

# بررسی انعطاف‌پذیری ابزارهای مالی اسلامی جهت تأمین مالی بودجه دولت

## Evaluation of Flexibility of Islamic Securities (Sukuk) to Government Finance

Alireza Pourfaraj\*, Ayoub Khazaei\*\*

Received: 16/Dec/2013 Accepted: 1/Mar/2014

علیرضا پورفرج\*، ایوب خزایی\*\*

دریافت: ۹۲/۹/۲۵ پذیرش: ۹۲/۱۲/۱۰

### Abstract

With respect to financing government expenditures and Due to the necessity of analysis of effective ways of financing these expenditures, this paper reviews literature on the Islamic Securities and with a descriptive method, explains government expenditures and ways of financing them. This paper seeks to answer two questions: (1) which of Islamic Securities has more flexibility to finance government expenditures? (2) Which of government expenditures can be financed more easily? Results show that Islamic Treasury Bills, Istisna' and Ju'alah sukus have more flexibility in financing government expenditures. In other hand, government spending on purchasing required goods can be financed easily. Next in rank are government spending on new development projects and the cost of performing incomplete development projects.

**Keywords:** Finance, Deficit, Securities.

**JEL Categories:** E62, H62, G23.

### چکیده

با توجه ضرورت تأمین مالی هزینه‌های دولت و لزوم بررسی روش‌های کارآمد برای تأمین مالی این هزینه‌ها، در مقاله حاضر، ابتدا به اختصار مطالعات صورت گرفته در زمینه تنوع بخشی به انواع اوراق بهادار اسلامی بررسی و سپس به روش توصیفی با استفاده از منابع معتبر، انواع هزینه‌های دولت و نحوه تأمین مالی آنها از طریق صکوک تبیین می‌گردد. این مقاله درصدد دستیابی به پاسخ این دو پرسش است: (۱) کدام یک از ابزارهای مالی اسلامی، دارای بیشترین دامنه کاربرد (انعطاف‌پذیری) در تأمین نیازهای مالی دولت می‌باشند؟ (۲) کدام یک از نیازهای مالی دولت با سهولت بیشتری تأمین مالی می‌شود؟ نتایج بررسی‌های صورت گرفته نشان‌دهنده این است که اسناد خزانه اسلامی دارای بیشترین کاربرد در تأمین مالی هزینه‌های دولت بوده و پس از آن اوراق استصناع و اوراق جعاله دارای بیشترین انعطاف‌پذیری در تأمین هزینه‌های دولت می‌باشند. از طرفی، هزینه‌های مرتبط با خرید کالاهای مورد نیاز دولت با سهولت بیشتری تأمین مالی می‌شوند. هزینه‌های مرتبط با اجرای طرح‌های عمرانی جدید و هزینه تکمیل طرح‌های عمرانی نیمه تمام در رتبه‌های بعدی قرار دارند.

واژگان کلیدی: تأمین مالی، کسری بودجه، ابزارهای مالی.

طبقه بندی JEL: E62, H62, G23.

\*. Associate Professor, Mazandaran University.

Email: Pourfaraj@yahoo.com

\*\* Ph.D Student, University of Mazandaran

Email: Ayoub.Khazaei65@gmail.com

\*. دانشیار، دانشگاه مازندران.

\*\* دانشجوی دکتری علوم اقتصادی، دانشگاه مازندران.

### ۱. مقدمه

در سال‌های اخیر پیرامون پدیده رشد مخارج عمومی، نحوه تأمین مالی آن و اثری که بر اقتصاد دارد، بحث‌های فراوانی مطرح شده است. مخارج عمومی تأمین مالی شده به واسطه منابع مختلف، به گونه‌ای متفاوت رشد را تحت تأثیر قرار می‌دهند. لکن سؤال اصلی این است که کدام منبع تأمین مالی دارای کمترین انحراف و بیشترین انطباق با شرایط اقتصادی است؟ این پرسش توجه زیادی را در این سال‌ها به خود معطوف نموده است. با این وجود، اجماعی بر سر اهمیت نسبی منابع تأمین مالی صورت نپذیرفته است.

بر اساس مطالعه استرلی و همکاران<sup>۱۲</sup> (۲۰۰۷)، انتظار بر این است که استراتژی مالی مناسب در بین کشورها، بسته به حجم درآمدها، سطح و ترکیب مخارج، سطح بدهی‌ها، منابع طبیعی، نهادهای عمومی و سطح وسیعی از سایر ویژگی‌های منحصر به فرد کشورها متفاوت باشد؛ بنابراین، با توجه به شرایط مختلف هر کشور، با به‌کارگیری روش‌های متفاوت تأمین مالی، آثار متفاوتی بر رشد اقتصادی کشورها پدیدار خواهد شد.

این موضوع البته در کشورهای در حال توسعه از اهمیت بیشتری برخوردار است؛ چرا که با وجود شیوه‌های متنوع تأمین این منابع، امروزه اکثر کشورهای در حال توسعه، میزان بدهی عمومی فراوانی داشته و بدهی‌های تعدادی از آن‌ها سال به سال با افزایش روبه‌رو است (چپرا<sup>۱۳</sup>، ۱۹۹۲: ۲۱۴). از این گذشته، بیشتر کشورهای در حال توسعه، هنوز نیازهای فراوانی در جهت ساخت و بسط زیربنای اقتصادی خود دارند. به این منظور نیازمند تجهیز منابع جدید مالی از داخل و خارج از کشور هستند. این در حالی است که درآمد دولت در این کشورها، اغلب به‌علت ضعف کارایی نظام مالیاتی و برخی از مشکل‌های ساختاری اقتصاد با

محدودیت‌های جدی روبه‌رو بوده است؛ بنابراین چگونگی تأمین مالی کسری بودجه، یکی از مسائل و دغدغه‌های همیشگی دولت‌ها در کشورهای در حال توسعه است.

قابل توجه آن که تا به حال روش‌های متفاوتی جهت تأمین کسری بودجه در اقتصادهای متعارف تعریف شده‌اند، مانند استقراض داخلی و خارجی. افزون بر این هر یک از این روش‌ها مزیت‌ها و عیب‌هایی دارند که به نسبت وضعیت موجود باید به انتخاب آن‌ها اقدام کرد؛ اما رایج‌ترین راه برای تأمین کسری بودجه دولت، انتشار اوراق قرضه است. بی‌تردید با توجه به ملاحظات شرعی، این ابزار تأمین مالی در جامعه اسلامی قابل پیاده شدن نیست. امروزه گستره وسیعی از خدمات و محصولات در بازار مالی اسلامی وجود دارد که می‌تواند خلأ اوراق قرضه در تأمین کسری بودجه دولت را رفع نماید. از جدیدترین ابزارهایی که در بازارهای مالی اسلامی در سال‌های اخیر مورد استفاده قرار می‌گیرد، می‌توان به صکوک اشاره نمود. به‌همین منظور، این مقاله در صدد است که بررسی نماید کدام‌یک از اوراق بهادر اسلامی که قابلیت تأمین مالی مخارج و هزینه‌های دولت در ساختار بودجه‌بندی متعارف را دارند، دارای بیش‌ترین دامنه کاربرد (انعطاف‌پذیری) در تأمین نیازهای مالی دولت می‌باشند؟ و کدام‌یک از نیازهای مالی دولت با سهولت بیشتری تأمین مالی می‌شود؟

به‌منظور پاسخ‌گویی به این سؤالات، ابتدا انواع اوراق بهادار اسلامی معرفی شده و با توجه به ماهیت و کارکرد اوراق، انواع هزینه‌های دولت که توسط آن‌ها می‌توانند تأمین مالی شوند، بیان و نتایج بررسی در یک جدول، ارائه خواهد شد. در نهایت، اوراقی که بیش‌ترین کاربرد را در تأمین مالی هزینه‌ها داشته و هزینه‌هایی که توسط اوراق مختلف قابل تأمین مالی هستند با استفاده از نتایج

جدول، مورد تجزیه و تحلیل قرار می گیرد.

باید توجه داشت که پیش‌نیاز اساسی برای استفاده از ابزارهای مالی فوق در تأمین مالی هزینه‌های دولت، وجود بازار ثانویه فعال برای این اوراق می‌باشد. این امر موجب می‌شود که اوراق بهادار مذکور در بازار سرمایه عرضه و کسری بودجه دولت از طریق این بازار و با سرمایه‌های مردم تأمین مالی شود. (نظرپور و خزائی ۱۳۹۱: ۲۱)، در مقاله‌ای تحت‌عنوان «بررسی عملیات بازارهای ثانویه اوراق بهادار اسلامی (صکوک)» نحوه شکل‌گیری بازار ثانویه فعال برای این اوراق را از منظر فقه معاملات اسلامی مورد بررسی قرار داده و ساز و کارهای موجود آن را به‌خوبی تشریح نموده‌اند.

## ۴. ادبیات تحقیق

### ۱-۲. پیشینه تحقیق

امروزه دولت نه تنها به‌عنوان نهاد قانونی اداره‌کننده کشور، بلکه به‌عنوان یک واحد اقتصادی که فعالیت آن نقشی تعیین‌کننده در جهت‌گیری کلی اقتصادی دارد، مطرح می‌باشد. در حالت کلی، دولت به‌وسیله وضع قوانین، سیاست‌های خود را اعمال و محدودیت‌هایی را برای سایر بخش‌ها پدید می‌آورد. مخارج دولت به‌ویژه بر روی زیرساخت‌ها، آموزش و سلامت می‌تواند زیربنای رشد باشد.

در مورد رابطه میان نحوه تأمین مالی مخارج دولت و رشد اقتصادی مطالعات زیادی انجام شده است. این موضوع بخش قابل توجهی از مطالعات تجربی و تئوریک را که پیش از این درگیر شناسایی اجزاء مخارج عمومی و پی بردن به ارتباط آن با رشد بودند، به خود اختصاص داده است. مطالعات بارو<sup>۱۴</sup> (۱۹۹۰)، کینگ و

ربلو<sup>۱۵</sup> (۱۹۹۰)، پالیوس و ییپ<sup>۱۶</sup> (۱۹۹۵)، ترنوفسکی (۱۹۹۶)، میلر و روسک<sup>۱۷</sup> (۱۹۹۷)، اسپینوزا-وگا و ییپ<sup>۱۸</sup> (۱۹۹۹)، گرینر و سملر<sup>۱۹</sup> (۲۰۰۰)، باسو<sup>۲۰</sup> (۲۰۰۱)، صدیقی و مالک<sup>۲۱</sup> (۲۰۰۱)، گالی<sup>۲۲</sup> (۲۰۰۳)، هانگ<sup>۲۳</sup> (۲۰۰۵)، چاترجی و ترنوفسکی<sup>۲۴</sup> (۲۰۰۵) و فوتاگومی و دیگران<sup>۲۵</sup> (۲۰۰۸)، کریستی و ریوجا<sup>۲۶</sup> (۲۰۱۲)، همگی به آثار روش‌های مختلف مالی هزینه‌های دولت از جمله انواع مالیات، ابزارهای بدهی نظیر اوراق قرضه و انتشار پول<sup>۲۷</sup> (استقراض از بانک مرکزی) بر رشد اقتصادی پرداخته‌اند؛ اما چون موضوع این مقاله بیشتر ابزارهای مالی اسلامی برای تأمین مالی کسری بودجه دولت است پیشینه تحقیق بیشتر در راستای تأمین مالی اسلامی متمرکز می‌شود.

مقدسی (۱۳۷۳)، در تحقیقی پیشنهاد می‌کند که بانک‌ها و مؤسسه‌های مالی اعتباری از محل منابع خود، کالاهای مورد نیاز دولت را به‌صورت نقد خریده و به‌صورت نسیه مدت‌دار به دولت بفروشند و دولت در برابر خرید این کالاها، اسناد مالی با مبالغ معین و سررسیدهای مشخص (اوراق خرید دولتی) به بانک‌ها و مؤسسه‌های مالی بپردازد و آن‌ها در بازار ثانویه به مردم یا بانک مرکزی بفروشند و پول نقد دریافت کنند. فراهانی‌فرد (۱۳۸۱)، در تحقیق خود پیشنهاد می‌کند یک مؤسسه مالی خصوصی، کالاهای مورد نیاز دولت را خریده، آن‌ها را به قیمت بیشتری به‌صورت نسیه به دولت بفروشد و دولت در برابر خرید آن‌ها، اسناد بهاداری با مبالغ اسمی معین و با سررسیدهای مشخص (اوراق بدهی دولت) به فروشنده تحویل دهد و دارندگان اوراق در بازار ثانوی به فروش برسانند.

21. Seddiqui & Malik

22. Ghali

23. Hung

24. Chatterjee & Turnovsky

25. Futagami et. al.

26. Christie & Rioja

27. Seigniorage

14. Barro

15. King & Rebelo

16. Palovos & Yip

17. Miller & Russek

18. Espinosa-Vega & Yip

19. Greiner & Semmler

20. Basu

محل اشکال است. وی برای برون‌رفت از این اشکال، راهکارهایی نظیر سلف موازی، واگذاری وکالتی و صلح مبیع سلف را پیشنهاد می‌دهد.

موسویان (۱۳۸۸)، در مقاله‌ای تحت‌عنوان «صکوک مرابحه، ابزار مالی مناسب برای بازار پول و سرمایه اسلامی»، اوراق مرابحه را در چهار گروه دسته‌بندی و طراحی می‌نماید: (۱) اوراق مرابحه برای تأمین مالی، (۲) اوراق مرابحه برای تأمین نقدینگی، (۳) اوراق مرابحه برای تشکیل سرمایه شرکت‌های تجاری و (۴) تبدیل اوراق مرابحه رهنی به اوراق بهادار برای مطالبات بانک‌ها و لیزینگ‌ها. وی ضمن بررسی انواع اوراق مرابحه مذکور از جهت انطباق با موازین شرعی و معیارهای اقتصادی، نشان می‌دهد که نوع اول و چهارم اوراق مرابحه فقط بر اساس فقه مشهور شیعه مجاز بوده و در داخل کشور قابل انتشار است و نوع سوم، به‌خاطر هماهنگی با فقه شیعه و اهل سنت هم برای داخل کشور و هم برای سطح بین‌المللی مناسب است؛ اما نوع دوم با مشکل فقهی جدی روبه‌رو است و قابل انتشار نمی‌باشد. تمامی انواع اوراق مذکور در صورتی که مشکل شرعی نداشته باشند، قابل انتشار در بازار ثانویه هستند.

موسویان و همکاران (۱۳۹۰)، در مقاله مشترکی تحت عنوان «امکان‌سنجی فقهی طراحی اسناد خزانه اسلامی در بازارهای مالی اسلامی» به بررسی انواع اوراق خزانه اسلامی از جهت انطباق با موازین شرعی پرداخته و صحت اسناد خزانه اسلامی در صورتی که دیون دولت به بانک‌ها، شرکت‌ها و مؤسسه‌های خصوصی و عمومی، ناشی از خرید کالاها و خدمات واقعی مانند قراردادهای پیمانکاری باشد را مجاز دانسته‌اند و با این فرض می‌توان بر پایه آن‌ها اوراق بهادار کوتاه‌مدت با ریسک پایین به نام اسناد خزانه اسلامی منتشر کرد.

با توجه به این‌که تاکنون مطالعه‌ای مشاهده نشده که از میان ابزارهای مالی اسلامی، ابزارهایی که بیش‌ترین کاربرد را در تأمین مالی هزینه‌های دولت دارند، معرفی

صالح‌آبادی (۱۳۸۴)، در مقاله «بررسی اوراق قرضه اسلامی در مالزی از دیدگاه فقه امامیه»، با بررسی فقهی شرط بازخرید در بیع و شرط بازخرید به‌صورت تبانی، صحت بیع‌العینه را مورد بررسی قرار داده و به این نتیجه می‌رسد که بیع‌العینه از نظر فقه امامیه باطل بوده؛ در نتیجه طراحی اوراق قرضه اسلامی و شقوق آن از جمله اوراق قرضه خزانه اسلامی در مالزی از دیدگاه فقه امامیه مردود شمرده شده‌است.

نظریور (۱۳۸۴)، در مقاله «اوراق بهادار استصناع (سفارش ساخت) ابزاری برای سیاست پولی»، ضمن تبیین عقد استصناع و ماهیت آن از نظر فقهی، به تصحیح آن پرداخته و صکوک استصناع را به‌عنوان جایگزینی برای اوراق قرضه معرفی می‌کند. موسویان و همکاران (۱۳۸۷)، در مقاله‌ای با عنوان «اوراق بهادار (صکوک) جعاله؛ ابزاری برای توسعه صنعت گردشگری» پس از بررسی وضعیت صنعت گردشگری و موانع مالی و اقتصادی توسعه این صنعت و نقش بالقوه‌ای که در اقتصاد کشور می‌تواند داشته باشد، مدل‌های عملیاتی تأمین مالی این صنعت از طریق صکوک جعاله را ارائه می‌نمایند. آن‌ها در مقاله تصریح می‌کنند که تمام انواع جعاله بیان شده در مقاله بر اساس فقه امامیه صحیح یا قابل تصحیح است. دارنده اوراق مذکور می‌تواند این اوراق را نگه داشته و از سود پرداختی آن بهره‌بردار یا هر زمانی که خواست، در بازار ثانویه به‌فروش برساند.

فراهانی‌فرد (۱۳۸۸)، در مقاله‌ای با عنوان «صکوک سلف؛ ابزاری مناسب برای تأمین مالی و پوشش ریسک» با استفاده از تجربه دیگر کشورهای اسلامی مدل عملیاتی انتشار اوراق سلف متناسب با فقه امامیه و قوانین و مقررات بازار سرمایه ایران را ارائه کرده و ضمن تأکید بر این موضوع که معامله‌های بازار اولیه این اوراق هیچ مشکلی ندارد، بیان می‌دارد که معامله‌های بازار ثانویه گرچه بر اساس موازین شریعت و قواعد عمومی معاملات قابل تصحیح است، اما بر اساس دیدگاه فقیهان

یادمی شود ولی باتوجه به ماهیت آن بهتر است نام «اوراق بهادار اسلامی» بر آن نهاد.<sup>۲۸</sup>

استاندارد شرعی شماره ۱۷ سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی<sup>۲۹</sup>، صکوک را اینگونه تعریف کرده است: «گواهی‌هایی با ارزش اسمی یکسان که پس از اتمام عملیات پذیره‌نویسی، بیانگر پرداخت مبلغ اسمی مندرج در آن توسط خریدار به ناشر است و دارنده آن مالک یک یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها، منافع حاصل از دارایی و یا ذی‌نفع یک پروژه یا یک فعالیت سرمایه‌گذاری خاص می‌شود». (پهلوان و رضوی، ۱۳۸۶: ۲۱). این تعریف با توجه به فقه اهل سنت تنظیم گردید. در فقه امامیه صکوک می‌تواند در یک معامله و قرارداد نظیر قرارداد استصناع به‌عنوان وسیله‌ای برای پرداخت وجوه انتشار یابد و پس از انتشار، دینی در ذمه انتشاردهنده آن تلقی گردد (نظرپور و خزائی، ۱۳۸۹: ۷).

هم اکنون در بازارهای جهانی شاهد روند فزاینده استفاده از صکوک هستیم، به‌طوری‌که برخی از کشورهای غربی برای جذب منابع کشورهای اسلامی، صکوک را که فاقد هرگونه شبهه ربوی است، منتشر و برای پروژه‌های سرمایه‌گذاری خود از آن استفاده می‌کنند. گرچه حجم این اوراق در ابتدا ناچیز بوده ولی به‌سرعت گسترش یافت.

حجم صکوک منتشر شده در جدول (۱)، نشان داده شده است. قابل ذکر است که ارقام ذکر شده در نمودار (۱)، تنها مربوط به صکوک منتشر شده در بازارهای بین‌المللی است. در صورتی‌که صکوک منتشر شده در بازارهای داخلی کشورها به آن اضافه شود، ارقام قابل ملاحظه‌ای مشاهده خواهد شد.

نماید، در ادامه پس از معرفی مختصر انواع اوراق بهادار موردنظر به بررسی این موضوع می‌پردازیم که کدام یک از هزینه‌های دولت را می‌توان توسط این ابزارها تأمین مالی نمود. هدف اصلی این بخش، معرفی آن دسته از اوراق بهادار اسلامی است که بیش‌ترین کاربرد را در تأمین مالی هزینه‌های دولت دارند؛ موضوعی که تا به حال به آن پرداخته نشده است.

مطالعات پیشین غالباً به معرفی یک ابزارهای مالی اسلامی پرداخته و جنبه‌های فقهی و حقوقی اوراق را مورد بحث قرار داده‌اند، لکن علی‌رغم معرفی ابزارهای مالی مختلف در چارچوب موازین شرعی، تاکنون مطالعه مدونی که نحوه تأمین مالی کسری بودجه دولت از طریق انتشار این اوراق را مورد بحث قرار داده باشد، مشاهده نشده است. بر این اساس، مقاله حاضر به دنبال مرتفع نمودن این خلأ اساسی بوده و به دنبال آن است تا با بهره‌گیری از نتایج مطالعات پیشین، کاربردپذیرترین ابزارهای مالی اسلامی (صکوک) در تأمین نیازهای مالی دولت را معرفی نموده و از طرفی نیازهای مالی دولت را از منظر سهولت در تأمین مالی به‌واسطه این اوراق رتبه‌بندی نماید.

## ۲-۲. جایگاه صکوک در تأمین مالی اسلامی

اصطلاح «صکوک» دراصل برگرفته از واژه عربی صک و آن نیز برگرفته شده از واژه فارسی چک است. صکوک یک ابزار مالی اسلامی جایگزین اوراق قرضه است و دارنده آن حق مشاعی از دارایی‌ها (اعم از مالی و فیزیکی) یا اموال معینی (که این اوراق در قبال آن‌ها منتشر شده) را در اختیار دارد و یا حکایت از دین مشخصی بر ذمه انتشاردهنده آن دارد، دینی که از یک فعالیت واقعی اقتصادی نشأت گرفته است. گرچه به‌طور معمول، به‌عنوان «اوراق قرضه اسلامی» از صکوک

جدول ۱. صکوک شرکتی و دولتی بین‌المللی منتشر شده، (میلیون دلار آمریکا).

نوع صکوک/سال	۲۰۰۱	۲۰۰۲	۲۰۰۳	۲۰۰۴	۲۰۰۵	۲۰۰۶	۲۰۰۷	کل
شرکتی	-	-	۸۰۰	۱۰۲۱	۲۷۸۱	۹۹۲۳	۸۲۶۰	۲۲۷۸۵
دولتی	۲۵۰	۸۰۰	۱۱۸۰	۱۰۰۰	۶۰۰	۱۳۵۰	۳۹۵۰	۹۱۳۰

گروه دیگر صکوک، صکوک انتفاعی هستند که به صورت زیر قابل تقسیم هستند:

(۱) صکوک مبتنی بر خرید و فروش دین: گروهی از اوراق بهادار اسلامی چون صکوک استصناع، مباحه و اسناد خزانه اسلامی از جهت بازدهی به گونه‌ای طراحی شده‌اند که خرید و فروش آن‌ها پس از انتشار اولیه نوعاً به کمتر از مبلغ اسمی درج شده بر اوراق براساس تنزیل دینی که آن اوراق حکایت از آن دین دارد، صورت می‌پذیرد و صاحب آن اوراق در مدت زمان مشخص به سود معینی که مابه‌التفاوت نرخ خریداری شده و مبلغ اسمی در سررسید است، دست می‌یابند.

(۲) صکوک مبتنی بر خرید و فروش دارایی: داد و ستد این نوع از اوراق بهادار اسلامی در بازار ثانویه، مبتنی بر خرید و فروش دارایی است، مانند صکوک اجاره و اجاره به شرط تملیک، مشارکت، مضاربه، مزارعه و مساقات. بازدهی این اوراق بسته به نوع عقدی که در آن‌ها به کار گرفته شده است می‌تواند ثابت یا متغیر باشد (برای عقود مبادله‌ای همچون اجاره ثابت و برای عقود مشارکتی چون مشارکت، مضاربه، مزارعه و مساقات متغیر).

(۳) صکوک مبتنی بر خرید و فروش منفعت: نمونه آن صکوک منفعت می‌باشد. صاحبان این اوراق در منفعت حاصل از استفاده از یک دارایی شریک هستند.

(۴) صکوک مبتنی بر خرید و فروش دارایی‌های آتی: خریدار این اوراق (صکوک سلف) در واقع، مالک دارایی خواهد بود که قرار است در آینده ساخته و تحویل وی گردد.

با توجه به انعطاف‌پذیری صکوک و قابلیت انتشار برای تأمین مالی انواع پروژه‌های اقتصادی و عمرانی،

رشد و توسعه بازار صکوک در چند سال اخیر، عمدتاً به دلیل نقش آن در ایجاد و گسترش سرمایه‌گذاری در طرح‌های سودآور و اقتصادی مطرح شده است. به این دلیل که تدارک ابزارهای مالی مناسب برای سرمایه‌گذاری از یک سو اسباب رشد اقتصادی را فراهم می‌آورد و از سوی دیگر موجب گسترش و توسعه بازارهای مالی اسلامی می‌شود که هر دو برای جوامع اسلامی امری لازم و حیاتی است. علاوه بر این صکوک قابلیت آن را دارد که به عنوان ابزاری برای کنترل نقدینگی و اعمال سیاست‌های انبساطی و انقباضی پولی مورد استفاده قرار گیرد.

کارکرد دیگری که برای صکوک قابل طرح است، استفاده از این ابزارهای مالی برای تأمین مالی کسری بودجه دولت می‌باشد. در صورت به‌کارگیری صکوک بدین منظور، می‌توان به کاهش تأمین مالی کسری بودجه دولت از طریق انتشار پول (استقراض از بانک مرکزی) امیدوار بود و می‌توان از بسط پایه پولی و تأثیر کسری بودجه بر تورم و سایر نابسامانی‌های اقتصادی جلوگیری نمود. به طور کلی می‌توان صکوک را به دو دسته کلی تقسیم نمود: صکوک غیرانتفاعی و صکوک انتفاعی.

از آن‌جا که انتشار صکوک غیرانتفاعی (نظیر صکوک وقف و یا قرض الحسنه) تنها با نیت خیرخواهانه بوده و ناشران و خریداران این اوراق با تملک این اوراق برای مدت زمانی معین، قصد دارند در امور خیرخواهانه‌ای چون وقف و قرض الحسنه که به واسطه انتشار این اوراق صورت می‌پذیرد، سهیم باشند، تأمین نیازهای مالی دولت آن‌گونه که مورد نظر این مقاله است، برای این اوراق امکان‌پذیر نبوده و لذا وارد تحلیل نخواهد شد.

خود را تأمین مالی کند (بیدآباد و الهیاری فرد، ۱۳۸۹: ۴).

دولت (وزارت‌خانه‌ها و شرکت‌های دولتی) جهت انجام مبادلات تجاری مانند خرید کالاها و خدمات، احداث طرح‌ها و پروژه‌های عمرانی، تأمین هزینه‌های جاری و همچنین پرداخت بدهی‌های پیشین خویش به سایر نهادها و بنگاه‌ها می‌تواند با شخصیت‌های حقیقی یا حقوقی وارد معاملات مدت‌دار شده و به‌جای پرداخت اسناد بدهی متعارف؛ مانند چک یا سفته، به آنان اسناد بدهی استاندارد شده به نام اسناد خزانه اسلامی تحویل دهد. طرف‌های تجاری دولت که به‌جای دریافت اسناد بدهی متعارف، اوراق خزانه دریافت کرده‌اند، می‌توانند تا سررسید منتظر بمانند و مبلغ اسمی اسناد را دریافت کنند و در صورتی که با محدودیت مالی روبه‌رو شوند و نیاز به پول نقد پیدا کنند، می‌توانند اوراق خود را در بورس یا دیگر بازارهای ثانویه به تناسب مدت باقی‌مانده تا سررسید با تنزیل عرضه کنند (بفروشند).

۳-۱-۲. ابزار صکوک اوراق استصناع در تأمین بودجه استصناع یا قرارداد سفارش ساخت، قراردادی است بین دو شخص اعم از حقیقی و حقوقی مبنی بر تولید کالایی خاص یا اجرای پروژه‌ای با ویژگی‌های مشخص در آینده که سفارش‌گیرنده متعهد می‌شود در ازای گرفتن مبالغ آن در زمان‌های توافق شده که بخشی از آن می‌تواند به‌صورت نقد و بخشی به‌صورت اقساط به تناسب پیشرفت فیزیکی کار و یا حتی مستقل از آن باشد، براساس زمان‌بندی کوتاه مدت یا بلندمدت مثلاً یک تا ده‌ساله، مواد اولیه و کالاهای مورد نیاز خود برای اجرای پروژه را مستقیماً خود تهیه و در زمان مشخص کالا یا پروژه مورد نظر را به سفارش‌دهنده تحویل دهد و سفارش‌دهنده نیز در صورت تطابق کامل پروژه با

بهره‌گیری از پتانسیل‌های این اوراق می‌تواند وجوه لازم برای پشتیبانی مالی از بخش‌های مختلف اقتصادی جامعه از جمله، صنایع، کشاورزی و خدمات را فراهم آورده و منجر به تأمین نیازهای مالی دولت در این بخش‌ها گردد. البته لازمه این امر اجرائی نمودن مباحث و تلاش‌های تئوریک محققان این حوزه است، چرا که با شناسایی کارکردهای اقتصاد اوراق قرضه تلاش شده تا حدود زیادی اوراق متناسب با آن کارکردها طراحی و خلأ ناشی از عدم انتشار این اوراق مرتفع گردد. طبق گزارش GCC<sup>۳۰</sup>، حجم انواع صکوک منتشرشده در فاصله سال‌های ۲۰۰۱ تا ۲۰۰۷ میلادی در بازارهای بین‌المللی بدین صورت بوده است که ۴۳٫۶ درصد اجاره، ۰٫۳ درصد سلم، ۲٫۲ درصد منفعت، ۲۷٫۵ درصد مشارکت، ۵ درصد مرابحه، ۱۸٫۴ درصد مضاربه، ۲٫۴ درصد استصناع و ۰٫۷ درصد گواهی اجاره بوده است.

### ۳. تحلیل

#### ۳-۱. صکوک و تأمین بودجه

#### ۳-۱-۱. ابزار صکوک اسناد خزانه اسلامی در تأمین بودجه

اسناد خزانه اسلامی، ابزاری مالی است که مبتنی بر بدهی دولت به نظام بانکی، ذی‌نفعان و تأمین‌کنندگان منابع بوده و به‌وسیله خزانه‌داری کل وزارت امور اقتصادی و دارایی منتشر می‌شود. دولت می‌تواند با انعقاد قراردادهای مربوط به مبادله‌های واقعی، اوراق بهادار خزانه را برای سررسید معین در اختیار بانک‌ها، پیمانکاران پروژه‌های کوتاه‌مدت یا تأمین‌کنندگان نیازهای جاری و به‌طور کلی طلبکاران دولت قرار دهد و از این راه نیازها و هزینه‌های جاری و کوتاه‌مدت

خریداران اوراق، صرفاً دینی را که بر اساس قرارداد بر ذمه بانی و به ملکیت سازنده یا پیمانکار آمده‌است را خریداری نموده، لکن مالک طرح یا کالای مورد نظر نیستند. با توجه به ماهیت اوراق استصناع، می‌توان نیازهای مالی دولت در زمینهٔ احداث طرح‌های عمرانی جدید و نیز تکمیل پروژه‌های عمرانی نیمه‌تمام برطرف نمود. از طرفی، در صورتی‌که دولت نیازمند تأمین کالاهای سرمایه‌ای که دارای ویژگی‌های خاص بوده، باشد، می‌تواند سفارش ساخت آن کالا را به پیمانکاران مورد نظر خود داده و اقدام به تأمین مالی ساخت کالای مورد نظر خود و لذا تأمین آن کالا نماید.

### ۳-۱-۳. ابزار صکوک اوراق مرابحه در تأمین بودجه

به‌خاطر اختلاف انواع اوراق مرابحه، نمی‌توان تعریف جامع و دقیقی از این اوراق بیان نمود؛ اما در نگاه عام می‌توان گفت: اوراق مرابحه، اوراق بهاداری است که دارندگان آن‌ها به صورت مشاع، مالک دارایی مالی (دینی) هستند که بر اساس قرارداد مرابحه حاصل شده‌است. این اوراق بازدهی ثابت داشته و قابل فروش در بازار ثانوی می‌باشد (پژوهشکده پولی بانکی، ۱۳۸۵: ۸). اوراق مرابحه مورد تأیید فقه شیعه را به‌طور کلی می‌توان به دو دسته تقسیم‌بندی نمود:

- اوراق مرابحه خرید دارایی: در این نوع، بانی برای تأمین مالی خود، اقدام به انتخاب یا تأسیس مؤسسه مالی به منظور خاص با عنوان واسط می‌کند. واسط با انتشار اوراق مرابحه از طریق شرکت تأمین سرمایه، وجوه سرمایه‌گذاران مالی (مردم) را جمع‌آوری کرده و به وکالت از طرف آنان کالای مورد نیاز بانی را از تولیدکننده (فروشنده) به‌صورت نقد خریداری و به‌صورت بیع مرابحهٔ نسبه به قیمت بالاتر به بانی می‌فروشد. بانی متعهد می‌شود که در سررسید مشخص،

مشخصات قید شده در قرارداد، آن را تحویل خواهدگرفت (کمبجانی و نظریور، ۱۳۸۶: ۲۲).

صکوک استصناع، گواهی‌هایی با ارزش اسمی یکسان می‌باشند که پس از اتمام عملیات پذیرهنویسی، بیانگر پرداخت مبلغ اسمی مندرج در آن توسط خریدار به ناشر بوده و دینی در ذمه انتشاردهنده آن تلقی می‌گردد.

صکوک استصناع، کارکردی نظیر اوراق قرضه اسلامی<sup>۳۱</sup>، با کوپن صفر دارد. اوراق قرضه با کوپن صفر، همان اوراق تنزیلی هستند. گرچه هیچ پرداخت سود یا کوپنی به آن تعلق نمی‌گیرد، نرخ سود در تفاوت بین قیمت اسمی اوراق و ارزش تنزیلی آن مستتر است. اوراق قرضه اسلامی در قالب قرارداد بیع انجام می‌شود. (صالح آبادی، ۱۳۸۵: ۱۱۵) همچنین صکوک استصناع، از جهاتی مثل توافقاتی بازخرید است. توافقاتی بازخرید قراردادی است که یک معامله‌گر سرمایه‌گذار که دارندهٔ اوراق بهادار است، این اوراق را به طرف دیگر معامله می‌فروشد و همزمان می‌پذیرد که بعداً آن را با قیمت معین و بالاتری بازخرید کند (هال، ۱۹۰: ۱۳۸۴).

در صکوک استصناع نیز انتشاردهنده ارزش فعلی قرارداد ساخت را نزد خود محاسبه می‌نماید و به جهت تأخیری که تا زمان سررسید در پرداخت وجوه دارد، مبلغ مندرج در سررسید را ارزش آینده قرارداد ساخت تعیین می‌کند. به همین جهت در اکثر انواع صکوک استصناع، خریدار می‌داند در زمان سررسید به میزان مبلغ اسمی درج شده دریافت خواهدداشت و این مبلغ بیش از مبلغی است که او از بازار خریداری نموده‌است و یا بر اساس آن قیمت با او رفتار شده‌است. از این جهت می‌توان صکوک استصناع را مشابه اوراق توافقاتی بازخرید تلقی نمود (نظریور و خزایی، ۱۳۹۱: ۱۹۰).

۳۱. از آن‌جا که در ماهیت اوراق قرضه، قرض همراه با زیاده نهفته‌است، اطلاق واژهٔ اسلامی به اوراق قرضه صحیح نمی‌باشد.



### ۳-۱-۴. ابزار صکوک اوراق اجاره/اجاره به شرط تملیک در تأمین بودجه

اوراق اجاره، اوراق بهاداری است که دارنده آن به صورت مشاع، مالک بخشی از دارایی می شود که براساس قرارداد اجاره واگذار شده است (موسویان و فراهانی فرد، ۱۳۸۵: ۷۸). روش کار در اوراق اجاره به این صورت است که مؤسسه مالی بعد از کسب مجوز لازم، اوراق بهاداری را تحت عنوان اوراق اجاره منتشر کرده و با واگذاری آن ها به مردم، منابع لازم را گرد می آورد؛ سپس با استفاده از آن منابع، کالاهای سرمایه ای و مصرفی بادوام را خریده، با قرارداد اجاره به متقاضیان وامی گذارد؛ سپس اجاره بهای آن ها را در سررسیدهای مقرر وصول کرده، به صورت سود در اختیار صاحبان اوراق قرار می دهد (مجتهد و حسن زاده، ۱۳۸۴: ۲۷۷).

با توجه به ماهیت اوراق اجاره، می توان از این اوراق در زمینه تأمین مالی خرید کالاهای سرمایه ای مورد نیاز دولت استفاده نمود. به این صورت که مؤسسه مالی ناشر اوراق اجاره می تواند با استفاده از منابع حاصل از واگذاری اوراق، کالاهای سرمایه ای مورد نیاز وزارتخانه ها، مؤسسه ها، نهادها و شرکت های وابسته به دولت و شهرداری ها را خریداری نموده و به صورت قرارداد اجاره در اختیار آنان قرار دهد؛ کالاهایی چون زمین، ساختمان، مدرسه، دانشگاه، هواپیما، کشتی، سد، اتوبان، پارک و ...

### ۳-۱-۵. ابزار صکوک اوراق مزارعه در تأمین بودجه

اوراق مزارعه، سند مالکیت مشاع دارندگان اوراق بر زمین یا زمین های زراعی معین است که به قرارداد مزارعه برای کشت و زرع واگذار شده است. فرآیند انتشار اوراق به این صورت است که یک شخصیت حقوقی مانند وزارت کشاورزی با مطالعه های اولیه و شناسایی اراضی مناسب زراعت، به تأسیس مؤسسه مالی خاص اقدام می کند؛ سپس آن مؤسسه با گرفتن مجوزهای لازم، متناسب با قیمت خرید و آماده سازی آن

قیمت نسبه کالا را از طریق شرکت تأمین سرمایه به دارندگان اوراق برساند. دارندگان اوراق می توانند تا سررسید منتظر بمانند و از سود مباحه استفاده کنند و یا قبل از سررسید اوراق خود را در بازار ثانوی به فروش برسانند.

- اوراق مباحه رهنی: در این روش، بانی که دارایی هایی را به صورت مباحه (فروش اقساطی) رهنی به بنگاه ها و خانوارها واگذار کرده است، می تواند با تبدیل کردن مطالبات حاصل از تسهیلات مباحه به اوراق بهادار، منابع خود را تجدید کند. برای این منظور، اقدام به تأسیس واسط می کند. واسط با انتشار اوراق مباحه، وجوه سرمایه گذاران را جمع آوری، سپس به وکالت از طرف آنان، قرض های حاصل از تسهیلات مباحه را به قیمت تنزیل یا زبانی خریداری می کند. بانی متعهد می شود که در سررسیدهای مشخص مبلغ اسمی قرض ها را از بدهکاران دریافت کرده و از طریق شرکت تأمین سرمایه به دارندگان اوراق برساند. دارندگان اوراق می توانند تا سررسید منتظر بمانند و از سود اوراق استفاده کنند و می توانند قبل از سررسید، اوراق خود را در بازار ثانوی بفروشند (موسویان، ۱۳۸۸: ۱۲).

با توجه به تعاریفی که از دو نوع اوراق فوق ارائه گردید، تنها می توان به انتشار اوراق مباحه خرید دارایی برای تأمین مالی هزینه های دولت توجه داشت؛ چرا که اوراق مباحه رهنی زمانی می تواند کاربرد داشته باشد که دولت در جایگاه بانی اوراق، از کسی طلبی داشته باشد و برای تبدیل به نقد کردن مطالبات خود، اقدام به انتشار اوراق مباحه رهنی نماید؛ اما از آن جایی که هدف مقاله، بررسی ابزارهای مالی اسلامی برای تأمین هزینه های دولت که در قسمت قبل بدان اشاره شد می باشد، اوراق مباحه رهنی مورد نظر نیست. با توجه به ماهیت اوراق مباحه، می توان هزینه های دولت در زمینه خرید کالاهای مصرفی و سرمایه ای را تأمین مالی نمود.

رویه تا زمانی که مؤسسه مالی منحل نشده، همه ساله تکرار می‌شود. همان‌گونه که از ماهیت این اوراق پیداست، به‌واسطه انتشار اوراق مساقات می‌توان منابع مالی مورد نیاز دولت برای توسعه بخش کشاورزی و تأمین کالاهای مصرفی مورد نیاز جامعه را فراهم نمود.

### ۳-۱-۷. ابزار صکوک اوراق مضاربه در تأمین بودجه

اوراق مضاربه، اوراق بهاداری است که بر اساس عقد مضاربه طراحی می‌شود. ناشر اوراق مضاربه با واگذاری اوراق، پول متقاضیان اوراق را جمع‌آوری کرده، در فعالیت اقتصادی سودآور (بازرگانی) به‌کار می‌گیرد و در پایان هر معامله یا پایان هر دوره مالی، سود را بر اساس نسبت‌هایی که روی اوراق نوشته شده، میان خود و صاحبان اوراق تقسیم می‌کند. دارندگان اوراق، نقش مالک و ناشر اوراق، نقش عامل قرارداد مضاربه را دارند.

اوراق مضاربه از نظر قلمرو، تابع قلمروی قرارداد مضاربه است. میان فقهای شیعه و اهل سنت در تبیین قلمروی عقد مضاربه، اختلاف وجود دارد. به اعتقاد مشهور فقهای شیعه، مضاربه به تجارت و بازرگانی اختصاص دارد و سایر فعالیت‌های اقتصادی، مانند زراعت، باغداری، دامپروری و صنعت را شامل نمی‌شود. در نقطه مقابل، برخی از فقهای شیعه و مشهور فقهای متأخر اهل سنت، به توسعه قلمروی عقد مضاربه در همه بخش‌های اقتصادی قائل هستند (بنی‌هاشمی، ۱۳۷۸: ۳۰۳-۳۰۲)؛ بنابراین اگر اوراق مضاربه بخواهد در کشوری مثل ایران منتشر شود و مخاطب عموم مردم قرار گیرد، به ناچار باید در قلمروی امور تجارت و بازرگانی باشد و شامل سایر بخش‌های اقتصادی نمی‌شود. برای آن بخش‌ها می‌توان از اوراق مشارکت، مزارعه، مساقات و یا دیگر اوراق بهادار اسلامی استفاده کرد (موسویان، ۱۳۸۶: ۴۴۴)؛ بنابراین اوراق مذکور تنها می‌توانند در زمینه خرید کالاهای مصرفی و سرمایه‌ای دولت به‌ویژه از طریق واردات تأثیرگذار باشند.

اراضی، اوراق مزارعه را منتشر و به‌وسیله بانک سرمایه‌گذاری در اختیار متقاضیان می‌گذارد. آن‌گاه با وجه‌های حاصل از واگذاری اوراق، آن اراضی را خریداری و برای زراعت آماده می‌کند، سپس اراضی را به قرارداد مزارعه به کشاورزان بدون زمین وامی‌گذارد تا روی آن زراعت کنند و در پایان سال زراعی، محصول به‌دست آمده را طبق قرارداد تقسیم کنند. مؤسسه مالی بعد از تحویل‌گرفتن سهم صاحبان اوراق از محصول، آن‌ها را در بازار می‌فروشد و سود حاصله را بین صاحبان اوراق تقسیم می‌کند. این رویه تا زمانی که مؤسسه مالی منحل نشده، همه ساله تکرار می‌شود (موسویان، ۱۳۸۶ الف: ۷۹). همان‌گونه که از ماهیت این اوراق پیداست، به‌واسطه انتشار اوراق مزارعه می‌توان منابع مالی مورد نیاز دولت برای توسعه بخش کشاورزی و تأمین کالاهای مصرفی مورد نیاز جامعه را فراهم نمود.

### ۳-۱-۶. ابزار صکوک اوراق مساقات در تأمین بودجه

اوراق مساقات سند مالکیت مشاع دارنده‌گان اوراق بر باغ یا باغ‌های معین است که به قرارداد مساقات جهت باغداری واگذار شده‌است. فرآیند انتشار در این اوراق شباهت فراوانی به اوراق مزارعه دارد. در این اوراق نیز یک شخصیت حقوقی فعال در بخش کشاورزی با مطالعه‌های اولیه و شناسایی اراضی مناسب باغداری، به تأسیس مؤسسه مالی خاص اقدام می‌کند سپس آن مؤسسه با گرفتن مجوزهای لازم، متناسب با قیمت خرید و آماده‌سازی باغ، اوراق مساقات منتشر و به‌وسیله بانک سرمایه‌گذاری در اختیار متقاضیان می‌گذارد. آن‌گاه با وجه‌های حاصل از واگذاری اوراق، آن اراضی را خریداری و برای باغداری آماده می‌کند، سپس باغ را به قرارداد مساقات به باغبانان وامی‌گذارد تا روی آن کار کنند و در پایان، محصول به‌دست آمده را طبق قرارداد تقسیم کنند، مؤسسه مالی بعد از تحویل‌گرفتن سهم صاحبان اوراق از محصول، آن‌ها را در بازار می‌فروشد و سود حاصله را بین صاحبان اوراق تقسیم می‌کند. این

**۳-۱-۸. ابزار صکوک اوراق جعاله در تأمین بودجه**

اوراق جعاله، اوراق مالکیت مشاع دارایی (کار یا خدمتی) است که براساس قرارداد جعاله تعهد انجام و تحویل آن شده است. بعد از پایان عمل (موضوع قرارداد جعاله)، صاحبان اوراق، مالک مشاع نتیجه عمل خواهند بود. نتیجه عمل ممکن است خدمت یا دارایی فیزیکی باشد (موسویان و همکاران، ۱۳۸۷: ۱۵۱). بر این اساس، از طریق انتشار اوراق جعاله می توان اقدام به تأمین مالی طرح های عمرانی جدید، تکمیل طرح های عمرانی نیمه تمام، خرید (پیمان سپاری) خدمات نمود. در این چارچوب دولت می توان در قالب قرارداد جعاله، واگذاری انجام یک عمل که ممکن است ساخت، تعمیرات باشد و یا انجام یک خدمت را به پیمانکار واگذار نموده و به پشتوانه این قرارداد جعاله، اقدام به انتشار اوراق جعاله نماید.

**۳-۱-۹. ابزار صکوک اوراق منفعت در تأمین بودجه**

اوراق منفعت اسناد مالی بهاداری هستند که بیانگر مالکیت دارنده آن بر مقدار معین خدمات یا منافع آینده از یک دارایی با دوام است که در ازای پرداخت مبلغ معینی به وی منتقل شده است؛ مانند گواهی حق اقامت در هتل معین برای روز معلوم، حق استفاده از خدمات آموزشی دانشگاه برای ترم یا سال معین، حق استفاده از یک ساعت پرواز به مقصد مشخص و حق استفاده از خدمات حج یا عمره برای سال معین (حبیبیان، ۱۳۸۴: ۷۶-۷۵).

دولت گاهی به نقدینگی احتیاج دارد و برای تأمین آن حاضر است بخشی از منافع آینده حاصل از دارایی های بادوام خود را از پیش واگذار کند. برای همین

منظور می توان از اوراق منفعت استفاده کرد؛ یعنی، دولت برای بخشی از منافع دارایی خود، اوراق منفعت منتشر و آن ها را در مقابل مبلغ معینی به متقاضیان واگذار کند. دارندگان اوراق می توانند صبر کنند و در زمان تعیین شده از آن دارایی بهره مند شوند؛ همان طور که می توانند قبل از رسیدن مدت اوراق مزبور آن را به دیگران واگذار کنند؛ بنابراین، از این طریق می توان منابع مالی مورد نیاز برای اجرای طرح های عمرانی جدید و تکمیل طرح های نیمه تمام را فراهم و در مقابل حق بهره برداری از دارایی های مذکور را برای مدت معین واگذار نمود.

**۳-۱-۱۰. ابزار صکوک اوراق سلف در تأمین بودجه**

برخی از دولت ها برای جبران کسری بودجه مورد نیاز خود به پیش فروش بین المللی محصولات و مواد خام اقدام می کنند، این کار باعث انتقال بخشی از ارزش افزوده ملی به خارج از کشور می شود. به ویژه زمانی که دولتی به علت نیاز مالی شدید احتیاج به تأمین مالی دارد و از طرف دیگر به علت وضعیت خاص سیاسی و اقتصادی قیمت فروش مواد خام پایین است. در این موردها دولت می تواند با انتشار اوراق سلف محصولات یا مواد خام را به مردم بفروشد. سپس در سررسید به وکالت از طرف صاحبان اوراق، محصولات یا مواد خام را به صورت نقد در بازارهای جهانی فروخته با صاحبان اوراق تسویه کند. به این ترتیب کسری بودجه دولت تأمین می شود و تفاوت قیمت نقد و سلف، در قالب سود اوراق سلف به مردم کشور می رسد. بر این اساس، هیچ یک از هزینه های مطرح شده برای دولت، از طریق انتشار این اوراق قابل تأمین مالی نیستند.

جدول ۲. درجه پوشش ابزارهای مالی برای بودجه

جمع کل	دامنه کاربرد (انعطاف‌پذیری)						صکوک	
	پروژه‌های جدید شده و سایر بهی‌ها	پروژه‌های تکمیل شده	خرید (پیمان‌سازی) خدمات (تقلید)	پرداخت هزینه‌های جاری (وجه تقلید)	تأمین کالا (مصرفی و سرمایه‌ای)	تکمیل طرح‌های عمرانی نیمه‌تمام	اجرای طرح‌های عمرانی جدید	
۶	+	+	+	+	+	+	اسناد خزانه اسلامی	خرید و فروش دین واقعی
۲	-	-	-	-	+	+	استصناع	
۲	-	-	-	-	+	+	اجاره/ اجاره به شرط تملیک	
۱	-	-	-	-	+	-	مزارعه	خرید و فروش دارایی
۱	-	-	-	-	+	-	مساقات	
۱	-	-	-	-	+	-	مضاربه	
۲	-	-	-	-	-	+	مشارکت	
۱	-	-	-	-	+	-	مراجعه	
۳	-	+	-	-	-	+	جعاله	
۲	-	-	-	-	-	+	منفعت	خرید و فروش منفعت
صفر	-	-	-	-	-	-	سلف	قراردادهای آتی
	۱	۲	۱	۷	۶	۶	جمع کل	

منبع: یافته‌های تحقیق

به این ترتیب، با انتشار این اوراق دولت می‌تواند هزینه‌های لازم برای اجرای پروژه‌های جدید و یا تکمیل پروژه‌های نیمه‌ساخته را تأمین مالی نماید. موارد مطرح شده در این قسمت را می‌توان در قالب جدول (۲)، خلاصه نمود. با توجه به جدول، اسناد خزانه اسلامی بیش‌ترین انعطاف را در میان سایر انواع اوراق بهادار اسلامی دارا هستند. به عبارتی کلیه نیازهای مالی دولت برای جبران کسری بودجه را می‌توان از طریق این اوراق تأمین مالی نمود. پس از این اوراق، اوراق استصناع و

### ۳-۱-۱۱. ابزار صکوک اوراق مشارکت در تأمین بودجه

اوراق مشارکت، اسناد و گواهی‌های دارای ارزش یکسان هستند و برای تجمیع وجوه لازم جهت راه‌اندازی طرح‌های جدید، توسعه طرح‌های موجود یا تأمین مالی کسب و کارهای مبتنی بر عقد شرکت استفاده می‌شوند. دارندگان اوراق به میزان سهم خود از مشارکت، مالک طرح و دارایی‌های آن می‌شوند.

درآمد نفت) و ایجاد بدهی (تعهد) تجهیز می شود. از طرف دیگر مصارف دولت نیز در سه قالب اصلی مخارج مصرفی (جاری و عمرانی)، سرمایه گذاری و بازپرداخت بدهی ها صورت می گیرد (جعفری صمیمی و همکاران، ۱۳۸۵: ۳۳).

### ۳-۳. درجه نیاز دولت به بازارهای پولی و مالی در بودجه الف- اجرای طرح های عمرانی جدید و تکمیل طرح های نیمه تمام:

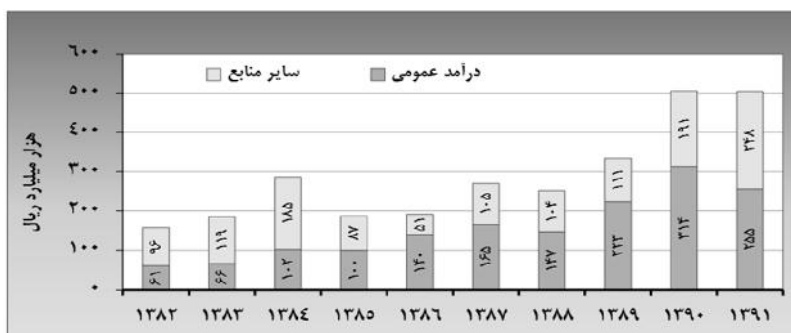
موضوع ساماندهی طرح های عمرانی جدید همواره در دستور کار دولت و مجلس شورای اسلامی بوده است. به طوری که از برنامه های پنج ساله توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی گذشته مورد پیگیری جدی قرار گرفته است. به عنوان نمونه، می توان به بند «ب» ماده (۵) قانون برنامه دوم، ماده (۶۲) قانون برنامه سوم و ماده (۳۲) قانون برنامه چهارم توسعه اشاره نمود. در ماده (۲۱۵) قانون برنامه پنجم توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی نیز مجدداً موضوع ساماندهی طرح های جدید مورد توجه قرار گرفته، به قسمی که شروع طرح های جدید در طول این برنامه منوط به تحقق دو شرط «تصویب مطالعات توجیهی فنی، اقتصادی، مالی و زیست محیطی و رعایت پدافند غیرعامل» و «برآورد دقیق و اطمینان از تأمین منابع مالی مورد نیاز» گردید (معاونت برنامه ریزی و نظارت راهبردی رئیس جمهور، ۱۳۹۱: ۵). بر این اساس، ایجاد ارتباط منطقی بین تعداد پروژه های عمرانی در دست اجرا و میزان اعتبارات مورد نیاز، شرط لازم برای اجرای پروژه های در نظر گرفته شده می باشد. مطابق گزارش معاونت برنامه ریزی و نظارت راهبردی رئیس جمهور، طی سال ۱۳۹۱ تعداد ۳۰۱۳ طرح عمرانی در سطح ملی به تصویب رسیده است که نسبت به سال های قبل از آن، با رشد مواجه بود.

جعاله از بیش ترین درجه انعطاف برخوردار هستند. سایر انواع اوراق بهادار در جایگاه های بعدی قرار می گیرند. در نهایت این که از طریق اوراق سلف هیچ یک از هزینه های مورد نظر را نمی توان تأمین مالی نمود. تأمین کالاهای مورد نیاز دولت به آسانی توسط انواع مختلف اوراق بهادار اسلامی تأمین مالی می شوند. منابع مالی مورد نیاز برای اجرای طرح های عمرانی جدید و تکمیل طرح های نیمه تمام به نسبت سایر هزینه های مورد نظر سهل الوصول تر هستند. به عبارت دیگر، دولت برای تأمین مالی این هزینه ها ابزارهای مالی بیشتری را در اختیار داشته و با محدودیت کمتری مواجه است.

### ۳-۲. بررسی انواع هزینه های دولت و نحوه تأمین مالی در بودجه ریزی متعارف

با تعریف کسری بودجه دولت در ایران و ارزیابی تأمین مالی از سال ۱۳۸۲ تا ۱۳۹۱، می توان نشان داد تأمین مالی بودجه در شرایط کسری از بازارهای مالی اسلامی با درجه انعطاف پذیری گسترده قادر است آثار منفی کسری بودجه را کاهش دهد. طبق تعریف بودجه عمومی دولت، در دو بخش درآمدها و پرداخت های عمومی ارائه می شود. بخش درآمدهای عمومی درآمد حاصل از مالیات، نفت و دیگر درآمدها و بخش پرداخت ها، اعتبارات جاری و عمرانی را در بر می گیرد. تفاوت میان درآمدهای عمومی و پرداخت ها به صورت کسری درآمدها نسبت به پرداخت ها در ذیل بخش درآمدها درج می شود. از نظر حسابداری، بودجه مانند هر تراز دیگری همیشه در تراز است؛ اما از نظر اقتصادی، منابع و مصارف دولت و دسته بندی های دو یا چندگانه آن ها، مفاهیمی مانند کسری بودجه یا مازاد بودجه را خلق می کند که می توان آن ها را از دیدگاه های گوناگونی تجزیه و تحلیل کرد. به طور کلی منابع دولت از محل درآمدهای مالیاتی، فروش دارایی و ثروت

شکل ۱. اعتبار مصوب طرح‌های عمرانی در سال‌های مختلف



منبع: معاونت برنامه‌ریزی و نظارت راهبردی ریاست جمهوری، ۱۳۹۲، ص ۲.

۱۳۹۱ می‌باشد (معاونت برنامه‌ریزی و نظارت راهبردی رئیس‌جمهور، ۱۳۹۲: ۹).

همان‌طور که در شکل (۱) مشاهده می‌شود، میزان اعتبارات طرح‌های عمرانی در طول سال‌های مختلف روندی رو به رشد داشته، لکن با توجه به سابقه موجود در این زمینه، دولت توان تأمین کلیه منابع در نظر گرفته شده برای اجرای طرح‌های عمرانی را نداشته و بخش قابل توجهی از آن قابل تأمین نیست. بر اساس گزارش خزانه‌داری کل، میزان پرداختی خزانه بابت تأمین اعتبار طرح‌های عمرانی ۳۵/۵ درصد اعتبار مصوب می‌باشد. قابل ذکر است که تخصیص اعتبار تنها در مورد اعتباراتی که محل تأمین آن‌ها درآمد عمومی است، مصداق دارد. اعتبارات سایر منابع متناسب با تحقق پیش‌بینی درآمدها توسط دستگاه‌های اجرایی هزینه می‌شود.

در سال ۱۳۹۱، سهم اعتبارات امور عمومی ۳/۴ درصد، امور دفاعی ۲ درصد، امور اجتماعی ۱۱/۴ درصد و امور اقتصادی ۸۳/۱ درصد می‌باشد. برای اجرای تمامی طرح‌های عمرانی در دست اجرا و به بهره‌برداری رساندن آن‌ها، مبلغ ۳۰۳۳/۷ هزار میلیارد ریال برآورد گردیده که با احتساب پرداختی سال‌های گذشته و مبلغی که در سال ۱۳۹۱ مبادله شده، حدود ۴۷/۳ درصد آن تأمین گردیده و باقیمانده در سال‌های آینده پرداخت خواهد شد (همان: ص ۳).

بر اساس برآوردهای صورت گرفته، اعتبار کل طرح‌های عمرانی در سال ۱۳۹۱ از محل درآمد عمومی حدود ۲۰۸۳/۸ هزار میلیارد ریال بوده که سهم طرح‌های جدید از این اعتبار حدود ۱۹۹/۱ هزار میلیارد معادل ۹/۵ درصد می‌باشد (همان: ص ۹). با توجه به حجم پروژه‌های عمرانی تصویب شده در سال‌های مختلف و نیاز به تأمین مالی هزینه‌های مترتب بر آن و از طرفی با عنایت به محدود بودن پایه مالیاتی و ناکارآمدی نظام مالیاتی کشور و همچنین آثار مخرب استقراض از بانک مرکزی، تأمین سرمایه طرح‌های مذکور یکی از مهم‌ترین دغدغه‌های دولت‌مردان و سیاست‌گذاران اقتصادی شمرده می‌شود و تصمیم‌های مربوط به شیوه‌های تأمین مالی، ساختار سرمایه و ترکیب سرمایه یکی از شاخص‌ترین ابزارهای تعیین عملکرد دولت و نظام مالی کشور است.

تکمیل طرح‌های نیمه‌تمام طی برآوردی که در سال ۱۳۹۲ در مورد این هزینه‌ها صورت گرفته است، برای اتمام پروژه‌های در دست اجرا اعتباری معادل ۱۵۹۸/۶ هزار میلیارد ریال در سال‌های آینده برآورد گردیده است. ۳۴/۹ درصد تعهدات مربوط به پروژه‌های شروع شده قبل از برنامه چهارم توسعه، ۳۱/۹ درصد آن متعلق به پروژه‌های شروع شده در طول برنامه چهارم توسعه، ۱۰ درصد مربوط به پروژه‌های سال ۱۳۸۹، ۳/۴ درصد مربوط به پروژه‌های سال ۱۳۹۰ و ۱۹/۹ درصد مربوط به پروژه‌های جدید سال

**جدول ۳. اجرای طرح های عمرانی جدید و نیمه تمام**

تعداد پوشش عقود	منفعت	جعاله	مشارکت	اجاره به شرط تملیک	استصناع	اسناد خزانه داری اسلامی
شش ابزارمالی	+	+	+	+	+	+

منبع: یافته های تحقیق

ب- **تأمین کالاهای مصرفی و سرمایه ای:** دولت از یک سو در جهت امور اجرایی خود نیازمند تأمین کالاهای متنوعی است و از سوی دیگر در اکثر مواقع به علت کسری بودجه و عدم منابع کافی در اختیار به

تأمین هزینه های خرید مربوطه به صورت نقد قادر نبوده و از طرفی تأمین آن ها ضروری و اولویت دارد. دولت در این مواقع می تواند اقدام به انتشار انواع صکوک در سررسیدهای متنوع نماید.

**جدول ۴. تأمین کالاهای مصرفی و سرمایه ای**

تعداد پوشش عقود	مراجه	مساقات	مزارعه	مشارکت	اجاره به شرط تملیک	استصناع	اسناد خزانه داری اسلامی
هفت ابزارمالی	+	+	+	+	+	+	+

منبع: یافته های تحقیق

ج- **خرید (پیمان سپاری) خدمات:** گاه دولت به منظور پیگیری هدف های توسعه ای خود نیازمند اجرای طرح ها و پروژه های عمرانی و نیز انجام برخی خدمات خاص است؛ اما دولت به هنگام رویارویی با کسری بودجه به انجام این امور به صورت مستقیم قادر نیست؛ بنابراین در چنین مواقع، دولت انجام این امور را به دیگران واگذار کرده و در برابر بدهی های خود به انتشار اوراق بهادار اسلامی اقدام می کند. در چنین مواقعی، دولت با وجود توان اجرایی بالای خود در برخی مواقع از انجام یکسری طرح ها و پروژه ها به صورت مستقیم امتناع می ورزد. علت این امر را

**جدول ۵. خرید (پیمان سپاری) خدمات**

تعداد پوشش عقود	جعاله	اسناد خزانه داری اسلامی
دو ابزارمالی	+	+

منبع: یافته های تحقیق

به‌همین منظور، امروزه گستره وسیعی از خدمات و محصولات در بازار مالی اسلامی از جمله صکوک معرفی شده که می‌توانند خلأ اوراق قرضه در تأمین کسری بودجه دولت را پر نماید.

۲- هزینه های دولت را می‌توان به این صورت تقسیم‌بندی نمود: (۱) اجرای طرح‌های عمرانی جدید، (۲) تکمیل طرح‌های عمرانی نیمه‌تمام، (۳) تأمین کالاهای مصرفی و سرمایه‌ای، (۴) هزینه‌های جاری، (۵) خرید (بیمان‌سپاری) خدمات، (۶) بدهی طرح‌های تکمیل شده قبلی و سایر بدهی‌ها.

۳- نتایج تحقیق حاکی از آن است که اسناد خزانه اسلامی بیش‌ترین انعطاف را در میان سایر انواع اوراق بهادار اسلامی دارا هستند. به عبارتی کلیه نیازهای مالی دولت برای جبران کسری بودجه را می‌توان از طریق این اوراق تأمین مالی نمود. پس از این اوراق، اوراق استصناع و جعاله از بیش‌ترین درجه انعطاف برخوردار هستند. سایر انواع اوراق بهادار در جایگاه‌های بعدی قرار می‌گیرند. در نهایت این‌که از طریق اوراق سلف هیچ یک از هزینه‌های مورد نظر را نمی‌توان تأمین مالی نمود.

۴- هزینه‌های مرتبط با خرید کالاهای مورد نیاز دولت با سهولت بیشتری تأمین مالی می‌شوند. هزینه‌های مرتبط با اجرای طرح‌های عمرانی جدید و هزینه تکمیل طرح‌های عمرانی نیمه‌تمام در رتبه‌های بعدی قرار دارند.

### منابع

احمدیان، اعظم و سراج، سودابه (۱۳۹۰). «نظام بودجه‌ریزی و بهبود محیط کسب‌وکار: آسیب‌شناسی سازوکارهای ایجاد تعهدات مالی در بخش عمومی». *فصلنامه تازه‌های اقتصاد*، شماره ۱۳۲، تابستان، ۵۴-۵۸.

بنی‌هاشمی خمینی، سیدمحمدحسن (۱۳۸۷). «توضیح‌المسائل مراجع عظام»، جلد ۲. قم: دفتر انتشارات اسلامی وابسته به جامعه مدرسین حوزه علمیه قم.

د- هزینه‌های جاری (وجه نقد): در برخی موارد دولت به عللی با کسری بودجه از نوع نقدینگی روبه‌رو می‌شود؛ به‌طور مثال، دولت به‌منظور پرداخت حقوق و عیدی کارمندان خود منابع نقدی لازم را ندارد یا در آینده نزدیک بخشی از تسهیلات دریافتی دولت سررسید شده و دولت منابع کافی جهت بازپرداخت آن‌ها ندارد. در این نوع کسری، دولت نیاز مبرم به وجوه نقد داشته و مشکل پیش‌رو به غیر از تأمین وجوه نقد راهکار جایگزینی ندارد. برای این متغیر یک ابزار مالی، اسناد خزانه‌داری پوشش مالی ایجاد می‌کند.

ه- تأمین بدهی‌های معوقه: یکی از مشکل‌های روبه رشد صاحبان کسب‌وکار در اقتصاد ایران، بدهی‌های بخش عمومی به آن‌هاست. بخش عمومی برای تأمین نیازهای خود به خرید کالاها و خدمات اقدام می‌کند. طرح‌های عمرانی از فعالیت‌هایی هستند که به شدت تحت تأثیر دیون معوق بخش عمومی قرار گرفته‌اند. از آن‌جا که دولت و نهادهای بخش عمومی بزرگ‌ترین کارفرمای طرح‌های عمرانی و اقتصادی کشور هستند، تعهدهای مالی وسیعی در بخش عمومی در برابر بخش خصوصی در این باره شکل گرفته‌است. بی‌انضباطی مالی در بخش عمومی و عدم پرداخت به موقع مطالبات بخش خصوصی در این ارتباط، پیامدهای متعدد و پرهزینه‌ای برای صاحبان کسب‌وکار دارد. برای این متغیر یک ابزار مالی، اسنادخزانه داری پوشش مالی ایجاد می‌کند.

### بحث و نتیجه‌گیری

مطالب ارائه‌شده در این مقاله را می‌توان بدین صورت جمع‌بندی نمود:

۱- مناسب‌ترین راه برای تأمین کسری بودجه دولت، انتشار اوراق قرضه است. لکن با توجه به ملاحظات شرعی، این ابزار تأمین مالی در جامعه اسلامی قابل پیاده شدن نیست.



- بیدآباد، بیژن و محمود، الهیاری فرد (۱۳۸۹). «اوراق قرضه غیرربوی (ریالی و ارزی) و ابزارهای پولی بانکداری مرکزی بدون ربا». گزارش پژوهشی.
- پژوهشکده پولی و بانکی (۱۳۸۵). «صکوک». تهران: پژوهشکده پولی و بانکی.
- پهلوان، حمید و رضوی، سید روح ... (۱۳۸۶). «اوراق صکوک: تعریف، انواع و ساختار». مدیریت پژوهشی توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار. گزارش پژوهشی.
- جعفری صمیمی، احمد؛ علیزاده، محمد و عزیزی، خسرو (۱۳۸۵). «بررسی رابطه بلندمدت کسری بودجه و عملکرد اقتصاد کلان در ایران: یک تحلیل نظری و تجربی». فصلنامه پژوهش های اقتصادی، دوره ۶، شماره ۴، ۲۵-۴۶.
- حبیبیان، مجید (۱۳۸۴). «درآمدی بر اوراق منفعت و مبانی شرعی آن». مجموعه مقالات چهارمین همایش دوسالانه اقتصاد اسلامی، تهران: دانشگاه تربیت مدرس.
- دورنبوش، رودریگر و فیشر، استنلی (۱۳۷۱). «اقتصاد کلان». ترجمه دادگر، یدا... و منجذب، محمد رضا. تهران: انتشارات سروش.
- صالح آبادی، علی (۱۳۸۴). «بررسی اوراق قرضه اسلامی در مالزی از دیدگاه فقه امامیه». فصلنامه پژوهشی دانشگاه امام صادق (ع)، شماره ۲۵، بهار، ۹۵-۱۱۳.
- صالح آبادی، علی (۱۳۸۵). «بازارهای مالی اسلامی». تهران: انتشارات دانشگاه امام صادق (ع).
- فراهانی فرد، سعید (۱۳۸۱). «سیاست های اقتصادی در اسلام». تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.
- فرجی، یوسف (۱۳۷۱). «پول، ارز و بانکداری». تهران: شرکت چاپ و نشر بازرگانی.
- (۱۳۸۸). «صکوک سلف؛ ابزاری مناسب برای تأمین مالی و پوشش ریسک». فصلنامه اقتصاد اسلامی، شماره ۳۳، بهار، ۷-۳۲.
- کمیجانی، اکبر و نظریپور، محمدنقی (۱۳۸۶). «تأمین مالی طرح های اقتصادی از طریق اوراق استصناع». مجموعه مقالات کنفرانس بین المللی تأمین مالی اسلامی، تهران: مرکز مطالعات دانشگاه صنعتی شریف.
- مجتهد، احمد و حسن زاده، علی (۱۳۸۴). «پول و بانکداری و نهادهای مالی». تهران: پژوهشکده پولی و بانکی.
- معاونت برنامه ریزی و نظارت راهبردی رئیس جمهور (۱۳۹۱). «گزارش وضعیت طرح های عمرانی ملی جدید در سال ۱۳۹۱». دفتر امور نظارت بودجه سرمایه ای، معاونت نظارت راهبردی.
- مقدسی، محمدرضا (۱۳۷۳). «سیاست های پولی: انتخاب ابزاری به عنوان جایگزین». تهران: معاونت امور اقتصادی وزارت امور اقتصادی و دارایی.
- موسویان، سیدعباس (۱۳۸۶). «صکوک مزارعه و مساقات؛ ابزاری مناسب برای توسعه بخش کشاورزی ایران». فصلنامه اقتصاد اسلامی، شماره ۲۶، تابستان، ۷۱-۹۵.
- (۱۳۸۶). «ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)». تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.
- (۱۳۸۸). «صکوک مراهجه، ابزار مالی مناسب برای بازار پول و سرمایه اسلامی». دوفصلنامه جستارهای اقتصادی، شماره ۱۱، بهار و تابستان، ۹-۳۱.
- موسویان، سیدعباس و فراهانی فرد، سعید. (۱۳۸۵). «اوراق بهادار اجاره (صکوک اجاره)». فصلنامه اقتصاد اسلامی، شماره ۲۴، زمستان، ۷۱-۹۳.
- موسویان، سیدعباس؛ کاوند، مجتبی و اسمعیلی گیوی، حمیدرضا (۱۳۸۷). «اوراق بهادار (صکوک) جعاله؛ ابزاری برای توسعه صنعت گردشگری». فصلنامه اقتصاد اسلامی، شماره ۳، زمستان، ۱۴۱-۱۶۹.
- موسویان، سیدعباس؛ نظریپور، محمدنقی و خزائی، ایوب (۱۳۹۰). «امکان سنجی فقهی انتشار اسناد خزانه اسلامی در بازارهای مالی اسلامی». فصلنامه اقتصاد اسلامی، شماره ۴۰، زمستان، ۸۷-۱۱۶.
- نظریپور، محمدنقی (۱۳۸۴). «اوراق بهادار استصناع (سفارش ساخت) ابزاری برای سیاست پولی». فصلنامه

- اقتصاد اسلامی، شماره ۲۰، زمستان، ۸۱-۱۱۰.
- نظریور، محمدنقی و خزایی، ایوب (۱۳۸۹). «پوشش ریسک صکوک استصناع در بازار بورس اوراق بهادار». *سیاست‌های اقتصادی نامه مفید*، شماره ۸۱، زمستان، ۳-۲۶.
- (۱۳۹۱ الف). «طراحی و بررسی انواع صکوک استصناع قابل انتشار در بورس اوراق بهادار». *پژوهش‌های اقتصادی ایران*، شماره ۵۲، پاییز، ۱۸۳-۲۰۱.
- (۱۳۹۱ ب). «بررسی عملیات بازارهای ثانویه اوراق بهادار اسلامی (صکوک)». *مجموعه مقالات همایش چالش‌های بازارهای مالی ایران و دیدگاه اقتصاد اسلامی*، پژوهشکده اقتصاد دانشگاه تربیت مدرس.
- هال، جان (۱۳۸۴). «مبانی مهندسی مالی و مدیریت ریسک». *ترجمه سیاح، سجاد و صالح آبادی، علی*. شرکت کارگزاری مفید. گزارش پژوهشی.

Ayub, M. (2007). "Securitization, Sukuk and Fund Management Potential to be Realized by Islamic Financial Institutions". *Kualalampure: The Book of International Islamic Finance Conference*.

Barro, R. J. (1990). "Government Spending in a Simple Model of Endogenous Growth". *Journal of Political Economy*, 98(5), 103-125.

Chapra, M. U. (1992). "Islam and the International Debt Problem. *The Journal of Islamic Studies*", 3(2), 214-232.

Chatterjee, S. & Turnovsky, S. J. (2007). "Financing Public Investment through Foreign Aid: Consequences for Economic Growth and Welfare". *Review of International Economics*, 13(1), 20-44.

Christie, T. A. L. & Rioja, F. K. (2012). "Debt and Taxes: Financing Productive Government Expenditures". E-File is available at: <http://www2.gsu>.

Easterly, W., Irwin, T. & Serven, L. (2007). "Waking up the Down Escalator: Public Investment and Fiscal Stability". Policy Research Working Paper Series, No. 4158, Washington, DC: World Bank. [edu/~ecofkr/papers/TCFR\\_paper.pdf](http://ecofkr/papers/TCFR_paper.pdf).

Espinosa-Vega, M. A. & Yip, C. K. (1999). "Fiscal and Monetary Policy Interactions in an Endogenous Growth Model with Financial Intermediaries". *International Economic Review*, 40(3), 595-615.

Futagami, K. Iwaisako, T. & Ohdoi, R. (2008). "Debt Policy Rule, Productive Government Spending and Multiple

Growth Paths". *Macroeconomic Dynamics*, 12(4), 445-462.

Ghali, K. H. (2003). "Government Spending, Budget Financing and Economic Growth: The Tunisian Experience". *Journal of Developing Areas*, 36(2), 19-37.

Greiner, A. & Semmler, W. (2000). "Endogenous Growth, Government Debt and Budgetary Regimes". *Journal of Macroeconomics*, Vol. 22, 363-384.

Hung, F. S. (2005). "Optimal Composition of Government public Capital Financing". *Journal of Macroeconomics*, Vol. 27, 704-723.

King, R. G. & Rebelo, S. (1990). "Public Policy and Economic Growth: Developing Neoclassical Implications". *Journal of Political Economy*, 98(5), 126-150.

Miller, S. M. & Russek, F. S. (1997). "Fiscal Structures and Economic Growth: International Evidence". *Journal of Economic Inquiry*, 35(3), 45-58.

Palovos, T. & Yip, C. K. (1995). "Government Expenditure Financing in an Endogenous Growth Model: A Comparison". *Journal of Money, Credit and Banking*, No. 27, 1159-1178.

Seddiqui, R. & Malik, A. (2001). "Debt and Economic Growth in South Asia". *The Pakistan Development Review*, 40(4), 677-688.

Turnovsky, S. J. (1996). "Optimal Tax, Debt and Expenditure Policies in a Growing Economy". *Journal of Public Economics*, Vol. 60, 21-44.