ابراهیم. (۱۳۹۵) مباحث تحلیلی از حقوق تجارت. چاپ ششم، قم: پژوهشگاه حوزه و دانشگاه.
۲۰. عرب‌یارمحمدی، جواد، و عرفانی، علیرضا. (۱۳۹۵) آزمون درون‌زایی پول در اقتصاد ایران. دوفصلنامه اقتصاد پولی، مالی (دانش و توسعه سابق)، ۱(۱۱)، ۲۱-۱۰۰.
۲۱. فیوزی، فرانک، مودیلبانی، فرانکو، و فری، مایکل. (۱۳۸۹) مبانی بازارها و نهادهای مالی، ترجمه حسین عبده تبریزی، چاپ سوم، تهران: نشر پیشبرد.
۲۲. فراهانی‌فرد، سعید. (۱۳۸۸) صکوک سلف؛ ابزاری مناسب برای تأمین مالی و پوشش ریسک. فصلنامه اقتصاد اسلامی، ۳۳، ۳۲-۷.
۲۳. فلاحی، فیروز، اصغرپور، حسین، و احمدیان بهروز، کسری. (۱۳۹۶) بررسی رابطه بدهی خارجی و رشد اقتصادی در ایران: با تأکید بر نقش سیاست کلان اقتصادی. مطالعات اقتصادی کاربردی در ایران، ۶(۲۱)، ۹۹-۱۲۲.
۲۴. قلیچ، وهاب. (۱۳۹۴) نقش اوراق بهادار اسلامی در تأمین کسری بودجه دولتی. تهران: پژوهشکده پولی و بانکی.

۲۵. قلیچ، وهاب، و عیسوی، محمود. (۱۳۹۴) قابلیت اوراق بهادار اسلامی در جبران کسری بودجه دولت به‌عنوان ابزار سیاستی. پژوهشنامه اقتصادی، ۱۳۴، ۵۶-۱۰۵.
۲۶. قحف، منذر. (۲۰۰۹) اساسیات التمويل الاسلامی. المنهل.
۲۷. کریمی، محمدشریف، سهیلی، کیومرث و نعیمی، مینا. (۱۳۹۶) تأثیر متقابل متغیرهای کلیدی اقتصاد ایران و انتشار صکوک. اقتصاد و بانکداری اسلامی، ۲۰، ۱۸۲-۱۶۹.
۲۸. نظربلند، غلامرضا. (۱۳۸۸) درآمدی بر بحران مالی جهانی. تهران: نشر نی) نسخه الکترونیکی).
۲۹. نظری، حسن آقا. (۱۳۹۲) مبانی فقهی - اقتصادی نهادهای مالی بازار سرمایه اسلامی. قم: پژوهشگاه حوزه و دانشگاه.
۳۰. نقی‌زاده، محمد. (۱۳۹۱) بحران سرمایه‌داری مالی - اشغال وال استریت. تهران: شرکت سهامی انتشار.
۳۱. مصطفی‌پور، محمد. (۱۳۹۵) نگاهی به روش‌های و ابزارهای تأمین مالی؛ با تأکید بر بازار بدهی. مجله اقتصادی، ۷ و ۸، ۳۲-۱۷.
۳۲. مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی. (۱۳۹۴) تحلیل انتشار اوراق بهادار توسط دولت (بررسی لایحه بودجه سال ۱۳۹۵ کل کشور). تهران: مجلس شورای اسلامی.
۳۳. معاونت امور اقتصادی وزارت امور اقتصادی و دارایی. (۱۳۹۷) مروری اجمالی بر برخی از ارکان بازار بدهی در اقتصادهای پیشرو و پیشنهادات برای ایران. تهران: وزارت امور اقتصادی و دارایی.
۳۴. منکیو، گریگوری. (۱۳۹۱) اقتصاد کلان، ترجمه حمیدرضا ارباب. تهران: نشر نی.
۳۵. موسویان، سیدعباس (۱۳۸۹). تبدیل دارایی‌های بانکی به اوراق بهادار در بانکداری بدون ربا. فصلنامه پول و اقتصاد. ۴، ۸۰-۱۱۳.
۳۶. میرمطهری، سیداحمد. (۱۳۸۱) دادوستد دست دوم اوراق مشارکت ابزاری نو در مدیریت ریسک بازار سرمایه کشور. مجموعه مقالات سیزدهمین همایش بانکداری اسلامی، تهران: موسسه عالی بانکداری ایران.
۳۷. میثمی، حسین، موسویان، سیدعباس، و ندری، کامران. (۱۳۹۴) استخراج و رتبه‌بندی چالش‌های فقهی - اقتصادی اوراق مشارکت بانک مرکزی براساس نظر خبرگان. پژوهش‌های پولی-بانکی، ۲۴، ۲۲۲-۱۹۱.

۳۸. یوسفی دیندارلو، مجتبی، و شهسواری، محمدعلی. (۱۳۹۶) پیشنهاد یک الگوی بانکداری مبتنی بر صکوک در چارچوب قانون عملیات بانکی بدون ربا. جستارهای اقتصادی ایران، (۲۷) ۱۴، ۱۸۱-۱۵۳
۳۹. واعظ برزانی، محمد، و ابراهیمی، بهنام. (۱۳۹۳) تحلیل نظری تأثیر خلق اعتبار بر بحران مالی. معرفت اقتصاد اسلامی، (۱۰) ۵، ۵۰-۲۷
۴۰. واعظ برزانی، محمد، و ابراهیمی، بهنام. (۱۳۹۵) تحلیل نظری تأثیر ارزش‌های غیرواقعی بر ایجاد بحران مالی جهانی (سال‌های ۲۰۰۹-۲۰۰۷)، قم: پژوهشگاه حوزه و دانشگاه.
۴۱. هیئت‌المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (۲۰۱۰) م. (المعايير الشرعية). بحرین.
۴۲. Checherita-Westphal, C. D., & Rother, P. (۲۰۱۰). The impact of high and growing government debt on economic growth: an empirical investigation for the euro area. working paper series, no ۱۲۳۷.
۴۳. Demirgüç-Kunt, A. Ross Levine, editors. (۲۰۰۱). Financial Structure and Economic Growth: A Cross Country Comparison of Banks, Markets, and Development.
۴۴. Nell, E. J., & Semmler, W. (۱۹۹۱). Nicholas Kaldor and mainstream economics: confrontation or convergence?. Springer. Minsky, H. P, ۱۹۹۱, The Endogeneity of Money , (۲۰۷-۲۱۲).
۴۵. Hattori, M., & Takáts, E. (۲۰۱۵). The role of debt securities markets. BIS Paper, ۸۳c.
۴۶. Krishnamurty, A. (۲۰۱۰). How Debt Markets Have Malfunctioned in the Crisis. Economic Policy, ۴, ۱۰۵-۱۳۰.
۴۷. Kurihara, Y. (۲۰۱۵). Debt and Economic Growth: The Case of Japan. Journal of Economics Library, ۲(۲), ۴۵-۵۲.
۴۸. Levine, R., & Zervos, S. (۱۹۹۶). Stock markets, banks, and economic growth. The World Bank.
۴۹. Lopez, J. A., & Spiegel, M. M. (۲۰۰۲). Financial structure and macroeconomic performance over the short and long run (No. ۲۰۰۲-۰۵). Federal Reserve Bank of San Francisco.

۵۰. Palley, T. I. (۲۰۰۷). Financialization: what it is and why it matters. The Levy Economics Institute, Working Paper, No. ۵۲۵.
۵۱. Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (۲۰۱۰). Growth in a Time of Debt. American economic review, ۱۰۰(۲), ۵۷۳-۷۸.
۵۲. Raines, J. P., & Leathers, C. G. (۲۰۰۸). Debt, innovations, and deflation: the theories of Veblen, Fisher, Schumpeter, and Minsky. Edward Elgar Publishing.
۵۳. Zhen, Y. (۲۰۱۳). China's capital markets. Elsevier.
۵۴. Vuletić, D. (۲۰۱۵). Next Global Crisis: Greatest Recession in the History of Capitalism is at the Doorstep. EFZG working paper series, (۰۹), ۱-۲۰.