

رویکردی نوین در تامین مالی پروژه‌های شهری

میثم هاشم‌خانی*

سید محسن موسوی**

انتشار اوراق مشارکت به منظور تامین منابع مالی شهرداری‌ها در ایران، عمر بسیار کوتاهی داشته و تا به امروز به جز شهرداری‌های تهران و مشهد، سایر شهرداری‌های کشور بسیار به ندرت به انتشار اوراق مشارکت شهری به منظور تامین مالی پروژه‌های شهری پرداخته‌اند. با این وجود لازم به توجه است که انتشار «اوراق قرضه شهری (Municipal Bond)، سال‌هاست توسط بسیاری از شهرداری‌های شهرهای کوچک و بزرگ دنیا مورد استفاده قرار می‌گیرد و به عنوان یکی از منبع اصلی تامین منابع مالی پروژه‌های سودده شهری محسوب می‌شود. کم‌توجهی مدیریت شهری شهرهای ایران نسبت به تامین مالی پروژه‌های شهری از طریق قرض گرفتن مستقیم از شهروندان (در چارچوب فروش اوراق مشارکت شهری)، زمانی نگران‌کننده می‌شود که توجه کنیم هم‌اکنون ساخت و توسعه بسیاری از پروژه‌های عمرانی شهری، به‌رغم دارا بودن توجیه اقتصادی قوی و سوددهی مناسب، صرفاً به دلیل کمبود منابع مالی مرتباً به تعویق می‌افتند. در مقاله پیش رو، تلاش می‌شود تا شرحی اجمالی در مورد جزئیات مربوط به «اوراق مشارکت شهری» ارائه شود؛ به این امید که این مقاله، بتواند گام کوچکی در زمینه گسترش انتشار اوراق مشارکت شهری در ایران محسوب شود؛ ابزاری که می‌تواند به عنوان یکی از منابع تامین مالی سریع‌تر و آسان‌تر برای پروژه‌های شهری عمل نموده و بستر ساز خودکفایی مالی بیشتر شهرداری‌های کشور را فراهم سازد. اهمیت استقلال مالی شهرداری‌ها هم‌اکنون در بسیاری از کشورهای دنیا، شهرداری‌ها در جایگاه دولت‌های محلی قرار داشته و با هدف تمرکززدایی از فعالیت‌های دولت مرکزی، تصمیم‌گیری در مورد بسیاری از جنبه‌های اقتصادی هر شهر به طور کامل به شهرداری‌ها واگذار شده است. طبیعتاً شهرداری‌ها و دولت‌های محلی، هم برای تامین هزینه‌های جاری خود و هم به منظور تامین هزینه پروژه‌های عمرانی، نیازمند تامین منابع مالی هستند. در نگاه نخست، ممکن است گزینه دریافت بودجه از دولت

مرکزی، به عنوان روشی آسان برای تامین منابع مالی مورد نیاز شهرداری‌ها مطرح شود، اما واضح است که هر چه شهرداری‌ها و دولت‌های محلی در تامین منابع درآمدی خود مستقل‌تر از بودجه دولتی بوده و خودکفایی بیشتری در تامین منابع مالی مورد نیاز خود داشته باشند، ثبات سیاسی و مالی بیشتری خواهند داشت. منظور از ثبات سیاسی، آن است که وابستگی بودجه شهرداری‌ها (دولت‌های محلی) به کمک‌های مستقیم دولتی، مخصوصاً در مورد شهرهای بزرگ، امکان تلاش سیاستمداران دولتی برای تاثیرگذاری سیاسی بر تصمیمات شهرداری‌ها را افزایش می‌دهد. همچنین منظور از ثبات مالی آن است که هر چه منابع مالی شهرداری‌ها (دولت‌های محلی) مستقل‌تر از کمک‌های دولتی باشد، نوسانات درآمد شهرداری‌ها کمتر شده یا دست‌کم نوسانات مذکور تابع تصمیمات خارج از مجموعه شهرداری نخواهد بود. به این ترتیب شهرداری‌ها قادر خواهند بود پیش‌بینی دقیق‌تری از وضعیت درآمدی خود داشته و در نتیجه بسیار راحت‌تر برای آینده بلندمدت و میان‌مدت خود برنامه‌ریزی کنند. در مجموع می‌توان این‌طور گفت که استقلال درآمدی هر چه بیشتر شهرداری‌ها می‌تواند مقدمه استقلال سیاسی و مالی بالاتر آنها را فراهم ساخته و بستر ساز انتخاب سیاست‌های محلی مناسب توسط شهرداری‌ها و دولت‌های محلی باشد. به همین دلیل است که تعدادی از شهرداری‌های ایران، مانند شهرداری‌های بسیاری از شهرهای دنیا، کوشیده‌اند تا در مسیر خودکفایی مالی و بی‌نیاز شدن از کمک‌های مالی دولتی گام بردارند و به همین منظور شیوه‌هایی برای جذب منابع مالی غیردولتی را در پیش گرفته‌اند که یکی از این شیوه‌ها، ارائه طرح‌های متنوع سرمایه‌گذاری است. طبیعتاً به منظور جذب سرمایه اولیه مورد نیاز برای راه‌اندازی این پروژه‌های سرمایه‌گذاری، می‌توان روش‌هایی مانند گرفتن وام‌های بانکی و یا عرضه سهام پروژه‌های سودده شهری در بورس را مطرح نمود. اما مساله مهم این است که در شرایط فعلی ایران، هم سیستم بانکی و هم سیستم بورس به قدری ضعیف و توسعه‌نیافته هستند که به هیچ وجه نمی‌توان بر روی جذب مستمر، مطمئن و باثبات منابع مالی از این دو محل حساب باز کرد. از طرف دیگر، با توجه به دولتی بودن بخش عمده سیستم بانکی در ایران، تلاش شهرداری‌ها برای اخذ وام‌های هنگفت از بانک‌ها، محتاج درگیر شدن در یک فرآیند طولانی و طاقت‌فرسای چانه‌زنی با بخش‌های مختلف دولتی بوده و با هدف «خودکفایی مالی

شهرداری‌ها» در تضاد می‌باشد. علاوه بر مطالب فوق، باید توجه شود که حتی در اقتصادهایی با سیستم بانکی و بورس بسیار توسعه‌یافته و دارای سیستم بانکی کاملاً خصوصی (مانند آمریکا، کانادا و اتحادیه اروپا)، باز هم تامین منابع مالی مورد نیاز شهرداری‌ها از طریق بانک یا بورس چندان مرسوم نیست. در مقابل شهرداری‌ها و دولت‌های محلی، اغلب می‌کوشند که منابع مالی مورد نیاز برای پروژه‌های مختلف سرمایه‌گذاری خود را، از طریق فروش «اوراق قرضه شهری» تامین نمایند. به بیان دیگر، معمولاً اعتبار شهرداری‌ها در زمینه بازپرداخت تعهدات مالی ناشی از عرضه و فروش اوراق قرضه شهری، به اندازه‌ای بالا هست که شهرداری‌ها ترجیح می‌دهند به جای اینکه منابع مالی مورد نیاز خود را از طریق استقراض غیرمستقیم پس‌اندازهای شهروندان (با واسطه بانک‌ها) تامین نمایند، با تکیه بر انتشار و فروش اوراق مشارکت شهری به شهروندان، مستقیماً از خود مردم قرض بگیرند و به این ترتیب امکان تامین منابع مالی قابل توجه بدون نیاز به سپردن وثیقه یا چانه‌زنی‌های گسترده با سیستم بانکی را برای خود ایجاد نمایند. (HARRIS & PIWOWAR: 2004)

برای مثال در سال ۲۰۰۸، در بازار اوراق قرضه شهری آمریکا، اوراق قرضه بیش از ۵۰۰۰ شهرداری، فرمانداری و دولت محلی خرید و فروش می‌شده که مجموعاً ارزشی بالغ بر ۲۵۰۰ میلیارد دلار داشته است. همچنین بازار اوراق مذکور در آمریکا به قدری پررونق است که در سال ۲۰۰۸، نزدیک به ۲۷۰۰ موسسه واسطه‌گری مالی در آمریکا وجود داشته‌اند که خرید و فروش «اوراق قرضه شهری»، جزئی از فعالیت‌هایشان بوده است و میزان معاملات روزانه اوراق مذکور در آمریکا، بالغ بر ۱۱ میلیارد دلار می‌باشد (The Bond Market Association: 2008) [1]

یکی از دلایل رونق استفاده از اوراق مشارکت شهری، وجود امکان بالقوه فروش این اوراق به آن دسته از شهروندانی است که از آثار جانبی مثبت (Positive Externality) ناشی از اجرای پروژه‌های شهری بهره‌مند می‌گردند؛ وضعیتی که در صورت اطلاع‌رسانی مناسب در مورد آن، می‌تواند هم به افزایش فروش اوراق مشارکت شهری منجر شود و هم افزایش حس مشارکت شهروندان در پروژه‌های شهری را به همراه داشته باشد. به عنوان

نمونه، اگر شهرداری یک شهر بخواهد اوراق مشارکتی را به منظور احداث هر چه سریعتر یک خط جدید مترو به فروش برساند، تعداد زیادی از شهروندان آن شهر به طرق مختلف از اجرای سریعتر چنین پروژه‌ای نفع می‌برند: مثلاً افرادی که املاکی در حوالی ایستگاه‌های جدید مترو دارند، از افزایش ارزش املاکشان منتفع می‌شوند و یا افرادی که مسیر رفت و آمد روزمره‌شان بر مسیر خطوط متروی جدید منطبق است، خواهند توانست مسافرت‌های درونشهری خود را آسان‌تر و با سرعت بیشتری به انجام برسانند. طبیعتاً افراد مذکور، در صورتی که پس‌اندازی داشته باشند، انگیزه زیادی خواهند داشت که بخشی از این پس‌انداز را در خرید اوراق مشارکت فوق‌الذکر سرمایه‌گذاری نمایند، تا علاوه بر بهره‌مندی از سود این اوراق مشارکت، به تامین مالی و در نتیجه بهره‌برداری هر چه سریعتر خطوط جدید مترو کمک کرده و به این ترتیب از افزایش قیمت املاک و آسان‌تر شدن مسافرت‌های درونشهری خود نیز منتفع شوند. (M. R. Chalmers: 1998)

کلیاتی پیرامون وراق مشارکت شهری

در اصطلاح علم اقتصاد، اوراق قرضه (Bond)، به اوراق بهاداری گفته می‌شود که به موجب آن، صادر کننده اوراق (Issuer)، ملزم می‌شود تا مبالغ معینی را در تاریخ‌های معینی به مالکان (خریداران) اوراق مذکور پرداخت کند. «اوراق قرضه» در ساختار اقتصاد اسلامی، با ایجاد تغییراتی به منظور انطباق با چارچوب شرع مقدس اسلام، به «اوراق مشارکت» تبدیل شده است. لازم به توجه است که به‌رغم وجود تفاوت‌هایی بین جزئیات مربوط به «اوراق قرضه» و «اوراق مشارکت»، بخش قابل توجهی از تحلیل‌های مربوط به «اوراق قرضه» را می‌توان در تحلیل «اوراق مشارکت» به کار برد. صادرکننده اوراق قرضه یا اوراق مشارکت، ممکن است دولت ملی، دولت محلی، شهرداری یا یک بنگاه اقتصادی باشد که به چنین اوراقی به ترتیب اوراق قرضه خزانه (treasury bond)، اوراق قرضه شهری (Municipal bond) و اوراق قرضه شرکتی (Corporate bond) اطلاق می‌شود. اوراق مذکور که در واقع به منزله سند بدهی صادرکننده اوراق محسوب می‌شوند، دارای یک تاریخ سررسید (Maturity date) و نیز یک مبلغ اسمی (Face value) هستند که بر روی این اوراق درج شده‌اند. در تاریخ

سررسید، مالک اوراق قرضه، با تحویل اوراق به صادرکننده، معادل مبلغ اسمی درج شده بر روی اوراق را از صادرکننده اوراق دریافت می‌کند. این دریافت، آخرین دریافتی مالک اوراق خواهد بود و هر برگه اوراق قرضه، پس از گذشتن تاریخ سررسید، خود به خود باطل خواهد شد. از حیث سررسید، اوراق قرضه به سه دسته کوتاه‌مدت، میان‌مدت و بلندمدت تقسیم می‌شوند. سررسید اوراق کوتاه‌مدت بین یک تا پنج سال پس از فروش اولیه، سررسید اوراق میان‌مدت بین پنج تا ده سال و سررسید اوراق بلندمدت معمولاً بیش از ده سال پس از تاریخ فروش اولیه است. منظور از فروش اولیه (Initial offering)، فروش اوراق قرضه برای اولین بار توسط صادرکننده، در بازاری موسوم به بازار اولیه (Primary market) است، اما با توجه به اینکه بسیاری از خریداران اولیه اوراق قرضه، مایل نیستند که این اوراق را تا تاریخ سررسیدشان نگهدارند، امکان خرید و فروش مجدد این اوراق، در بازاری به نام بازار ثانویه (Secondary market) فراهم شده است. هم در بازار اولیه و هم در بازار ثانویه، اوراق قرضه درست مانند یک کالا، دارای عرضه و تقاضا هستند و بر اساس قیمت توافقی بین خریدار و فروشنده، به فروش می‌رسند (همان). همچنین اوراق قرضه و مشارکت، از حیث چگونگی پرداخت‌ها، به دو دسته کلی تقسیم می‌شوند: دسته نخست، اوراقی هستند که بر روی آن‌ها صرفاً تاریخ سررسید و نیز مبلغ اسمی درج شده و صادرکننده این اوراق فقط و فقط یک بار به مالک اوراق مبلغی را پرداخت می‌کند. طبیعتاً این یک بار پرداخت هم در تاریخ سررسید و معادل مبلغ اسمی اوراق خواهد بود، هر چند که ممکن است تا پیش از زمان سررسید اوراق، مالکیت آن‌ها چندین بار دست به دست شود. به چنین اوراقی که فقط دارای یک پرداخت در زمان سررسید هستند، اوراق قرضه بدون بهره (Zero coupon bond) اطلاق می‌گردد. دسته دوم اوراقی هستند که تعدادی کوپن بهره به همراه خود دارند. هر کوپن بهره دارای یک تاریخ سررسید جداگانه است و مالکین این نوع اوراق قرضه، در طول عمر اوراق، می‌توانند در فواصل زمانی مشخص، هر بار با ارائه یکی از کوپن‌های بهره، مبلغ درج شده مربوط به کوپن بهره را دریافت کنند. بدیهی است که در مورد این اوراق هم، در تاریخ سررسید، مالکین می‌توانند با تحویل اوراق به صادرکننده‌شان، مبلغ اسمی اوراق را دریافت نمایند. مبالغ مربوط به کوپن‌های بهره، معمولاً سالی یک بار (Annual) یا سالی دو بار (semiannual) یا به عبارت دیگر، ۶

ماه یک بار پرداخت می‌شوند و هم مبلغ این پرداخت‌ها و هم تاریخ پرداخت‌ها (شش ماه یک بار یا سالی یک بار)، هر دو بر روی اوراق قرضه مربوطه درج شده‌اند. واضح است که با فرض یکسان بودن تاریخ سررسید و نیز مبلغ اسمی، نوع دوم اوراق قرضه (اوراق دارای کوپن‌های بهره)، به دلیل اینکه در مجموع مبلغ دریافتی بیشتری عاید صاحبانشان می‌شود، هم در بازار اولیه و هم در بازار ثانویه، دارای قیمت‌های خرید و فروش بسیار گران‌تری نسبت به «اوراق قرضه بدون بهره (Zero coupon bond)» هستند (همان). نکته مهم در مورد اوراق قرضه این است که این اوراق قیمت مشخصی ندارند. در حقیقت قیمت این اوراق وابسته به بازار است. تنها چیزی که در مورد این اوراق مشخص است این است که در موعدی مقرر، صادرکننده اوراق، آن را با قیمتی خاص (معادل قیمت اسمی درج شده بر روی اوراق) می‌خرد، بنابراین قیمت خرید و فروش این اوراق، چه در بازار اولیه و چه در بازار ثانویه، کاملاً وابسته به شرایط عرضه و تقاضا بوده و عمدتاً تابعی از تخمین فروشندگان و خریداران بالقوه این اوراق از میزان تورم و کاهش ارزش پول و نیز ریسک عدم پرداخت یا تاخیر در پرداخت مبالغ تعیین‌شده توسط صادرکننده می‌باشد. در واقع خرید و فروش اوراق قرضه و مشارکت، کاملاً مشابه خرید و فروش کالا بوده و همان‌طور که قیمت کالا، هر لحظه می‌تواند در بازار تغییر کند، قیمت خرید و فروش اوراق قرضه نیز تابع شرایط بازار است و تغییر تخمین فعالان بازار از میزان تورم یا تغییر تخمین آنها از میزان ریسک عدم بازپرداخت یا تاخیر در بازپرداخت مبالغ درج شده روی اوراق، منجر به تغییر قیمت خرید و فروش اوراق مذکور می‌گردد.

امتیازات به کارگیری اوراق مشارکت شهری

برای تامین منابع مالی شهرداری‌ها

یکی از اهداف اقتصادی مهم دولت‌های محلی و شهرداری‌ها در سراسر دنیا، این است که بتوانند از جهت تامین مالی، تا حد ممکن از دولت مستقل باشند. باید توجه داشت که شهرداری‌ها به سبب نوع هزینه‌هایی که دارند، اغلب نیازمند جذب سرمایه‌های عظیمی برای راه‌اندازی پروژه‌های شهری هستند. طبیعتاً اگر قرار باشد که این

حجم قابل توجه سرمایه، بدون دریافت کمک‌های دولتی تامین شود، یکی از مهم‌ترین راه‌ها استفاده مستقیم یا غیرمستقیم از پس‌اندازهای شهروندان است. بالتبع در کشوری مانند ایران، موانع دیگری مانند بوروکراسی عریض و طویل و بسیار زمانبر در فرآیند اخذ وام‌های بانکی و نیز دولتی بودن بخش عمده سیستم بانکی (که باعث تناقض استفاده از وام بانکی، با هدف استقلال مالی شهرداری‌ها از دولت می‌باشد)، منجر به این می‌شوند که استفاده از وام‌های بانکی توسط شهرداری‌ها، باز هم نامطلوب‌تر به نظر برسد. بنابر توضیحات فوق، بدیهی است که قرض گرفتن مستقیم و بدون واسطه از خود شهروندان، برای شهرداری‌ها به مراتب مطلوب‌تر بوده و راه قرض گرفتن مستقیم از مردم هم فروش انواع اوراق قرضه و مشارکت است، اما باید توجه داشت که منافع گسترده ناشی از قرض گرفتن مستقیم از خود مردم و درگیر نشدن با واسطه‌های مالی از قبیل بانک‌ها، باعث می‌شود که هم دولت‌های مرکزی، هم شهرداری‌ها و دولت‌های محلی و هم کلیه بنگاه‌های اقتصادی، به دنبال آن باشند که با عرضه اوراق قرضه و مشارکت، مستقیماً از خود مردم وام بگیرند و به این ترتیب نیازهای تامین مالی کوتاه‌مدت و بلند مدت خود را پوشش دهند. درست به همین دلیل است که برای مثال در کشوری مانند آمریکا، به‌رغم وجود سیستم بانکی و همچنین بورس بسیار پیشرفته، بازار انواع اوراق قرضه نیز بسیار پررونق می‌باشد؛ از اوراق قرضه دولتی گرفته تا اوراق قرضه شهری (منتشره توسط شهرداری‌ها) و نیز اوراق قرضه منتشره توسط شرکت‌ها. به این ترتیب مثلاً در سال ۲۰۰۸، بیش از ۲۵۰۰ میلیارد دلار «اوراق قرضه شهری»، نزدیک به ۳۷۰۰ میلیارد دلار «اوراق قرضه دولتی» و حدود ۵۰۰۰ میلیارد دلار «اوراق قرضه شرکتی» (منتشر شده توسط شرکت‌های آمریکایی و نیز غیرآمریکایی) در بازار اوراق قرضه آمریکا خرید و فروش می‌شده است. (The Bond Market Association: 2008).

به این ترتیب بازار عرضه اوراق قرضه و مشارکت، بازار بسیار پرقابتی است و عرضه‌کنندگان مختلف، از زیرمجموعه‌های مختلف دولت ملی و دولت‌های محلی گرفته، تا کمپانی‌های معتبر اقتصادی، می‌کوشند که خریداران بالقوه را ترغیب کنند تا میزان هر چه بیشتری از اوراق قرضه آنان را خریداری کنند و به این ترتیب

بتوانند از مزایای مختلف ناشی از قرض گرفتن مستقیم و بدون دخالت واسطه‌های مالی و بانک‌ها بهره‌مند گردند. بالتبع هر چه عرضه‌کننده اوراق قرضه، سود بالاتری را پیشنهاد نماید، سوابق روشن و اعتبار زیادتری در پرداخت به موقع مبالغ سررسید و نیز کوپن‌های بهره داشته باشد و همچنین زیرساخت‌های گسترده‌تر و شفاف‌تری برای خرید و فروش اوراق مذکور در بازار ثانویه، پیش از تاریخ سررسید وجود داشته باشد، استقبال شهروندان از خرید اوراق مربوطه بیشتر خواهد بود و در نتیجه عرضه‌کننده این اوراق خواهد توانست میزان بیشتری از این اوراق را بفروشد و منابع مالی بیشتری را از این طریق فراهم سازد.

عوامل موثر بر استقبال شهروندان از خرید

اوراق مشارکت شهری

با توجه به توضیحات ارائه شده در قسمت‌های قبل، می‌توان نتیجه گرفت قرض گرفتن مستقیم شهرداری‌ها از خود شهروندان که با مکانیزم فروش اوراق مشارکت شهری صورت می‌گیرد، برای شهرداری‌ها مزایای زیادی را به همراه دارد؛ مزایایی همچون بی‌نیازی از سپردن وثیقه‌های سنگین بانکی، افزایش استقلال مالی و نیز افزایش حس مشارکت شهروندان در پروژه‌های شهری. به همین دلیل شهرداری‌ها بسیار راغبند که تا حد ممکن، بخش بزرگتری از نیازهای مالی خود را به وسیله فروش اوراق قرضه شهری تامین نمایند. اما برای تحلیل دلایل موفقیت شهرداری‌های بسیاری از شهرهای مهم دنیا در فروش مقادیر قابل توجه اوراق قرضه شهری، باید به بررسی عوامل استقبال شهروندان از خرید اوراق مشارکت شهری توجه نمود. کلیدی‌ترین این عوامل به طور خلاصه عبارتند از: سود مناسب اوراق، اعتبار بالای صادرکننده اوراق و نقدشوندگی بالا.

عامل اول: سود مناسب

در مورد عامل اول (سود مناسب)، باید توجه شود که در حال حاضر در بازارهای پیشرفته اوراق قرضه، به هیچ وجه عرضه‌کننده اوراق، قیمت مشخصی را برای فروش اوراق مذکور تعیین نمی‌کند و قیمت خرید و فروش این

اوراق توسط مکانیزم عرضه و تقاضا تعیین می‌شود. عدم قیمت‌گذاری و واگذاری تعیین قیمت به مکانیزم عرضه و تقاضا، خود به خود منجر به ایجاد حاشیه سود مناسب برای خریداران اوراق خواهد شد. برای مثال در مورد «اوراق قرضه فاقد کوپن بهره» (Zero coupon bond)، عرضه‌کننده اوراق صرفاً تعدادی اوراق قرضه با تاریخ سررسید و نیز «مبلغ اسمی» (Face value) مشخص را منتشر کرده و آن‌ها را برای فروش عرضه می‌کند. مثلاً فرض کنید شهرداری نیویورک در ماه ژانویه سال ۲۰۰۹، تعداد یک میلیون برگه اوراق قرضه فاقد کوپن بهره چاپ می‌کند که روی هر برگه تاریخ سررسید یکم ژانویه سال ۲۰۱۰ و مبلغ اسمی ۵۰۰۰ دلار درج شده است. به این ترتیب شهرداری نیویورک متعهد می‌شود که در تاریخ یکم ژانویه سال ۲۰۱۰ و یک سال پس از تاریخ صدور اوراق، هر برگه از اوراق قرضه مذکور را در ازای پرداخت مبلغ ۵۰۰۰ دلار از مالک آن خریداری نماید. پس از عرضه این اوراق در بازار اوراق قرضه، درست مانند یک کالا، تعیین قیمت آن به مکانیزم عرضه و تقاضا واگذار می‌شود. بدیهی است که خریداران بالقوه، برای تعیین قیمت خرید اوراق، اتوماتیک‌وار مبلغی معادل تخمین خود از تورم یک سال آینده را، از مبلغ اسمی درج شده روی اوراق کسر نموده و مبلغی را هم به عنوان پوشش ریسک ناشی از تاخیر یا عدم بازپرداخت مبلغ اسمی توسط شهرداری نیویورک کسر می‌کنند. اکنون اگر قیمت ابتدایی تعیین‌شده از سوی شهرداری نیویورک، بیش از مبلغی باشد که شهروندان حاضر به پرداخت آن هستند، بخشی زیادی از اوراق قرضه به فروش نمی‌رود. به این ترتیب شهرداری نیویورک متوجه می‌شود که سود ناشی از خرید اوراق مذکور توسط شهروندان، برای پوشش کاهش ارزش پول و نیز پوشش ریسک کافی نیست. در چنین شرایطی شهرداری نیویورک، (درست مانند یک بنگاه تولیدی که با مشاهده فروش نرفتن محصولاتش اقدام به کاهش قیمت محصولاتش می‌کند)، اقدام به کاهش قیمت فروش اوراق قرضه می‌نماید و این کاهش قیمت تا آنجایی ادامه می‌یابد که همه یک میلیون برگه اوراق قرضه به فروش برسد. به این ترتیب می‌توان مطمئن بود که با ایجاد انعطاف در قیمت فروش اوراق قرضه، می‌توان شرایطی را فراهم نمود که خریداران اوراق، سود مناسبی برای جبران کاهش قدرت خرید پول خود و نیز پوشش ریسک ناشی از تاخیر یا عدم بازپرداخت مبلغ اسمی اوراق به دست آورند. حالا فرض کنیم که تورم یک سال آینده معادل ۳ درصد

پیش‌بینی شود. در این شرایط منطقی به نظر می‌رسد که شهرداری نیویورک برای فروش رفتن اوراق قرضه، قیمت فروش را تا حدود ۴/۵ الی ۵/۵ درصد کمتر از قیمت اسمی ۵۰۰۰ دلاری اوراق پایین بیاورد و مثلاً قیمت فروش هر برگه را در حدود ۴۷۵۰ دلار تعیین نماید. اکنون اگر در قیمت ۴۷۵۰ دلار، بخش عمده آن یک میلیون برگه اوراق قرضه به فروش نرسند، نتیجه می‌گیریم که مشکل فروش رفتن اوراق، ناشی از فقدان اولین عامل (سوددهی مناسب) نیست و علت فروش رفتن اوراق را در نقصان دو عامل بعدی، یعنی کم بودن اعتبار صادرکننده اوراق، و نیز نقدشوندگی پایین اوراق جست‌وجو کرد.

عامل دوم: اعتبار مالی بالا و خوشنامی صادرکننده اوراق

در مورد عامل دوم (اعتبار مالی بالا و خوشنامی صادرکننده اوراق)، باید توجه نمود که مهم‌ترین مزیت شهرداری‌ها در فروش اوراق قرضه و مشارکت، دقیقاً به همین مساله برمی‌گردد. در واقع یکی از مهم‌ترین نکات تاثیرگذار بر میزان استقبال یا عدم استقبال خریداران بالقوه از خرید اوراق قرضه، مساله ریسک است. اما چگونه ریسکی در خرید این اوراق وجود دارد؟ اوراق قرضه در حقیقت سندی است که در ازای آن، صادرکننده تضمین کرده است تا در موعد مشخصی که بر روی برگه اوراق قرضه قید شده (تاریخ سررسید)، آن برگه را به قیمتی معین که باز بر روی برگه ثبت شده (یعنی قیمت اسمی)، از مالک اوراق بخرد. اکنون مالک این اوراق باریسک مربوط به امکان تاخیر یا حتی عدم بازپرداخت مبلغ اسمی در تاریخ سررسید مواجه است. طبیعتاً بخشی از این ریسک به امکان ورشکستگی عرضه‌کننده اوراق قرضه، پیش از فرارسیدن تاریخ سررسید برمی‌گردد. شهرداری‌ها این مزیت بزرگ را نسبت به کمپانی‌های اقتصادی دارند که تقریباً ورشکستگی در مورد آن‌ها بی‌معنا است، و یا دستکم می‌توان گفت که احتمال ورشکستگی یک شهرداری، نسبت به امکان ورشکستگی یک کمپانی اقتصادی بسیار کمتر است. دلیل این مساله آن است که ثبات منابع درآمدی یک شهرداری خیلی بیشتر از ثبات درآمدهای یک کمپانی اقتصادی می‌باشد. (K. Raman: 1981)

برخی از دلایل دور از ذهن بودن ورشکستگی شهرداری‌ها عبارتست از: پشتوانه بهره‌مندی از درآمدهای مستمر و

غیر کاهشی ناشی از عوارض و مالیات، پشتوانه بهره‌مندی از درآمد مستمر و غیرکاهشی ناشی از تغییر کاربری زمین، امکان بالقوه تملک زمین‌های فاقد مالک توسط شهرداری‌ها، و در نهایت امکان بالقوه بهره‌گیری از کمک مالی دولت مرکزی، در شرایطی که شهرداری‌ها و دولت‌های محلی با مشکلات مالی بسیار بحرانی مواجه شوند. بالقوه شهرداری‌ها خدمات ارائه می‌کنند و سرمایه آن‌ها عمدتاً زمین است. ورشکستگی برای هیچ یک از این دو معنایی ندارد. نکته دیگر آن است که با فرض عدم بروز اتفاقات بسیار نادری همچون انقلاب، می‌توان با تقریب خوبی عمر شهرداری‌ها را ابدی فرض کرد. در واقع در شرایط عادی محال است که بنگاهی بتواند یا حتی بخواهد با شهرداری یک شهر رقابت کند و جای شهرداری را بگیرد. به عبارت دیگر شهرداری‌ها در کسب بخش عمده منابع درآمدی خود (مانند درآمدهای ناشی از مالیات و عوارض، درآمد ناشی از تغییر کاربری زمین، درآمد ناشی از تملک اراضی فاقد مالک)، کاملاً بدون رقیب هستند و از نوعی انحصار مشروع برای کسب درآمدهای مذکور بهره می‌گیرند. به این ترتیب، استمرار و ثبات منابع درآمدی و نیز عمر همیشگی شهرداری‌ها، به خریداران اوراق قرضه شهری این اعتماد را می‌دهد که حتی اگر شهرداری در تاریخ سررسید، مبلغ اسمی اوراق قرضه را پرداخت نکند، سرانجام مبلغ مذکور را پرداخت می‌کند. در واقع اگرچه ریسک تاخیر در بازپرداخت مبلغ اسمی اوراق قرضه شهری وجود دارد، اما ریسک عدم بازپرداخت نزدیک به صفر است. (برای توضیح بیشتر مراجعه شود به Hempel: 1972 و نیز K. Raman: 1981 در اینجا بد نیست به این نکته اشاره شود که در آمریکا، یعنی کشوری که بیشترین میزان عرضه اوراق قرضه شهری در آن رواج دارد، در طول پنجاه سال اخیر، هیچ‌گاه اتفاق نیفتاده که یک شهرداری بخشی از تعهدات مربوط به اوراق قرضه خود را پرداخت نکند؛ هر چند که پرداخت چیزی نزدیک به یک درصد از مبالغ تعهدشده، با اندکی تاخیر همراه بوده است. (۲). اهمیت این مساله زمانی بهتر درک می‌شود که توجه کنیم در حال حاضر، در بازار اوراق قرضه شهری آمریکا، اوراق قرضه مربوط به بیش از ۵۰۰۰ شهرداری (از شهرداری‌های کوچک‌ترین شهرها گرفته تا شهرداری‌های مرکزی و نیز شهرداری‌های منطقه‌ای در شهرهای بسیار بزرگی مانند نیویورک) خرید و فروش می‌شود و مجموع ارزش این اوراق در سال ۲۰۰۸ بالغ بر ۲۵۰۰ میلیارد دلار بوده است.

عامل سوم: نقدشوندگی بالا و سهولت خرید و فروش اوراق

بسیاری از پژوهش‌های اخیر تاکید می‌کنند که نقدشوندگی بالا، سهولت و کم‌هزینه بودن خرید و فروش انواع اوراق قرضه و مشارکت در بازار ثانویه و نیز وجود شفافیت و گستردگی دسترسی عامه مردم به آمارهای مربوط به قیمت‌های خرید و فروش در بازار ثانویه، تاثیر بسیار تعیین‌کننده‌ای در افزایش استقبال شهروندان از خرید این اوراق دارد که این تاثیر در خصوص «اوراق قرضه و مشارکت شهری» بسیار چشمگیرتر می‌باشد. (B. Biais & R. Green: 2007).

علی‌الخصوص باید توجه شود که در بسیاری از موارد، برای راه‌اندازی پروژه‌های بزرگ شهری از قبیل گسترش خطوط مترو، افزایش جاده‌های درون‌شهری یا نوسازی و بهسازی بافت‌های مسکونی و تجاری در قسمتی از شهر، نیاز به منابع مالی با دوره بازپرداخت نسبتاً بلندمدت وجود دارد. به این ترتیب اوراق مشارکتی که برای تامین مالی پروژه‌های مذکور منتشر می‌شوند، به ناچار تاریخ سررسید طولانی‌ای خواهند داشت. به نحوی که در حال حاضر بسیاری از شهرداری‌های معتبر دنیا، اوراق قرضه شهری با تاریخ‌های سررسید پنج-ساله، ده‌ساله یا حتی بیشتر را عرضه می‌کنند. طبیعتاً بسیاری از مشتریان بالقوه اوراق قرضه ده‌ساله، به هیچ وجه راغب نیستند که برای دریافت اصل و سود پول خود مدت ده سال صبر کنند و اغلب آنان راغبند که پیش از اتمام ده‌سال، تمام یا بخشی از پول خود را به صورت نقد دریافت نمایند. در واقع اگر امکان نقد کردن تمام یا بخشی از مبلغ پرداختی برای خرید اوراق، قبل از رسیدن زمان سررسید فراهم نباشد، بسیاری از مشتریان بالقوه از خرید اوراق چشم‌پوشی خواهند نمود. در چنین شرایطی است که وجود پتانسیل خرید و فروش اوراق پیش از فرا رسیدن تاریخ سررسیدشان، اهمیت بسیار زیادی می‌یابد. ایجاد بازار ثانویه (Secondary market) برای خرید و فروش اوراق قرضه و مشارکتی که هنوز تاریخ سررسیدشان فرا نرسیده، با چنین هدفی صورت گرفته است. واسطه‌های مالی (intermediaries) فعال در بازار ثانویه، می‌کوشند تا عرضه و تقاضای مربوط به خرید و فروش انواع اوراق قرضه و مشارکت را، با هم جفت و جور (Match) کرده و از این بابت کارمزد (Fee) دریافت نمایند. بدیهی است

که هر چه رقابت میان واسطه‌های مالی فعال در بازار ثانویه اوراق مشارکت شهری بیشتر باشد، خریداران و فروشندگان اوراق مذکور خواهند توانست با مدت انتظار کمتر و نیز با پرداخت کارمزد کمتر، به خرید و فروش اوراق مشارکت شهری، قبل از فرا رسیدن زمان سررسیدشان اقدام نموده و اوراق خود را نقد کنند. همچنین هر چه زمان و هزینه (کارمزد) مربوط به نقد کردن اوراق مذکور کمتر باشد، مالکین این اوراق خواهند توانست در زمان نیازشان به پول نقد، با سهولت بیشتری اوراق خود را به فروش برسانند. به این ترتیب با کاهش هر چه بیشتر ریسک ناشی از «نقد شدن مشکل اوراق در هنگام احتیاج به پول نقد»، می‌توان انتظار داشت که استقبال بیشتری از خرید اوراق مشارکت شهری صورت بگیرد. درست به همین دلیل است که برخی از پژوهش‌های اخیر، ریسک ناشی از «نقد شدن دشوار اوراق قرضه و مشارکت در زمان نیاز مالکین این اوراق به پول نقد» را، هم‌ارز ریسک ناشی از «عدم بازپرداخت یا تاخیر در بازپرداخت مبلغ اسمی اوراق در تاریخ سررسیدشان، توسط صادرکننده» دانسته‌اند و بر تلاش به منظور کاهش هر دوی این ریسک‌ها، به عنوان کلید اصلی موفقیت عرضه‌کنندگان این اوراق (اعم از شهرداری‌ها و...) در فروش اوراق مذکور و بهره‌مندی از منافع ناشی از قرض گرفتن مستقیم از شهروندان تاکید نموده‌اند (B. Biais & R. Green: 2007).

عوامل دیگر

علاوه بر عوامل فوق، برخی دیگر از عواملی که منجر به گسترش روزافزون استقبال از خرید اوراق قرضه و مشارکت شهری شده‌اند، عبارتند از: امکان بهره‌مندی برخی از شهروندان از آثار جانبی (Externality) مثبت ناشی از بهره‌برداری گسترده‌تر و سریع‌تر پروژه‌های شهری، امکان ایجاد سوددهی نسبتاً بالا برای اغلب پروژه‌های شهری، معافیت‌های مالیاتی که امروزه از سوی بسیاری از دولت‌های ملی برای سود ناشی از خرید اوراق قرضه شهری در نظر گرفته می‌شود و نیز شفافیت بیشتر بسیاری از پروژه‌های سرمایه‌گذاری شهری نسبت به پروژه‌های

سرمایه‌گذاری مربوط به بنگاه‌های اقتصادی (به دلیل اینکه مراحل پیشرفت پروژه‌های شهری غالباً جلوی چشم عامه شهروندان قرار دارد. در مورد نکته اول (آثار جانبی مثبت ناشی از اجرای پروژه‌های شهری)، باید توجه کرد که ماهیت بسیاری از پروژه‌های شهری به صورتی است که در صورت راه‌اندازی هر چه سریع‌تر هر کدام از این پروژه‌ها، بسیاری از شهروندان به منافع درآمدی غیرمستقیمی دست خواهند یافت. برای مثال احداث سریعتر خطوط مترو می‌تواند منجر به افزایش ارزش املاک واقع در نزدیکی مترو و نیز ارزان‌تر و آسان‌تر شدن سفرها برای ساکنان آن املاک شود؛ بهره‌برداری سریعتر از اینترنت پرسرعت در یک منطقه از شهر می‌تواند ارزش ساختمان‌های مسکونی و تجاری واقع در آن منطقه را افزایش داده و در برخی از هزینه‌های ساکنان آن منطقه صرفه‌جویی ایجاد نماید؛ یا نوسازی و بهسازی بافت‌های فرسوده یک منطقه از شهر می‌تواند منجر به ارتقای قیمت املاک مناطق اطراف شده و همچنین آثار منفی ناشی از همسایگی با بافت‌های فرسوده را برای ساکنان بخشی از شهر کاهش دهد. مواردی از این دست می‌تواند باعث شود که تعدادی از شهروندان، علاقه زیادی به خرید اوراق مشارکت شهری مربوط به برخی از پروژه‌های شهری خاص داشته باشند. برای مثال افرادی که مالک ساختمان‌های مسکونی و تجاری در نزدیکی ایستگاه‌های یک خط متروی در حال احداث هستند، در صورت خرید اوراق مشارکت مربوط به خط متروی مذکور، می‌توانند علاوه بر دریافت سود مستقیم ناشی از خرید اوراق مذکور، سود غیرمستقیمی را هم از بابت افزایش قیمت املاک خود و نیز سهولت بیشتر مسافرت‌های خود به دست آورند. طبیعتاً کسب چنین سود مضاعفی، منجر به تحریک بیشتر بخشی از شهروندان برای خرید اوراق مشارکت مربوط به برخی پروژه‌های شهری خاص خواهد شد. (M. R. Chalmers: 1998).

همچنین در مورد نکته دوم (امکان ایجاد سوددهی مناسب برای پروژه‌های شهری)، لازم به ذکر است که امروزه شاهدیم که در اقتصادهای توسعه‌یافته، چه در سطح دولت‌های ملی و چه در سطح دولت‌های محلی، با سرعت زیادی شاهد فرآیند تجاری‌سازی (commercialization) در مورد کالاهای عمومی (Public goods) پروژه‌های عمرانی هستیم. این فرآیند تجاری‌سازی، هم در مورد پروژه‌های مشارکتی دولت‌های ملی و محلی با بخش خصوصی و هم در مورد پروژه‌های غیرمشارکتی مصداق دارد. مثلاً امروزه بسیاری از جاده‌های درون‌شهری

و نیز بین شهری، از نوع جاده‌های دارای ایستگاه عوارضی (toll road) هستند و دریافت عوارض از خودروهای عبوری، معمولاً تا زمانی که اصل و نیز سود منابع مالی قرض‌گرفته‌شده برای ساخت جاده پرداخت شود، ادامه می‌یابد. دریافت عوارض توسط بهره‌بردار پروژه (Project Operator)، که می‌تواند دولت یا بخش خصوصی باشد صورت می‌گیرد و معمولاً بسته به میزان بدهی‌های مربوط به ساخت جاده، ده الی بیست سال پس از بهره‌برداری از جاده ادامه می‌یابد. به همین ترتیب روز به روز ابتکارات بیشتر و بیشتری را در زمینه تجاری‌سازی انواع کالاهای عمومی شاهد هستیم؛ ابتکاراتی که می‌کوشند با ایجاد راه‌های درآمدزایی برای پروژه‌های عمرانی، تمام یا بخشی از اصل و نیز سود منابع مالی به‌کار گرفته‌شده در ساخت پروژه‌های مذکور را به تأمین‌کنندگان سرمایه هریک از این پروژه‌ها (مثلاً خریداران اوراق قرضه و مشارکت مربوط به هر پروژه) بپردازند. در مورد نکته سوم (معافیت مالیاتی) نیز کافی است به این مساله توجه شود که از سال ۱۹۸۳ (تاریخ تصویب قانون معافیت مالیاتی برای سود ناشی از خرید اوراق قرضه شهری) تا سال ۲۰۰۴، میزان کل خرید اوراق قرضه توسط شهروندان آمریکایی تقریباً ۱۱ برابر شده و از حدود ۱۳۰ میلیارد دلار به ۱۴۳۵ میلیارد دلار رسیده است. (۳).

استفاده از اوراق مشارکت شهری در ایران

طراحی ابزار مالی اسلامی معادل «اوراق قرضه»، یعنی اوراق مشارکت، زمینه را برای گسترش استفاده از اوراق مشارکت در ایران فراهم ساخته است. همچنین بر طبق قانون انتشار اوراق مشارکت، هم دولت، هم نهادهای عمومی غیردولتی و هم شرکت‌های خصوصی می‌توانند جهت تأمین اعتبار اجرای طرح‌های سرمایه‌گذاری خود بر اساس آیین‌نامه‌های موجود اقدام به انتشار و فروش اوراق مشارکت نمایند و به این ترتیب شرایط برای استفاده از «اوراق مشارکت شهری» توسط شهرداری‌های ایران کاملاً مهیا است. با این وجود تا به امروز انتشار اوراق مشارکت شهری در ایران بسیار ناچیز بوده و اگر اوراق مشارکت منتشرشده توسط شهرداری‌های تهران و مشهد را در نظر بگیریم، اوراق مشارکت شهری منتشره توسط سایر شهرداری‌های کشور نزدیک به صفر بوده است. نکته جالب توجه آنکه اولین برنامه انتشار اوراق مشارکت در ایران بعد از انقلاب، از سوی شهرداری تهران و

با هدف نوسازی بافت‌های فرسوده (در چارچوب پروژه نواب) صورت گرفته است. با این اوصاف، طرح اوراق مشارکت پروژه نواب، اولین تجربه ایرانی در تامین مالی پروژه‌های شهری توسط اوراق مشارکت محسوب می‌شد و در نتیجه کم‌تجربگی مدیریت شهری در این زمینه، باعث ایجاد مشکلاتی در مدیریت مالی پروژه نواب گشت. به این ترتیب بروز بی‌نظمی‌هایی در پرداخت تعهدات مالی شهرداری نسبت به خریداران اوراق مشارکت پروژه نواب، باعث شد که انتشار اوراق مشارکت شهری توسط شهرداری‌ها تا مدت نسبتاً زیادی به حاشیه رانده شود. با این وجود، در سال‌های اخیر، مجدداً شاهد اقبال برخی از شهرداری‌ها به انتشار اوراق مشارکت شهری بوده‌ایم و به طور خاص شهرداری‌های تهران و مشهد، انتشار اوراق مشارکت برای تامین بخشی از سرمایه پروژه‌های نوسازی بافت‌های فرسوده را در دستور کار خود قرار داده‌اند. ضمن آنکه شهرداری تبریز هم طرحی به منظور انتشار اوراق مشارکت برای نوسازی بافت‌های فرسوده (در چارچوب طرح «عقیق») را در دست بررسی دارد. لازم به ذکر است که در سال ۸۹، براساس مصوبه مجلس شورای اسلامی، شرایط مساعدی برای گسترش انتشار اوراق مشارکت شهری در نظر گرفته شده است. براساس مصوبه مجلس، سقف تعیین‌شده برای انتشار اوراق مشارکت توسط شهرداری‌ها در سال جاری، به ۵۰ هزار میلیارد افزایش یافته که این رقم چندین برابر رقم تعیین شده در سال‌های قبل است. همچنین در سال جاری، براساس قانون بودجه کل کشور، شهرداری‌های کلیه مراکز استان‌ها و نیز کلیه شهرهای دارای جمعیت بالای ۱۰۰ هزار نفر مجاز به انتشار اوراق مشارکت هستند و به این ترتیب مجموعاً حدود ۸۵ شهرداری کشور مجاز به تامین مالی پروژه‌های خود از طریق انتشار اوراق مشارکت شهری خواهند بود. طبیعتاً چنین قانونی می‌تواند به منزله بستری مناسب برای گسترش انتشار اوراق مشارکت شهری توسط شهرداری‌های مختلف کشور باشد.

نکته جالب توجه آن است که براساس مصوبه مجلس برای قانون بودجه کل کشور در سال جاری، اصلی‌ترین پروژه‌های شهری مجاز به انتشار اوراق مشارکت شهری، پروژه‌های «نوسازی و بهسازی بافت‌های فرسوده» و نیز ساماندهی سکونتگاه‌های غیر رسمی خواهند بود.

جمع‌بندی

با وجود آنکه مدت‌ها از طراحی «اوراق مشارکت» به عنوان جایگزین اسلامی «اوراق قرضه» می‌گذرد، و با وجود آنکه نخستین به‌کارگیری اوراق مشارکت در ایران مربوط به یک پروژه شهری (طرح نواب توسط شهرداری تهران) بوده است، اما متأسفانه انتشار و عرضه اوراق مشارکت توسط شهرداری‌های مختلف ایران، امری بسیار نوظهور و نه چندان گسترده محسوب شده و بخش عمده اوراق مشارکت شهری نیز تا کنون توسط ۲ شهرداری (شهرداری تهران و مشهد) منتشر شده است. مایه تأسف است که آشنایی ناچیز شهرداری‌های مختلف کشور با تامین مالی از طریق فروش اوراق مشارکت شهری، باعث تعویق مکرر ساخت بسیاری از پروژه‌های شهری سودآور شده و شهروندان را از منافع اقتصادی و اجتماعی این پروژه‌ها محروم ساخته است. در صورت بسترسازی برای گسترش استفاده از اوراق مشارکت شهری، می‌توان بسیاری از پروژه‌های شهری دارای توجیه اقتصادی قوی را با سرعت هر چه بیشتری به مرحله اجرا رسانید. مهم‌ترین بسترهای مربوط به توسعه اوراق مشارکت، به صورت تیتروار عبارتند از: ایجاد قابلیت نقدشوندگی از طریق ایجاد یک بازار ثانویه قوی، ارائه سود مناسب برای خریداران اوراق مشارکت، و سرانجام فرهنگ‌سازی و تبلیغات مناسب به منظور آشنایی افکار عمومی شهروندان با نقش اوراق مشارکت شهری در رونق و توسعه پروژه‌های شهری. همچنین عامل موثر دیگر در افزایش رونق بازار اوراق مشارکت شهری، آن است که شهرداری‌ها بکوشند تا با مدیریت نقدینگی مناسب در پروژه‌های تامین مالی شده از طریق فروش اوراق مشارکت شهری، پرداخت به موقع و دقیق اصل و سود علی‌الحساب اوراق مذکور، اعتبار مالی خود در نزد شهروندان را بهبود بخشند تا در بلندمدت امکان فروش حجم بالاتری از اوراق مشارکت شهری برای آنها فراهم گردد.

* m.hashemkhany@gmail.com

** sevedmohsen.mousavi@gmail.com

[1] : http://www.investinginbonds.com/muni_bond_prices.htm

[2] : <http://www.investinginbonds.com/learnmore.asp?catid=8&subcatid=54&id=147>

[3] : <http://www.investinginbonds.com/learnmore.asp?catid=8&subcatid=54&id=147>

منابع و مأخذ:

کاربرد اوراق مشارکت شهری برای تامین مالی نوسازی بافت‌های فرسوده؛ مطالعه موردی: پروژه امام علی (ع)؛ میثم هاشم‌خانی،

فصلنامه اقتصاد شهر، پاییز ۸۹

1. Lawrence E. Harris & Michael S. Piwowar, 2004, "Municipal Bond Liquidity", Available at: www.afajof.org/pdfs/2005program/UAbstract/A366_Market_Microstructure.pdf
2. John M. R. Chalmers, 1998, «Default Risk Cannot Explain the Muni Puzzle: Evidence from Municipal Bonds That Are Secured by U.S. Treasury Obligations», The Review of Financial Studies Summer 1998 Vol. 11, No. 2, pp. 281–308, Available at: papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=74212
3. Richard C. Green & Burton Hollifield & Norman Schurhoff, 2007, "Dealer intermediation and price behavior in the aftermarket for new bond issues", Journal of Financial Economics 86 (2007) 643–682, Available at: littlehurt.gsia.cmu.edu/gsiadoc/WP/2005-E56.pdf
4. Bruno Biais & Richard C. Green, 2007, "The Microstructure of the Bond Market in the 20th Century", Tepper School of Business, Carnegie Mellon University, Available at: www.tepper.cmu.edu/facultyAdmin/upload/wpaper_39493927532128_biasgreen8-29.pdf
5. Junbo Wang, Chunchi Wu, Frank X. Zhang, 2008, "Liquidity, default, taxes, and yields on municipal bonds", Journal of Banking & Finance 32 (2008) 1133–1149, Available at: www.federalreserve.gov/Pubs/feds/2005/200535/200535pap.pdf
6. Sugato Chakravarty & Asani Sarkar, 1999, "Liquidity in U.S. Fixed Income Markets: A Comparison of the Bid-Ask Spread in Corporate, Government and Municipal Bond Markets", Federal Reserve Bank of New York, NY 10045, Available at: papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=163139
7. K. K. Raman, 1981, "Financial Reporting and Municipal Bond Rating Changes", The Accounting Review, Vol. 56, No. 4 (Oct., 1981), pp. 910-926, Available at <http://www.jstor.org/stable/247209>

8. Hempel, G., 1972, An Evaluation of Municipal Bankruptcy Laws and Proceedings, *Journal of Finance*, 27, 1012–1029.