



سازمان بورس و اوراق بهادار
Securities & Exchange Organization

مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

ظرفیت بازار سرمایه در جذب اوراق بهادار اسلامی دولتی

تهیه کنندگان:

یونس سلمانی
مجید کریمی ربی
زانبار احمدی



سازمان بورس و اوراق بهادار
مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی
گروه آمار و تحلیل ریسک

عنوان: ظرفیت بازار سرمایه در جذب اوراق بهادار اسلامی دولتی

تهیه کنندگان: یونس سلمانی، مجید کریمی ریزی، زانیار احمدی

کد گزارش: ۹۷-۱۰-۲۰۱۹

تاریخ گزارش: مهر ماه ۱۳۹۷

این گزارش در مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار تهیه گردیده و مباحث و نظرات ارائه شده در آن صرفاً نظرات و بررسی‌های صورت گرفته توسط کارشناسان و پژوهشگران این مرکز می‌باشد نه نظر رسمی سازمان بورس و اوراق بهادار.

فهرست مطالب

خلاصه مدیریتی.....	۱
۱ مقدمه	۵
۲ نیازهای مختلف دولت جمهوری اسلامی ایران جهت تامین مالی	۷
۱-۲ تامین کسری تراز عملیاتی	۹
۲-۲ تامین هزینهی تملک دارایی‌های سرمایه‌های	۱۰
۳-۲ تامین هزینه‌های جبران خدمات بدهی (هزینه و کارمزد تامین مالی از منابع داخلی و خارجی)	۱۲
۴-۲ سیاستگذاری مالی و مدیریت بدهی از طریق تغییر ترکیب ابزارهای تامین کسری مالی دولت	۱۲
۳ چرایی نیاز دولت به اوراق بهادار و اوراق متناسب با نیازهای دولت جمهوری اسلامی ایران	۱۳
۴ مروری بر وضعیت متغیرهای بازارهای مالی در ایران	۱۹
۴-۱ وضعیت نقدینگی و اندازه بازار پول و بانک	۱۹
۴-۲ اندازه بازار سهام بورس اوراق بهادار	۲۲
۴-۳ وضعیت نرخ‌های هزینه تامین مالی و بازدهی در بازارهای مالی	۲۲
۵ تفکیک و استقلال مدیریت بدهی‌های دولت از سیاست‌های پولی و مالی	۲۵
۶ آسیب‌شناسی و ملاحظات مرتبط با اوراق بهادار اسلامی دولتی	۲۸
۶-۱ آسیب‌شناسی مرتبط با اوراق بهادار اسلامی دولتی در ایران	۲۸
۶-۲ ملاحظات ضروری جهت انتشار اوراق بهادار برای رفع نیازهای دولت جمهوری اسلامی ایران	۲۹
۷ عملکرد بازار بدهی در ایران	۳۱
۸ تصویری از اوراق بهادار دولتی در قانون بودجه ۱۳۹۷	۳۴

- ۹ واقعیات آشکار شده و ملاحظات لازم در ظرفیت بازار سرمایه برای جذب اوراق مالی دولتی ۳۶
- ۹-۱ همبستگی بین عایدی سهام و نرخ بازده اوراق دولتی ۳۶
- ۹-۲ تعامل نرخهای بازدهی و ریسک نظام بانکی و بازار سرمایه ۳۸
- ۹-۳ سیاستهای ضربتی و مصلحتی بانک مرکزی و تخلیه بازار سرمایه ۳۹
- ۹-۴ ساختار بودجه غیراختیاری، دولت غیرمتعهد و ریسک سیستمی ۴۰
- ۹-۵ نظام مند کردن صندوقهای سرمایه گذاری بانک در راستای هدایت منابع مالی به بازار سرمایه ۴۱
- ۹-۶ لزوم توجه به اوراق بلندمدت تر ۴۲
- ۹-۷ توجه به نقدشوندگی و کارایی بازار در زمان انتشار اوراق دولت ۴۳
- ۹-۸ توجه به استراتژی ها کاهش نرخ تامین مالی دولت با بازخرید اوراق با نرخ بالای قبلی و باز انتشار با نرخ های پایین در مقاطعی که امکان پذیر است ۴۳
- ۱۰ نتیجه گیری ۴۴
- منابع ۴۶

خلاصه مدیریتی

گزارش پیش‌رو به منظور تحلیل و برآورد ظرفیت بازار سرمایه در جذب اوراق بهادار اسلامی (صکوک) دولتی تهیه شده است. با تحلیل روند سالیانه انتشار اوراق بهادار اسلامی دولتی در بازار سرمایه شاهد رشد چشم‌گیر این نوع اوراق هستیم، که اقتصاددانان و فعالان بازار سرمایه نگرش‌های چه مثبت و چه منفی خود را در این رابطه بیان کرده‌اند. در این گزارش سعی شده است با رویکرد تحلیلی نسبت به واقعیت‌ها و آمار موجود بازار، جوانب مختلف انتشار اوراق بهادار اسلامی در نظر گرفته شده، و راهکارهایی عملی جهت کاهش ریسک و افزایش موفقیت این اوراق در بازار سرمایه پیشنهاد دهد. در این راستا، ادامه گزارش به شکل زیر سازماندهی شده است:

- نیازهای مختلف دولت جمهوری اسلامی ایران جهت تامین مالی
 - چرایی نیاز دولت به اوراق بهادار و اوراق متناسب با نیازهای دولت جمهوری اسلامی ایران
 - مروری بر وضعیت متغیرهای بازارهای مالی در ایران
 - تفکیک و استقلال مدیریت بدهیهای دولت از سیاست‌های پولی و مالی
 - آسیب‌شناسی و ملاحظات مرتبط با اوراق بهادار اسلامی دولتی
 - عملکرد بازار بدهی در ایران
 - تصویری از اوراق بهادار دولتی در قانون بودجه ۱۳۹۷
 - واقعیات آشکار شده و ملاحظات لازم در ظرفیت بازار سرمایه برای جذب اوراق مالی دولتی
- نیازهای دولت جمهوری اسلامی ایران به تامین مالی را می‌توان در ۳ بخش بیان نمود: (۱) تامین کسری تراز عملیاتی به علت مکفی نبودن درآمدهای جاری دولت و تامین کسری از سایر درآمدهای غیر عملیاتی (۲) تامین هزینه تملک دارایی‌های سرمایه‌ای به علت عدم پوشش واگذاری تملک دارایی‌های سرمایه‌ای دولت و (۳) تامین هزینه جبران خدمات بدهی از قبیل هزینه کارمزد و تامین مالی از منابع داخلی و خارجی.
- دولت جمهوری اسلامی ایران در سال‌های گذشته به دلیل بر عهده گرفتن تعهدات بیشتر از توانایی مالی خود دچار کسری بودجه شده که در این میان نبود ابزاری مناسب برای پوشش و تامین این کسری شرایط را دشوارتر نیز کرده بود. هر چند در گذشته این کسری بودجه از طریق درآمدهای نفتی تا حدودی جبران می‌شد، اما در سال‌های اخیر به دلیل تحریم‌ها، کسری بودجه بیشتر شد. از پیامدهای این امر نیز رشد بدهی‌های دولت به پیمانکاران و نظام بانکی بود. این در حالی است که پیمانکاران و بانک‌ها به دلیل طلبکاری از دولت، اگر با کمبود نقدینگی مواجه شوند، کمبود نقدینگی در کل اقتصاد کشور بوجود

می‌آید. به هر حال، دولت می‌تواند با انتشار اوراق بهادار اسلامی همچون اسناد خزانه و واگذاری آن به پیمانکاران و بانک‌هایی که مطالباتی از دولت دارند، نه تنها بدهی دولت با ایشان تسویه شده است بلکه عملاً با این کار، بدهی دولت به اوراق بهاداری تبدیل شده است که به دلیل پشتیبانی قانون از آن، قابلیت نقل و انتقال خواهند داشت. قابلیت نقل و انتقال و معاملات ثانوی اوراق بهادار دولتی از آن جهت حائز اهمیت است که به این وسیله امکان نقد شدن آن در بازار فراهم شده و پیمانکاران دارنده آن به وجوه نقد دست پیدا خواهند کرد. علاوه بر این با معاملات ثانوی این اوراق، قیمت آنها و نرخ سود بازار نیز کشف خواهد شد. طبق ادبیات موجود، اوراق منتشره توسط دولت‌ها (وزارت اقتصاد یا وزارت خزانه‌داری در سایر کشورها) به دلیل پشتیبانی توسط مالیات دریافتی دولت‌ها، دارای کمترین ریسک نکول هستند و به همین دلیل معمولاً از آنها به عنوان اوراق بدون ریسک یاد می‌شود. اگر دولت در ایران بتواند در یک چارچوب نظام‌مند و مطلوب توسعه مالی اقتصاد کشور به انتشار اوراق بهادار اسلامی اقدام کند، قادر خواهد بود نه تنها از اوراق در راستای سیاست‌گذاری بهینه مالی استفاده کند، بلکه دولت هم بخشی از نیاز مالی خود را از طریق انتشار اوراق بهادار اسلامی رفع خواهد کرد و هم منجر به توسعه‌ی بازار سرمایه در کشور خواهد شد. در نتیجه به طور خلاصه بر مبنای ملاحظات اقتصاد کلان راهکارهای زیر در راستای کنترل اندازه کسری تراز عملیاتی توسط دولت توصیه می‌شود:

- امتناع دولت از هر عملی که منجر به افزایش حجم هزینه‌های جاری دولت شود.
- افزایش تلاش مالیاتی دولت و پیاده‌سازی سیستم‌های جامع مالیاتی در جامعه با هدف افزایش تلاش و پایه‌های مالیاتی و ممانعت از فرارهای مالیاتی
- پیاده‌سازی سیاست‌های مقتضی مناسب (از جمله خصوصی سازی، برون سپاری، حذف هزینه‌های غیرضروری در بودجه و ...) با هدف کاهش اندازه‌ی هزینه‌های جاری دولت و توسعه سهم بخش خصوصی در اقتصاد
- در کوتاه مدت دولت از محل منابع متعارف (به غیر از اوراق بهادار) می‌تواند برای رفع کسری استفاده کند اما در بلندمدت اصلاح و انضباط ساختار مالی تنها راهکار ممکن است.

اما از آنجا که عمده‌ی اوراق بهادار اسلامی با پشتوانه دارایی و پروژه قابل انتشار هستند، دولت می‌تواند امور و سرفصل‌های مختلف تملک دارایی‌های سرمایه‌ای مورد نیاز کشور را از طریق انتشار اوراق بهادار اسلامی پوشش دهد. استفاده از اوراق بهادار اسلامی مانع از کاهش و تاخیر اجرای پروژه‌های عمرانی می‌شود. ضمن آنکه دولت می‌تواند از این طریق عدالت بین نسلی را نیز بهبود بخشد

از بین انواع صکوک، دولت جمهوری اسلامی ایران صکوک مشارکت، اجاره، سلف، مرابحه و اسناد خزانه اسلامی تا انتهای اسفند ۱۳۹۶ انتشار داده است. شهرداری‌ها نیز از اوراق مشارکت با تایید بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران استفاده کرده‌اند. در کل مانده اوراق دولت عمومی و شهرداری‌ها در بازار سرمایه در انتهای بهمن ۱۳۹۶ برابر ۴۴۸ هزار میلیارد ریال بوده است. حال آنکه در قانون بودجه ۱۳۹۷، به میزان ۶۷۵ هزار میلیارد ریال نیز انتشار اوراق برای دولت، شرکت‌های دولتی و شهرداری‌ها صورت خواهد پذیرفت. در کل بررسی ترکیب اوراق بهادار غیر سهام نشان می‌دهد که سهم دولت از انتشار اوراق بهادار روند رو به رشدی از اسفند ۱۳۹۴ تا اسفند ۱۳۹۶ داشته است و سهم آن در بازار بدهی از ۵۳/۷۳ درصد به ۸۱/۰۳ درصد رسیده است. این امر نشان‌دهنده‌ی توجه جدی دولت به ابزارهای اوراق بهادار اسلامی در تامین مالی نیازهای بودجه‌ای است.

در نهایت، نوع استقراض و متعهد کردن دولت نسبت به نیازهای مختلف نیز متفاوت است که به این مساله نیز باید توجه داشت؛ به این معنا که آیا این استقراض به نیازهای جاری دولت تخصیص می‌یابد یا به امور عمرانی، آیا این امور انتفاعی است و یا غیر انتفاعی؟ و نکته دیگر اینکه کشورهای دیگر معمولاً بر اساس چرخه تجاری خود و شناختی که نسبت به طول دوره‌های رونق و رکود اقتصاد خود دارند اقدام به انتشار اوراق می‌نمایند در حالی که کشور ما متأسفانه طی تقریباً نیم قرن گذشته همواره دولت با کسری بودجه مواجه بوده است؛ و همه این موارد از فاکتورهای مورد توجه در انتشار اوراق بهادار اسلامی توسط دولت می‌باشد. لذا اگر بپذیریم که نرخ‌های اوراق دولتی در ایران نشان‌دهنده نرخ بدون ریسک اقتصاد می‌باشد بنابراین حد بالای این نرخ، انتظار صرف ریسک برای سرمایه‌گذاران بخش خصوصی ایجاد می‌نماید و همین امر می‌تواند جذابیت فعالیت‌های مولد را کاهش دهد. لذا توجه به امور مالی و توجه به ریسک علاوه بر بازدهی در انتشار اوراق دولتی ضروری می‌نماید. از دیگر ملاحظات مهم در ارتباط با توسعه بازار بدهی دولت ضرورت استقلال و در عین حال هماهنگی بین سیاست‌های پولی، مالی و مدیریت بدهی است. باید در نظر داشت که هرگونه عدم اطمینان نسبت به سیاست‌های دولت و بانک مرکزی در سایر ابزارهای سرمایه‌گذاری می‌تواند موفقیت و عمق بازار سرمایه را نیز مورد خدشه قرار دهد. موضوع خیلی مهم دیگر ضرورت توجه به مساله بازی پانزی در انتشار اسناد خزانه اسلامی است. اسناد خزانه اسلامی اگرچه مورد تایید فقهی قرار گرفته است اما ملاحظات اقتصادی و مالی در انتشار این اوراق از اهمیت زیادی برخوردار است که می‌تواند به ایجاد جریان پانزی در اقتصاد بینجامد و اعتبار دولت در فضای بین‌المللی را مورد سوال قرار دهد. دولت جمهوری اسلامی ایران می‌تواند با افق‌های زمانی بلندمدت و تعیین نرخ در آن افق برای ثبات مالی و اقتصادی کشور موثر باشد و نااطمینانی را در سایر بخش‌های اقتصادی از بین ببرد و

انگیزه‌ای برای سرمایه‌گذاران خارجی نیز ایجاد نماید. ظرفیت بازار سرمایه برای جذب اوراق بهادار دولتی مصوب قانون بودجه ۱۳۹۷ نیز در صورتی فراهم خواهد بود که ملاحظات مذکور رعایت شود.

ظرفیت بازار سرمایه در جذب اوراق بهادار اسلامی دولتی

یونس سلمانی^۱

مجید کریمی ریزی^۲

زانبار احمدی^۳

۱ مقدمه

در تمامی جوامع صرف نظر از نوع نظام اقتصادی حاکم بر آنها، دولت‌ها در راستای رفع نارسایی بازار^۴، اقتصاد دستوری^۵ را به عنوان شیوهی دیگر تخصیص منابع برگزیده‌اند و به فراخور آن، وظایف تصدی‌گری و حاکمیتی مختلفی را بر عهده گرفته‌اند. دولت‌ها جهت انجام این وظایف نیازمند تجهیز مالی و تخصیص هزینه‌ها هستند. این تجهیز و تخصیص در قالب برنامه‌ی مالی دولت و تحت عنوان بودجه‌های یکساله برنامه‌ریزی می‌شود. در استانداردهای جهانی مرتبط با دولت، برنامه‌ی بودجه‌ی دولت بر اساس ماهیت هزینه‌ها و درآمدها در قالب سه تراز؛ تراز عملیاتی، تراز واگذاری دارایی‌های سرمایه‌ای و تراز واگذاری دارایی‌های مالی تنظیم می‌شود. تراز عملیاتی بیان‌کننده‌ی این امر است که هزینه‌های عملیاتی (جاری) دولت باید از محل درآمدهای جاری (عمدتاً مالیات)، هزینه‌های تملک دارایی‌های سرمایه‌ای (هزینه‌های عمرانی) از محل درآمد حاصل از واگذاری دارایی‌های سرمایه‌ای (در ایران عمدتاً درآمدهای نفتی) و هزینه‌های تملک دارایی‌های مالی از محل وجوه حاصل از واگذاری دارایی‌های مالی تامین شوند.

بر اساس اصول مالیه‌ی عمومی مناسب^۶، دولت می‌تواند بنا به اقتضاء شرایط اقتصادی جامعه اقدام به کسری در تراز عملیاتی و تراز واگذاری دارایی‌های سرمایه‌ای کند و این کسری‌ها را از محل مازاد واگذاری دارایی‌های مالی جبران کند و بالتبع در زمان رونق اقتصادی که انتظار مازاد تراز عملیاتی و یا سرمایه‌ای است، دولت مقدار مازاد را به تراز دارایی‌های مالی انتقال دهد. به عبارت بهتر، دولت می‌تواند ترکیب طرف

^۱ Email: unes.salmani@gmail.com

^۱ دانشجوی دکتری اقتصاد پولی و مالی، دانشگاه تربیت مدرس

^۲ Email: majidqoran@gmail.com

^۲ کارشناس گروه بازارها و ابزارهای مالی مرکز پژوهش توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس اوراق بهادار

^۳ Email: ahmadi.z@seo.ir

^۳ مدیر گروه آمار و تحلیل ریسک مرکز پژوهش توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس اوراق بهادار

^۴ Market Failure

^۵ Command Economy

^۶ Sound Public Finance

مخارج و درآمدهای بودجه را بنا بر مصالح جامعه به شرط رعایت اصول مالیه عمومی مناسب و عدالت بین نسلی تغییر دهد. در این حالت مسلماً ارزش فعلی مجموع کسری بودجه‌های ایجاد شده در دوره‌ی رکود با ارزش فعلی مجموع مازاد بودجه‌های ایجاد شده در دوره‌ی رونق برابر خواهد بود. در واقع دولت‌ها در مقام سیاست‌گذار مالی مجاز هستند با رعایت عدالت بین نسلی و اصول مالیه عمومی در جهت ایفای نقش خود در شرایط رکود اقتصاد با ایجاد تعهدات مالی، حجم مخارج عملیاتی و مخارج عمرانی را افزایش دهد و متقابلاً در زمان رونق میزان مالیات‌ها و درآمدهای سرمایه‌ای خود را افزایش داده و از این محل اقدام به تسویه تعهدات مالی خود کند.

آنچه مسلم است در شرایط رکود اقتصادی امکان افزایش درآمدهای مالیاتی دولت نه تنها وجود ندارد بلکه دلیل شرایط رکود، دولت باید به اعطای معافیت‌های مالیاتی موقت و یا حداقل عدم افزایش نرخ‌های مالیاتی و مالیات‌های مقطوع اقدام کند. از سوی دیگر کشورهای نفتی همچون ایران، ذات تلاطم‌پذیری درآمدهای نفتی نیز اتکاء بر نامه بودجه دولت (اعم از مخارج جاری و عمرانی) به درآمدهای نفتی را غیرمنطقی جلوه می‌دهد، چرا که چنین اتکایی علاوه بر مواجهه بودن با امکان عدم تحقق درآمدهای نفتی، منجر به ناپایداری در فضای اقتصادی می‌شود. در چنین فضایی تصمیم‌گیری میان مدت و بلندمدت برای عاملان اقتصادی در کلیه بازار با پیچیدگی خاصی مواجه شده و در نتیجه هزینه‌های مبادله در کل اقتصاد افزایش می‌یابد. از اینرو تنها راهکار بهینه برای دولت جهت جبران مخارج جاری و سرمایه‌ای افزایش یافته در دوران رکود، استقراض از نظام بانکی و یا توسعه ابزارهای مالی اسلامی جهت جذب منابع مالی از نهادهای غیر سپرده‌پذیر خواهد بود. استدلال بر این است که دولت در شرایط رکود بر مبنای اوراق بهادار اسلامی منابع مالی را کد و غیرمولد دست بخش غیر دولتی را جذب کرده و از محل این منابع شرایط لازم برای سیاست‌گذاری مالی مناسب با دوره‌ی رکود اقتصادی را فراهم می‌کند. با به نتیجه رسیدن سیاست‌های مذکور در خروج اقتصاد از دوره‌ی رکود و نهایتاً وقوع دوره‌های رونق، دولت حال می‌تواند بر اصلاح ساختار مالی خود دست زده و با ایجاد مازاد در تراز عملیاتی (کاهش مخارج جاری و افزایش پایه‌های مالیاتی و ساختار درآمدهای جاری دولت) و آزاد کردن منابع مالی از محل واگذاری دارایی‌های سرمایه‌ای خود (از طریق واگذاری برخی از امور سرمایه‌گذاری خود به بخش خصوصی) منابع لازم برای تسویه بدهی‌های ایجاد شده در دوره‌ی رکود را بدست آورد.

دولت‌ها در اقتصاد ایران همواره با کسری تراز عملیاتی، مازاد تراز دارایی‌های سرمایه‌ای و مالی مواجه بوده‌اند. به عبارت بهتر کسری تراز عملیاتی از طریق ایجاد مازاد در تراز دارایی‌های سرمایه‌ای و مالی جبران شده است. مازاد تراز در تملک دارایی‌های مالی بیشتر از محل حساب ذخیره ارزی، استقراض از نظام

بانکی بوده است. به عبارت بهتر انتشار اوراق بدهی و بهادار اسلامی کمتر مورد توجه دولت‌ها در ایران قرار گرفته است اما نرخ رشد استفاده از این ابزارها در سال‌های اخیر و همچنین توجه به قانون بودجه ۱۳۹۷ نشان می‌دهد دولت به توسعه استفاده از این ابزارها توجه جدی دارد.

تبصره (۵) لایحه بودجه سال ۱۳۹۷ به انتشار اوراق بهادار اختصاص دارد. در این تبصره، به دولت، شرکت‌های دولتی و شهرداری‌ها اجازه انتشار اوراق مالی ریالی معادل ۶۷۵ هزار میلیارد ریال داده شده است که ۵۲۰ هزار میلیارد ریال آن اوراق با سرسید بیش از یکسال و ۱۰۰ هزار میلیارد ریال اوراق اسناد خزانه اسلامی با سرسید کمتر از یکسال است که هر دو به دولت و شرکت‌های دولتی اختصاص دارد و ۵۵ هزار میلیارد ریال سهم شهرداری و سازمان‌های وابسته است. بار مالی ناشی از اصل و سود اوراق سرسید شده در سال ۱۳۹۷ نیز در حدود ۳۵۰ هزار میلیارد ریال (بدون در نظر گرفتن ۳۰ هزار میلیارد ریال اوراق تسویه خزانه) خواهد بود. سوال اساسی این است که آیا بازار سرمایه ایران ظرفیت پذیرش این حجم اوراق بهادار توسط دولت (۶۷۵ هزار میلیارد ریال) را دارد؟ گزارش حاضر در پی پاسخ به این مساله است. در این راستا، ادامه گزارش به شکل زیر سازماندهی شده است:

- نیازهای مختلف دولت جمهوری اسلامی ایران جهت تامین مالی
- چرایی نیاز دولت به اوراق بهادار و اوراق متناسب با نیازهای دولت جمهوری اسلامی ایران
- مروری بر وضعیت متغیرهای بازارهای مالی در ایران
- تفکیک و استقلال مدیریت بدهیهای دولت از سیاست‌های پولی و مالی
- آسیب‌شناسی و ملاحظات مرتبط با اوراق بهادار اسلامی دولتی
- عملکرد بازار بدهی در ایران
- تصویری از اوراق بهادار دولتی در قانون بودجه ۱۳۹۷
- واقعیات آشکار شده و ملاحظات لازم در ظرفیت بازار سرمایه برای جذب اوراق مالی دولتی
- نتیجه‌گیری

۲ نیازهای مختلف دولت جمهوری اسلامی ایران جهت تامین مالی

جهت شناسایی نیازهای دولت جمهوری اسلامی ایران به تامین باید به ساختار بودجه رجوع شود. بر اساس نظام طبقه‌بندی آمارهای مالی دولت (GFS) که توسط صندوق بین‌المللی پول تنظیم شده است، دریافت‌های دولت برحسب ماهیتی که دارند در قالب درآمدها، واگذاری دارایی‌های سرمایه‌ای و واگذاری دارایی‌های مالی و همچنین پرداخت‌های بودجه نیز در قالب هزینه‌ها، تملک دارایی‌های سرمایه‌ای و تملک دارایی‌های مالی

طبقه‌بندی می‌شوند. در نتیجه به منظور نشان دادن کسری بودجه دولت در مفهوم اختلاف درآمدها و پرداخت‌ها، ترازهای عملیاتی، دارایی‌های سرمایه‌ای و مالی به صورت زیر تعریف می‌شوند (زارعی، ۱۳۹۱):

الف) تراز عملیاتی (تراز عملکرد جاری دولت): تراز عملیاتی که تفاضل بین هزینه‌ها و درآمدهای دولت در بخش منابع و مصارف بودجه دولت است، می‌تواند نشان‌دهنده این باشد که دولت در چارچوب مبادلات سالانه، فعالیت جذب منابع موجود در اقتصاد ملی را داشته، یا آن که توانسته به نوعی در اقتصاد کشور منابع مالی تزریق کند. به عبارتی، تراز عملیاتی معیاری از ثبات عملیات جاری دولت است و از تفاضل پرداخت‌های هزینه‌ای از درآمدهای دولت بدست می‌آید. در واقع این تراز، میزان پوشش هزینه‌های جاری دولت توسط درآمدهای عمومی را نشان می‌دهد (بانک مرکزی ج.ا. ایران، ۱۳۹۵).

ب) خالص (تراز) تملک دارایی‌های سرمایه‌ای: تراز خالص تملک دارایی‌های سرمایه‌ای که به آن تراز ثروت و دارایی طبیعی و مادی نیز گفته می‌شود از تفاضل بین واگذاری دارایی‌های سرمایه‌ای و تملک دارایی‌های سرمایه‌ای بدست می‌آید این تراز نشان‌دهنده آن است که دولت به طور خالص بر ثروت و دارایی مادی خود افزوده یا از آن کاسته است. شایان ذکر است درآمدهای نفتی جزو واگذاری دارایی‌های سرمایه‌ای هستند و در ساختار بودجه کشور، بخش عمده درآمد حاصل از واگذاری دارایی‌های سرمایه‌ای را شامل می‌شوند.

ج) تراز خالص تملک دارایی‌های مالی: تراز خالص تملک دارایی‌های مالی تفاوت بین واگذاری و تملک دارایی‌های مالی است. این سرفصل تراز‌کننده عملیات مالی دولت می‌باشد که معادل قدر مطلق تراز عملیاتی و سرمایه‌ای است (بانک مرکزی، ۱۳۹۵). تراز خالص تملک دارایی‌های مالی گاه‌ا تراز انتقال منابع مالی بین نسلی نیر نامیده می‌شود؛ چراکه این تراز نشان‌دهنده این است که دولت به طور خالص از منابع مالی نسل‌های آینده برداشت کرده یا آن که پس‌اندازهای نسل حاضر را برای نسل‌های آینده کنار گذاشته است. به عبارتی این تراز انواع وام‌گیری و استفاده از منابع آینده را نشان می‌دهد. نکته قابل توجه آن است که مجموع دو تراز عملیاتی و خالص تملک دارایی‌های سرمایه‌ای را می‌توان با کمی اغماض معادل و جایگزین کسری (مازاد) بودجه در نظر گرفت که از طریق خالص تملک دارایی‌های مالی تامین مالی می‌شود. بنابراین با در نظر گرفتن این تعریف می‌توان میزان کسری دولت و تامین مالی آن را از این روش به دست آورد.

حال بر اساس سه تراز فوق‌الذکر می‌توان نیازهای دولت جمهوری اسلامی ایران به تامین مالی را شناسایی کرد. در ادامه به معرفی این نیازها پرداخته می‌شود.

۲-۱ تامین کسری تراز عملیاتی

هزینه‌های عملیاتی دولت در طول زمان بدلیل شوک مثبت درآمدهای نفتی رشد داشته است اما در زمان شوک منفی درآمدهای نفتی بدلیل تعهدآور بودن این هزینه‌ها از حجم آنها کاسته نشده است. از سوی دیگر، بدلیل سهم بیشتر دولت در اقتصاد ایران و به تبع آن سهم کمتر بخش خصوصی از اقتصاد، درآمدهای مالیاتی دولت قادر به پوشش کل هزینه‌های عملیاتی دولت را نداشته است. در نتیجه، همواره بخشی از هزینه‌های عملیاتی دولت نیازمند تامین مالی از منابع غیر درآمدهای عمومی (جاری) دولت بوده است. به صورت سنتی، دولت‌ها در اقتصاد ایران در راستای جبران این کسری از درآمدهای نفتی استفاده کرده‌اند. چنین تخصیصی عملاً منجر به مازاد تراز تملک دارایی‌های سرمایه‌ای شده است. این به مفهوم برداشت بیشتر از منابع بین نسلی و کاهش سرمایه‌گذاری دولت در اقتصاد است. در نتیجه این امر دولت نسبت به نسل‌های آتی بدهکار می‌شود و ما به ازای عادلانه نیز جهت این بدهی برای نسل‌های آتی باقی نمی‌گذارد. چنین شرایط مسلماً اقتصاد را از مسیر توسعه و رشد اقتصادی دور می‌سازد و قرار گرفتن آن در مسیر بلندمدت رشد اقتصادی را به تعویق می‌اندازد. به هر حال، تخصیص بخشی از منابع سرمایه‌ای دولت به هزینه‌های جاری نیز عمده مواقع قادر به پوشش کل کسری تراز عملیاتی نبوده است و دولت لاجرم دست به ایجاد مازاد در تراز تملک دارایی‌های مالی نیز کرده است. به عبارت بهتر دولت اقدام به تامین مالی از طریق ابزارهای مالی (وام و تسهیلات از بانک مرکزی، استقراض از شبکه بانکی، استقراض از صندوق توسعه ملی، برداشت از حساب ذخیره ارزی، انتشار اوراق بهادار غیر سهام، واگذاری سهام و ...) کرده است. به طور کلی، مهم‌ترین دلیل عدم تعادل در بودجه‌ی دولت‌ها در ایران فزونی هزینه‌های عملیاتی نسبت به درآمدهای عمومی دولت است. بر اساس این مطالب، دولت در راستای هزینه‌های عملیاتی خود که شامل اقلام زیر هستند در صورت عدم پوشش با درآمدهای عمومی خود (عمدتاً مالیات) نیاز به تامین مالی دارد:

- جبران خدمات کارکنان
- خرید کالاها و خدمات مصرفی
- پرداخت‌های بهره‌ای
- سایر هزینه‌ها (یارانه، کمک‌های بلاعوض، مزایای اجتماعی و سایر پرداخت‌ها)

• تقدم هزینه و تاخر درآمدهای قابل تخصیص به صورت درون بودجه‌ای^۱

جدول ۱: وضعیت تراز عملیاتی بودجه دولت ج.ا.ا طی دوره‌ی زمانی ۱۳۸۱-۱۳۹۶ (ارقام به هزار میلیارد تومان)

وضعیت																عملکرد	مصوب
سال																	
۱۳۸۱	۱۳۸۲	۱۳۸۳	۱۳۸۴	۱۳۸۵	۱۳۸۶	۱۳۸۷	۱۳۸۸	۱۳۸۹	۱۳۹۰	۱۳۹۱	۱۳۹۲	۱۳۹۳	۱۳۹۴	۱۳۹۵	۱۳۹۶	کل بودجه عمومی	
۲۳/۰۰	۲۷/۶۲	۳۳/۵۷	۴۷/۱۰	۵۷/۵۰	۶۲/۹۶	۸۴/۲۲	۸۴/۵۳	۸۹/۶۱	۱۱۷/۵۳	۱۰۶/۴۴	۱۴۷/۶۸	۱۷۸/۳۲	۲۰۱/۷۱	۲۸۳/۰۱	۳۴۶/۷۵	کل بودجه عمومی	
۶/۲۰	۷/۸۸	۱۰/۳۶	۲۰/۰۴	۲۳/۱۱	۲۹/۸۲	۳۷/۹۳	۴۶/۶۵	۳۸/۴۳	۵۴/۴۵	۵۶/۸۲	۷۱/۷۴	۹۷/۷۶	۱۱۲/۳۷	۱۴۵/۹۹	۱۷۴/۱۰	درآمدهای عمومی	
۱۴/۷۶	۱۷/۸۳	۲۳/۱۹	۳۳/۰۹	۴۱/۵۸	۴۲/۱۳	۵۸/۲۷	۵۹/۳۸	۶۵/۹۳	۸۷/۷۷	۸۹/۰۰	۱۱۹/۷۶	۱۴۳/۸۳	۱۷۰/۶۹	۲۰۷/۰۲	۲۵۳/۸۲	پرداخت‌های جاری	
۸/۵۶-	۹/۹۴-	۱۲/۸۳-	۱۳/۰۵-	۱۸/۴۷-	۱۲/۳۱-	۲۰/۳۴-	۱۲/۷۲-	۲۷/۵۱-	۳۳/۳۲-	۳۲/۱۸-	۴۸/۰۳-	۴۶/۰۷-	۵۸/۳۱-	۶۱/۰۳-	۷۹/۷۲-	خالص تراز	
۲۶/۹۵	۲۸/۵۴	۳۰/۸۶	۴۲/۵۴	۴۰/۲۰	۴۷/۳۶	۴۵/۰۴	۵۵/۱۹	۴۲/۸۹	۴۶/۳۳	۵۳/۳۸	۴۸/۵۸	۵۴/۸۲	۵۵/۷۱	۵۱/۵۸	۴۹/۸۷	شهم درآمدهای عمومی از کل بودجه (درصد)	
۶۴/۱۷	۶۴/۵۴	۶۹/۰۹	۷۰/۲۵	۷۲/۳۱	۶۶/۹۱	۶۹/۱۹	۷۰/۲۵	۷۳/۵۸	۷۴/۶۸	۸۳/۶۱	۸۱/۱۰	۸۰/۶۶	۸۴/۶۲	۷۳/۱۵	۷۳/۸۷	شهم پرداخت‌های جاری از کل بودجه (درصد)	
۳۷/۲۲-	۳۶/۰۰-	۳۸/۲۳-	۲۷/۷۱-	۳۲/۱۱-	۱۹/۵۵-	۲۴/۱۵-	۱۵/۰۵-	۳۰/۷۰-	۲۸/۳۵-	۳۰/۲۳-	۳۲/۵۲-	۲۵/۸۴-	۲۸/۹۱-	۲۱/۵۶-	۲۴/۰۰-	خالص تراز از کل بودجه (درصد)	
۵۸/۰۰-	۵۵/۷۷-	۵۵/۳۴-	۳۹/۴۴-	۴۴/۴۱-	۲۹/۲۲-	۳۴/۹۰-	۲۱/۴۳-	۴۱/۷۲-	۳۷/۹۷-	۳۶/۱۶-	۴۰/۱۰-	۳۲/۰۳-	۳۴/۱۶-	۲۹/۴۸-	۳۲/۴۹-	نسبت تراز به پرداخت های جاری (درصد)	
۷۸/۴۶	۲۰/۱۰	۲۱/۵۴	۴۰/۳۰	۲۲/۰۸	۹/۵۰	۳۳/۷۷	۰/۳۶	۶/۰۱	۳۱/۱۶	۹/۴۳	۳۸/۷۴	۲۰/۷۵	۱۳/۱۱	۴۰/۳۱	۲۲/۵۲	رشد کل بودجه عمومی (درصد)	
۱۶/۶۱	۲۷/۲۱	۳۱/۳۹	۹۳/۴۴	۱۵/۳۵	۲۹/۰۲	۲۷/۲۱	۲۲/۹۹	۱۷/۶۳-	۴۱/۶۸	۴/۳۶	۲۶/۲۵	۳۶/۲۷	۱۴/۹۵	۲۹/۹۱	۱۹/۲۵	رشد درآمدهای عمومی (درصد)	
۴۶/۲۳	۲۰/۷۹	۳۰/۱۱	۴۲/۶۷	۲۵/۶۶	۱/۳۲	۳۸/۳۲	۱/۹۰	۱۱/۰۴	۳۳/۱۲	۱/۴۰	۳۴/۵۷	۲۰/۱۰	۱۸/۶۷	۲۱/۲۸	۲۲/۶۱	رشد پرداخت های جاری (درصد)	
۷۹/۱۸	۱۶/۱۵	۲۹/۰۹	۱/۶۹	۴۱/۴۹	۳۳/۳۵-	۶۵/۲۴	۳۷/۴۴-	۱۱۶/۱۷	۲۱/۱۵	۳/۴۳-	۴۹/۲۵	۴/۰۷-	۲۶/۵۷	۴/۶۶	۳۰/۶۳	رشد کسری تراز عملیاتی (درصد)	

ماخذ: بانک مرکزی ج.ا.ا و محاسبات تحقیق

۲-۲ تامین هزینه‌ی تملک دارایی‌های سرمایه‌ای

یکی از الزامات افزایش ظرفیت‌ها و ایجاد رشد در اقتصاد، انباشت سرمایه‌ی دولتی به صورت بهینه در بخش تجهیزات و ماشین‌آلات، مسکن و موجودی انبار است. موضوع سرمایه‌گذاری دولت و حمایت از بخش خصوصی در قالب فراهم نمودن بسترها و زیرساخت‌های لازم برای توسعه فعالیت‌های بخش خصوصی از وظایف دولت تعریف می‌شود که گاهی این وظیفه به صورت صریح و تکلیف قانونی است و در برخی موارد نیز به صورت ضمنی و در قالب تعهدات اخلاقی دولت تعریف می‌شود. به هر حال، زمانیکه بودجه در کشور دچار کسری مالی ساختاری (کسری عملیاتی مزمن) می‌شود، دولت از این نقش خود غافل می‌شود. این در حالی است که عدم ایفاء تعهدات دولتی برای تشکیل سرمایه‌ی کافی دولتی، سرعت رشد اقتصادی را پایین نگه داشته و زمان دستیابی رشد و توسعه‌ی اقتصادی به تعویق می‌افتد. بر همین اساس نیاز است هزینه‌های تملک دارایی‌های سرمایه‌ای دولت که توسط درآمدهای حاصل از واگذاری تملک دارایی‌های سرمایه‌ای دولت به صورت قهری یا اختیاری پوشش داده نمی‌شود، تامین مالی شود. هزینه‌ی تملک دارایی‌های سرمایه‌ای دولت به

^۱ برخی از هزینه‌های عملیاتی دولت لازم است سریع‌تر و به موقع پرداخت شود این در حالی است که هنوز درآمد مکفی برای این هزینه‌ها توسط دولت حاصل نشده است. در نتیجه دولت بالجبار اقدام به تامین مالی هزینه‌ها مذکور می‌کند و سپس تامین مالی صورت گرفته را در زمان حصول درآمدهای عمومی مربوط به همان سال تسویه می‌کند.

هزینه‌های طرح‌های عمرانی بودجه معروف است. بر اساس ماده یک قانون برنامه و بودجه کشور، طرح عمرانی منظور مجموعه عملیات و خدمات مشخصی است که بر اساس مطالعات توجیهی فنی و اقتصادی یا اجتماعی که توسط دستگاه اجرایی انجام می‌شود طی مدت معین و با اعتبار معین برای تحقق بخشیدن به هدف‌های برنامه عمرانی پنجساله به صورت سرمایه‌گذاری ثابت شامل هزینه‌های غیر ثابت وابسته در دوره مطالعه و اجرا و یا مطالعات اجرا می‌گردد و تمام یا قسمتی از هزینه‌های اجرای آن از محل اعتبارات عمرانی تأمین می‌شود و به سه نوع انتفاعی و غیر انتفاعی و مطالعاتی تقسیم می‌گردد:

الف - طرح عمرانی انتفاعی: منظور طرحی است که در مدت معقولی پس از شروع به بهره‌برداری علاوه بر تأمین هزینه‌های جاری و استهلاك سرمایه سود متناسبی به تبعیت از سیاست دولت را نیز عاید نماید.

ب - طرح عمرانی غیر انتفاعی: منظور طرحی است که برای انجام برنامه‌های رفاه اجتماعی و عملیات زیربنایی و یا احداث ساختمان و تأسیسات جهت تسهیل کلیه وظایف دولت اجرا می‌گردد و هدف اصلی آن حصول درآمد نمی‌باشد.

پ - طرح مطالعاتی: منظور طرحی است که بر اساس قرارداد بین سازمان و یا سایر دستگاه‌های اجرایی با مؤسسات علمی و یا مطالعاتی متخصص برای بررسی خاصی اجرا می‌گردد.

جدول ۲: وضعیت تراز تملک دارایی‌های سرمایه‌ای بودجه دولت ج.ا.ی طی دوره‌ی زمانی ۱۳۸۱-۱۳۹۶ (ارقام به هزار میلیارد تومان)

وضعیت	وضعیت															مصوب
سال	۱۳۸۱	۱۳۸۲	۱۳۸۳	۱۳۸۴	۱۳۸۵	۱۳۸۶	۱۳۸۷	۱۳۸۸	۱۳۸۹	۱۳۹۰	۱۳۹۱	۱۳۹۲	۱۳۹۳	۱۳۹۴	۱۳۹۵	۱۳۹۶
کل بودجه عمومی	۲۳/۰۰	۲۷/۶۲	۳۳/۵۷	۴۷/۱۰	۵۷/۵۰	۶۲/۹۶	۸۴/۲۲	۸۴/۵۳	۸۹/۶۱	۱۱۷/۵۳	۱۰۶/۴۴	۱۴۷/۶۸	۱۷۸/۳۲	۲۰۱/۷۱	۲۸۳/۰۱	۳۴۶/۷۵
واگذاری دارایی‌های سرمایه‌ای	۱۰/۳۲	۱۲/۹۰	۱۵/۱۴	۱۸/۳۳	۱۸/۲۸	۱۷/۴۸	۲۱/۶۶	۱۵/۸۶	۴۳/۵۸	۵۶/۹۹	۴۲/۸۵	۶۱/۲۱	۶۳/۱۹	۶۷/۳۶	۷۴/۲۸	۱۱۸/۹۵
تملك دارایی‌های سرمایه‌ای	۵/۴۸	۷/۳۸	۷/۲۳	۱۱/۷۶	۱۴/۵۶	۱۴/۷۸	۲۲/۳۰	۱۹/۸۲	۲۱/۲۸	۲۸/۹۰	۱۵/۲۳	۲۲/۰۲	۲۹/۹۵	۲۷/۲۰	۴۲/۱۰	۷۱/۳۷
خالص تراز	۴/۸۴	۵/۵۲	۷/۹۱	۶/۹۷	۳/۷۲	۲/۷۰	-۰/۶۴	-۳/۹۶	-۲/۲۹	۲۸/۰۹	۲۷/۶۲	۳۹/۱۹	۳۳/۲۴	۴۰/۱۶	۳۲/۱۸	۴۷/۵۸
واگذاری دارایی‌های سرمایه‌ای از کل بودجه (درصد)	۴۴/۸۷	۴۶/۷۲	۴۵/۱۰	۳۹/۷۷	۳۱/۷۹	۲۷/۷۶	۲۵/۷۲	۱۸/۷۶	۴۸/۶۳	۴۸/۴۹	۴۰/۲۶	۴۱/۴۵	۳۵/۴۴	۳۳/۳۹	۲۶/۲۵	۳۶/۲۹
تملك دارایی‌های سرمایه‌ای از کل بودجه (درصد)	۲۳/۸۱	۲۶/۷۲	۲۱/۵۴	۲۴/۹۸	۲۵/۳۲	۲۳/۴۷	۲۶/۴۸	۲۳/۴۴	۲۳/۷۵	۲۴/۵۹	۱۴/۳۱	۱۴/۹۱	۱۶/۸۰	۱۳/۴۸	۱۴/۸۸	۱۹/۶۰
خالص تراز از کل بودجه (درصد)	۲۱/۰۶	۲۰/۰۰	۲۳/۵۷	۱۴/۷۹	۶/۴۷	۴/۲۹	-۰/۷۶	-۴/۶۸	۲۴/۸۸	۲۳/۹۰	۲۵/۹۵	۲۶/۵۴	۱۸/۶۴	۱۹/۹۱	۱۱/۳۷	۱۶/۷۰
نسبت تراز به پرداخت‌های عمرانی (درصد)	۸۸/۴۵	۷۴/۸۴	۱۰۹/۴۰	۵۹/۲۱	۲۵/۵۷	۱۸/۳۰	-۲/۸۶	-۱۹/۹۶	۱۰۴/۷۴	۹۷/۲۰	۱۸۱/۴۱	۱۷۸/۰۱	۱۱۰/۹۹	۱۴۷/۶۵	۷۶/۴۴	۸۵/۲۰
رشد کل بوجه عمومی (درصد)	۷۸/۴۶	۲۰/۱۰	۲۱/۵۴	۴۰/۳۰	۲۲/۰۸	۹/۵۰	۳۳/۷۷	۰/۳۶	۶/۰۱	۳۱/۱۶	-۹/۴۳	۳۸/۷۴	۲۰/۷۵	۱۳/۱۱	۴۰/۳۱	۲۲/۵۲
رشد واگذاری دارایی‌های سرمایه‌ای (درصد)	۴۲/۶۵	۲۵/۰۵	۱۷/۳۵	۲۳/۷۰	-۲/۴۰	-۴/۳۸	۲۳/۹۴	-۲۶/۷۸	۱۷۴/۷۴	۳۰/۷۸	-۲۴/۸۱	۴۲/۸۳	۳/۲۴	۶/۵۹	۱۰/۲۸	۶۰/۱۴
رشد تملك دارایی‌های سرمایه‌ای (درصد)	۱۲۴/۵۹	۳۴/۷۹	-۲/۰۲	۶۲/۶۹	۲۳/۷۴	۱/۵۰	۵۰/۹۴	-۱۱/۱۴	۷/۴۰	۳۵/۷۸	-۴۷/۳۱	۴۴/۵۸	۳۶/۰۴	-۹/۱۹	۵۴/۷۸	۶۹/۵۲
رشد مازاد تراز سرمایه‌ای (درصد)	۰/۹۹	۱۴/۰۴	۴۳/۲۳	-۱۱/۹۵	-۴۶/۵۶	-۲۷/۳۶	-۱۲۳/۶۰	۵۱۹/۸۷	-۶۶۳/۵۴	۲۶/۰۰	-۱/۶۶	۴۱/۸۷	-۱۵/۱۸	۲۰/۸۱	-۱۹/۸۷	۴۷/۸۶

ماخذ: بانک مرکزی ج.ا.ی و محاسبات تحقیق

۲-۳ تامین هزینه‌های جبران خدمات بدهی (هزینه و کارمزد تامین مالی از منابع داخلی و خارجی)

موضوع هزینه‌های جبران خدمات بدهی که تحت عنوان پرداخت‌های بهره‌ای دولت نیز معروف هستند برای بهره و کارمزد ابزارهای مالی تامین مالی دولت اتلاق می‌شود. این هزینه‌ها هر چند جز اقلام هزینه‌های عملیاتی دولت نیز شناخته است اما از این نظر در نیازهای مالی دولت تفکیک می‌شود که به لحاظ ماهیت از سایر هزینه‌های عملیاتی دولت متفاوت است. ضمن اینکه نرخ مربوط به هزینه‌های جبران خدمات بدهی‌های دولت (نرخ هزینه تامین مالی دولت) به عنوان بازده بدون ریسک اقتصاد نیز شناخته می‌شود که این نرخ نقش هدایت و علامت‌دهی به کلیه نرخ‌های تامین مالی و سرمایه‌گذاری را ایفا می‌کند. مسلماً نوع تامین مالی این نرخ (منبع تامین مالی، ساختار تسویه و ساختار زمانی آن) نقش اساسی در تعیین مولفه‌های مرتبط با تامین مالی و سرمایه‌گذاری در اقتصاد کشور دارد. به عنوان مثال، اگر دولت ترجیح دهد شیوهی تسویه فرع بدهی‌های آن بصورت صعودی باشد و بلندمدت باشد، مسلماً اقتصاد در آینده با نرخ‌های بدون ریسک بالا مواجه خواهد بود و در نتیجه تامین مالی برای بخش خصوصی گران خواهد بود مگر آنکه بانک مرکزی با عرضه پول نرخ بهره را کاهش دهد که مسلماً پیامدهای تورمی برای آن متصور است. به هر حال ساختار جبران خدمات بدهی‌های دولتی نقش اساسی در جهت‌دهی‌های سرمایه‌گذاری‌های بخش خصوصی و نهادهای سپرده‌پذیر دارد و این مساله به عنوان ابزار سیاست مدیریت بدهی دولت شناخته می‌شود و می‌تواند سیاست‌های مالی و پولی آتی را نیز متأثر کند. در نتیجه سومین نیاز دولت به تامین مالی در ارتباط با جبران خدمات بدهی‌ها است.

۲-۴ سیاست‌گذاری مالی و مدیریت بدهی از طریق تغییر ترکیب ابزارهای تامین کسری مالی دولت

بر اساس اصول مالیه‌ی عمومی مناسب^۱، جبران کسری تراز عملیاتی با ایجاد مازاد تراز دارایی سرمایه‌ای امر نامطلوب از منظر اقتصادی است، بلکه دولت باید کسری تراز عملیاتی و دارایی‌های سرمایه‌ای را با مازاد تراز دارایی‌های مالی پوشش دهد همچنین در زمان وجود مازاد تراز عملیاتی و یا سرمایه‌ای، مقدار مازاد را به تراز دارایی‌های مالی انتقال دهد. به عبارت بهتر، دولت می‌تواند ترکیب طرف مخارج و درآمدهای بودجه را بنا به مصالح جامعه به شرط رعایت اصول مالیه‌ی عمومی مناسب و عدالت بین نسلی تغییر دهد به شرط آنکه، ارزش فعلی مجموع کسری بودجه‌های ایجاد شده در دوره‌ی رکود با ارزش فعلی مجموع مازاد بودجه‌های ایجاد شده در دوره‌ی رونق برابر خواهد بود. در واقع دولت‌ها در مقام سیاست‌گذار مالی مجاز هستند با رعایت عدالت بین نسلی و اصول مالیه عمومی در جهت ایفای نقش خود در شرایط رکود اقتصاد با ایجاد تعهدات مالی حجم

^۱ Sound Public Finance

مخارج عملیاتی و مخارج عمرانی را افزایش دهد و متقابلاً در زمان رونق میزان مالیات‌ها و درآمدهای سرمایه‌ای خود را افزایش داده و از این محل اقدام به تسویه تعهدات مالی خود کند ضمن آنکه دولت می‌تواند بدون آنکه حجم بودجه، تراز عملیاتی و سرمایه‌ای را تغییر دهد، صرفاً با جذب منابع مالی بیشتر از میزان کسری مالی خود ترکیب ابزارهای مالی خود را تغییر دهد و از این طریق سیاست‌های مدیریت بدهی‌های خود را پیگیری نماید.

جدول ۳: وضعیت تراز تملک دارایی‌های مالی بودجه دولت ج.ا.ا طی دوره‌ی زمانی ۱۳۸۱-۱۳۹۶ (ارقام به هزار میلیارد تومان)

وضعیت	عملکرد															مصوب
سال	۱۳۸۱	۱۳۸۲	۱۳۸۳	۱۳۸۴	۱۳۸۵	۱۳۸۶	۱۳۸۷	۱۳۸۸	۱۳۸۹	۱۳۹۰	۱۳۹۱	۱۳۹۲	۱۳۹۳	۱۳۹۴	۱۳۹۵	۱۳۹۶
منابع کل بودجه عمومی	۲۳/۰۰	۲۷/۶۲	۳۳/۵۷	۴۷/۱۰	۵۷/۵۰	۶۲/۹۶	۸۴/۲۲	۸۴/۵۳	۸۹/۶۱	۱۱۷/۵۳	۱۰۶/۴۴	۱۴۷/۶۸	۱۷۸/۳۲	۲۰۱/۷۱	۲۸۳/۰۱	۳۴۶/۷۵
واگذاری دارایی‌های مالی	۶/۴۸	۶/۸۳	۸/۰۷	۸/۳۳	۱۶/۱۱	۱۵/۶۶	۲۴/۶۲	۲۲/۰۱	۷/۶۰	۶/۰۹	۶/۷۷	۱۴/۷۳	۱۷/۳۷	۲۱/۹۸	۲۱/۷۴	۵۳/۷۰
تملك دارایی‌های مالی	۲/۷۶	۲/۴۱	۳/۱۵	۲/۲۵	۱/۳۶	۶/۰۶	۳/۶۵	۵/۳۳	۲/۳۹	۰/۸۶	۲/۲۲	۵/۹۰	۴/۵۴	۳/۸۲	۳۳/۸۹	۲۱/۵۷
خالص تراز	۳/۷۲	۴/۴۲	۴/۹۲	۶/۰۹	۱۴/۷۴	۹/۶۰	۲۰/۹۸	۱۶/۶۸	۵/۲۱	۵/۲۳	۴/۵۵	۸/۸۴	۱۲/۸۳	۱۸/۱۶	۲۸/۸۵	۳۲/۱۴
خالص واگذاری دارایی‌های مالی از کل بودجه (درصد)	۲۸/۱۸	۲۴/۷۴	۲۴/۰۴	۱۷/۶۹	۲۸/۰۱	۲۴/۸۷	۲۹/۲۴	۲۶/۰۴	۸/۴۸	۵/۱۸	۶/۳۶	۹/۹۸	۹/۷۴	۱۰/۸۹	۲۲/۱۷	۱۵/۴۹
واگذاری دارایی‌های مالی از کل بودجه (درصد)	۱۲/۰۲	۸/۷۴	۹/۳۷	۴/۷۷	۲/۳۷	۹/۶۲	۴/۳۳	۶/۳۱	۲/۶۷	۰/۷۳	۲/۰۸	۳/۹۹	۲/۵۵	۱/۸۹	۱۱/۹۸	۶/۲۲
خالص تراز از کل بودجه (درصد)	۱۶/۱۶	۱۶/۰۰	۱۴/۶۶	۱۲/۹۲	۲۵/۶۴	۱۵/۲۵	۲۴/۹۱	۱۹/۷۳	۵/۸۲	۴/۴۵	۴/۲۸	۵/۹۸	۷/۲۰	۹/۰۰	۱۰/۱۹	۹/۲۷
نسبت تراز به کل واگذاری‌های مالی (درصد)	۱۳۴/۴۸	۱۸۳/۰۷	۱۵۶/۴۶	۲۷۰/۸۵	۱۰۸۱/۶۷	۳۱۵/۵۶	۵۷۵/۳۳	۳۱۲/۸۵	۲۱۸/۱۸۳	۶۰۹/۶۵	۲۰۵/۶۲	۱۴۹/۸۳	۲۸۲/۴۶	۴۷۵/۲۴	۸۵/۱۳	۱۴۹/۰۴
رشد کل بوجه عمومی (درصد)	۷۸/۴۶	۲۰/۱۰	۲۱/۵۴	۴۰/۳۰	۲۲/۰۸	۹/۵۰	۳۳/۷۷	۰/۳۶	۶/۰۱	۳۱/۱۶	-۹/۴۳	۳۸/۷۴	۲۰/۷۵	۱۳/۱۱	۴۰/۳۱	۲۲/۵۲
رشد واگذاری دارایی‌های سرمایه‌ای (درصد)	۱۸۱۷/۲۴	۵/۴۳	۱۸/۱۰	۳/۲۶	۹۳/۳۰	-۲/۷۶	۵۷/۲۲	-۱۰/۶۱	-۶۵/۴۷	-۱۹/۸۷	۱۱/۱۵	۱۱۷/۶۲	۱۷/۹۳	۲۶/۴۸	۱۸۵/۵۰	-۱۴/۴۰
رشد تملك دارایی‌های سرمایه‌ای (درصد)	۶۷۵/۹۴	-۱۲/۶۷	۳۰/۳۶	-۲۸/۵۹	-۳۹/۳۳	۳۴۴/۴۰	-۳۹/۸۱	۴۶/۲۳	-۵۵/۲۰	-۶۴/۰۷	۱۵۸/۰۸	۱۶۶/۲۳	-۲۲/۹۶	-۱۵/۹۱	۷۸۷/۱۳	-۳۶/۳۷
رشد مازاد تراز سرمایه‌ای (درصد)	-۲۰۵۵۶/۰۳	۱۸/۸۸	۱۱/۴۱	۲۳/۶۱	۱۴۲/۲۷	-۳۴/۸۶	۱۱۸/۴۱	-۲۰/۴۸	-۶۸/۷۵	۰/۳۹	-۱۲/۹۵	۹۳/۹۹	۴۵/۲۳	۴۱/۴۹	۵۸/۹۱	۱۱/۴۰

ماخذ: بانک مرکزی ج.ا.ا و محاسبات تحقیق

۳ چرایی نیاز دولت به اوراق بهادار و اوراق متناسب با نیازهای دولت جمهوری اسلامی ایران

دولت جمهوری اسلامی ایران در سال‌های گذشته به دلیل بر عهده گرفتن تعهدات بیشتر از توانایی مالی خود دچار کسری بودجه شده که در این میان نبود ابزاری مناسب برای پوشش و تامین این کسری شرایط را دشوارتر نیز کرده بود. هر چند در گذشته این کسری بودجه از طریق درآمدهای نفتی تا حدودی جبران می‌شد، اما در سال‌های اخیر به دلیل تحریم‌ها، کسری بودجه بیشتر شد. از پیامدهای این امر نیز رشد بدهی‌های دولت به پیمانکاران و نظام بانکی بود. این در حالی است که پیمانکاران و بانک‌ها به دلیل طلبکاری از دولت، اگر با کمبود نقدینگی مواجه شوند، کمبود نقدینگی در کل اقتصاد کشور بوجود می‌آید. به هر حال، دولت می‌تواند با انتشار اوراق بهادار اسلامی همچون اسناد خزانه و واگذاری آن به پیمانکاران و بانک‌هایی که مطالباتی از دولت دارند، نه تنها بدهی دولت با ایشان تسویه شده است بلکه عملاً با این کار، بدهی دولت به اوراق بهاداری تبدیل شده است که به دلیل پشتیبانی قانون از آن، قابلیت نقل و انتقال خواهند داشت. قابلیت نقل و انتقال و معاملات ثانوی اوراق بهادار دولتی از آن جهت حائز اهمیت است که به این وسیله امکان نقد شدن آن در بازار

فراهم شده و پیمانکاران دارنده آن به وجوه نقد دست پیدا خواهند کرد. علاوه بر این با معاملات ثانوی این اوراق، قیمت آنها و نرخ سود بازار نیز کشف خواهد شد. طبق ادبیات موجود، اوراق منتشره توسط دولت‌ها (وزارت اقتصاد یا وزارت خزانه‌داری در سایر کشورها) به دلیل پشتیبانی توسط مالیات دریافتی دولت‌ها، دارای کمترین ریسک نکول هستند و به همین دلیل معمولاً از آنها به عنوان اوراق بدون ریسک یاد می‌شود. اگر دولت در ایران بتواند در یک چارچوب نظام‌مند و مطلوب توسعه مالی اقتصاد کشور به انتشار اوراق بهادار اسلامی اقدام کند، قادر خواهد بود نه تنها از اوراق در راستای سیاست‌گذاری بهینه مالی استفاده کند، بلکه دولت هم بخشی از نیاز مالی خود را از طریق انتشار اوراق بهادار اسلامی رفع خواهد کرد و هم منجر به توسعه بازار سرمایه در کشور خواهد شد. علاوه بر این در سال‌های اخیر، بازار اوراق بهادار اسلامی (صکوک) به صورت قابل توجهی در سطح جهان توسعه یافته است؛ به طوریکه که، حتی کشورهایی که نظام اقتصادی و فرهنگی آنها غیر اسلامی است و بیشتر تاکید بر نظام تامین مالی متعارف دارند نیز به استفاده از این اوراق روی آورده‌اند. دلیل این امر بیشتر به تنوع و قابلیت بالای صکوک در رفع نیازهای شرکت‌ها و نهادهای حاکمیتی در کشورهای اعم از اسلامی و غیراسلامی بر می‌گردد. با توجه به این شرایط، در مساله تامین مالی نیازهای مختلف دولت و پرداخت‌های بهره‌ای آن نیز صکوک به صورت گسترده در کشورها مورد استفاده قرار می‌گیرد. توجه به این تجربیات نشان می‌دهد که دولت جمهوری اسلامی ایران نیز می‌تواند جهت رفع بخشی از نیازهای مالی خود اقدام به انتشار اوراق بهادار دولتی نماید (کریمی و سلمان، ۱۳۹۶).

همان‌طور که در بخش قبلی بحث شد دولت جمهوری اسلامی ایران در چهار مقوله‌ی زیر نیازمند تامین مالی هستند:

- تامین کسری تراز عملیاتی
- تامین هزینه تملک دارایی‌های مالی
- تامین هزینه‌های جبران خدمات بدهی
- سیاستگذاری مالی و مدیریت بدهی

دولت‌ها در اقتصاد ایران همواره با کسری تراز عملیاتی، مازاد تراز دارایی‌های سرمایه‌ای و مالی مواجه بوده‌اند. به عبارت بهتر کسری تراز عملیاتی از طریق ایجاد مازاد در تراز دارایی‌های سرمایه‌ای و مالی جبران شده است. این در حالی است که مازاد تراز دارایی‌های سرمایه‌ای منجر به کاهش سرمایه‌گذاری دولت در اقتصاد می‌شود و این مساله پیامدهای منفی برای رشد و توسعه اقتصادی می‌تواند در پی داشته باشد؛ همچنین مازاد تراز دارایی‌های مالی علاوه بر اینکه تعهدات آتی برای دولت ایجاد می‌کند، بلکه نوع شیوه‌ی تامین مالی دولت برای

ایجاد این مازاد به شدت اقتصاد را متاثر می کند. به هر حال در کشور ایران ایجاد مازاد تراز در تملک دارایی های مالی بیشتر از محل حساب ذخیره ارزی، استقرار از نظام بانکی بوده است. به عبارت بهتر در بین ابزارهای تامین مالی کسری بودجه دولت، اوراق بدهی و بهادار اسلامی کمتر مورد توجه دولت ها در ایران قرار گرفته است. در جدول زیر خلاصه اوراق بهادار اسلامی قابل استفاده برای رفع انواع نیازهای مالی دولت و قابلیت عرضه آنها در بازار بر اساس تجربیات داخلی و جهانی ممکن است ارائه شده است (در بخش هفت گزارش «عملکرد بازار بدهی در ایران» تجربیات ایران ارائه شده است). این جدول بر اساس اصول شریعت تنظیم شده است و مسائل و ملاحظات اقتصاد کلان در آن لحاظ نشده است. بر اساس ملاحظات اقتصاد کلان مسلما استفاده از اوراق بهادار اسلامی برای جبران کسری تراز عملیاتی مطلوب نیست.

جدول ۴: خلاصه اوراق بهادار اسلامی قابل استفاده برای رفع انواع نیازهای مالی دولت و قابلیت عرضه آنها در بازار

مصور از تورم	استصناع		مشاركت	وكاله	مراجعه دولتي	منفعت	سلف	بذره نفع دوم	بذره نفع اول	استاد بزرگانه	اوراق بهادار اسلامی	نیاز مالی دولت ج.ا.ا.
	تركيبي (استصناع، مشاركت، اجاره)	قابل تبديل به سهام										
				*		*	*	*		*	جبران خدمات کارکنان	کاهش کسری تراز عملیاتی
				*	*	*	*	*		*	خرید کالاها و خدمات مصرفی	
				*		*	*	*		*	پرداخت های بهره ای	
				*		*	*	*		*	سایر هزینه ها (یارانه، کمک های بلاعوض، مزایای اجتماعی و سایر پرداخت ها)	
				*		*	*	*		*	تقدم و تاخر تخصیص و تحقق درون بودجه ای	
*		*	*	*	*	*	*	*	*	*	طرح های عمرانی انتفاعی	تملك دارایی های سرمایه ای
*		*	*	*	*	*	*	*	*	*	طرح های عمرانی غیر انتفاعی	
			*	*	*	*	*	*		*	طرح های مطالعاتی	
			*	*	*	*	*	*		*	تقدم و تاخر تخصیص و تحقق درون بودجه ای	
			*	*	*	*	*	*		*	تسویه اصل و فرع بدهی های دولت	
*		*	*	*	*	*	*	*	*	*	مدیریت بدهی های دولت	

ماخذ: کریمی و سلمانی (۱۳۹۶)

هزینه های عملیاتی (جاری) دولت در اقتصاد ایران همواره روند رو به رشدی داشته است، به طوریکه درآمدهای عمومی دولت قادر به پوشش این هزینه ها نبوده است. از اینرو، دولت لاجرم بخشی از درآمدهای ریالی نفت را به هزینه های عملیاتی تخصیص می دهد و از حجم تملک دارایی های سرمایه ای خود می کاهد و این کاهش در

زمانیکه که شوک‌های منفی در درآمدی نفت رخ داده باشد، تشدید نیز می‌شود (سلمانی و همکاران، ۱۳۹۶). زمانی که ایجاد مازاد در تراز دارایی‌های سرمایه‌ای دولت قادر به پوشش جبران کسری تراز عملیاتی نباشد، میزان پوشش داده نشده، با ایجاد مازاد در تراز دارایی‌های مالی دولت پوشش داده می‌شود. به این مفهوم که بخشی از کسری تراز عملیاتی دولت به صورت مستقیم یا غیرمستقیم از طریق استقراض تامین مالی می‌شود. این در حالی است که ایجاد مازاد در تراز دارایی‌های سرمایه‌ای و تراز دارایی‌های مالی با هدف تخصیص مازاد حاصل شده به جبران کسری تراز عملیاتی دولت به هیچ وجه سیاست مناسبی نبوده و پیامدهای نامطلوب متنوعی در اقتصاد دارد. به عبارت دقیق‌تر چنین تخصیصی مشکل ناسازگاری زمانی دارد. همان‌طور که از نگاه نسل جاری به برنامه‌های مالی دولت‌ها در سال‌ها و دهه‌ی اخیر این ناسازگاری و نابهنجی تخصیص هویدا است، اگر با همین ساختار نظام بودجه‌ریزی دولت در کشور ادامه یابد، نسل‌های آتی نیز این تخصیص نابهنجه را با شدت بیشتری لمس خواهند کرد. یک مسأله‌ی مهم دیگر این است که تامین مالی کسری تراز عملیاتی دولت از محل انتشار اوراق بهادار اسلامی هر چند از منظر شریعت مشکلی ندارد اما از منظر ملاحظات اقتصاد کلان میسر نیست. چراکه اوراق اسلامی عمدتاً برای فعالیت‌های اقتصادی قابل تعریف می‌باشند که مبتنی بر دارایی هستند. یعنی یا فعالیت اقتصادی مبتنی بر یک دارایی شکل می‌گیرد یا فعالیت اقتصادی منجر به ایجاد یک دارایی می‌شود. از آنجا که هزینه‌های جاری دولت نه مبتنی بر یک دارایی است و نه منجر به شکل‌گیری یک دارایی می‌شود نمی‌توان در مورد این هزینه‌ها اوراق بهادار اسلامی منتشر کرد. باید توجه داشت که منابع حاصل از برخی از اوراق بهادار اسلامی به موضوعی خاص تعلق می‌گیرد و برخی دیگر را بانی می‌تواند در امور مختلف به کار گیرد. برای مثال وقتی اوراق مشارکت یک پروژه منتشر می‌گردد منابع حاصل از انتشار فقط به موضوع پروژه تعلق می‌گیرد. یا منابع حاصل از انتشار اوراق مرابحه فقط در خرید تجهیزات مورد استفاده قرار می‌گیرد. اما اگر از اوراقی همچون اجاره نوع دوم که بر اساس اوراق بهادار سازی دارایی‌های بانی منتشر می‌شود استفاده گردد منابع حاصل از این اوراق قابلیت استفاده در امور مختلف دارد که غالباً برای تامین نقدینگی بانی منتشر می‌گردد. بر اساس مباحث مذکور در ارتباط با کسری تراز عملیاتی دولت به طور خلاصه چند مسأله‌ی زیر قابل بیان است:

- (۱) درآمدهای نفتی منجر به توسعه‌ی غیربهنجی هزینه‌های جاری دولت شده است.
- (۲) هزینه‌های جاری دولت برای کاهش انعطاف‌پذیر نیستند.
- (۳) کسری تراز عملیاتی بدلیل بالا بودن حجم فعالیت‌های عملیاتی دولت و پایین بودن تلاش مالیاتی دولت رخ داده است.

۴) کسری تراز عملیاتی از محل ایجاد مازاد در تراز دارایی‌های سرمایه‌ای و تراز دارایی‌های مالی یک امر نامطلوب محسوب شده و دچار مشکل ناسازگاری زمانی است.

۵) جهت جبران کسری تراز عملیاتی حداقل امکان از اوراق بهادار اسلامی استفاده نشود.

با توجه به مسائل فوق، ایجاد کسری در تراز عملیاتی بودجه‌ی دولت جمهوری اسلامی ایران (بدلیل پیامدهای جبران این نوع کسری و مطلوب نبودن بکارگیری اوراق بهادار اسلامی در جهت جبران این کسری) امر مفید و مثبتی تلقی نمی‌شود. بر همین اساس شایسته است دولت به اصلاح ساختار بودجه و رعایت انضباط مالی مقید شود. در این راستا توصیه‌ی می‌شود؛

۱) دولت حداقل امکان از هر عملی که منجر به افزایش حجم هزینه‌های جاری دولت شود، امتناع کند؛ حتی اگر دارایی‌های سرمایه‌ای دولت از محل فروش نفت یا به هر دلیل دیگری مازد بر ظرفیت جذب در تملک دارایی‌های سرمایه‌ای شد، دولت به شدت مراقبت کند که هزینه‌های جاری دولت را با امیدواری به این مازاد افزایش ندهد. چرا که هزینه‌های جاری دولت نسبت به کاهش انعطاف‌پذیر نیست و هر افزایش هزینه‌ی جاری به مفهوم ایجاد یک تعهد مالی است که از محل تامین آن اطمینان چندانی وجود ندارد.

۲) دولت تلاش مالیاتی خود را افزایش دهد و اقدام به پیاده‌سازی سیستم‌های جامع مالیاتی در جامعه کند. آنچه مسلم است دولت نباید در شرایط رکودی به افزایش نرخ مالیات‌ها اقدام کند، چرا که همین امر اندک رمقی باقی مانده در بخش خصوصی برای فعالیت‌های اقتصادی را از بین می‌برد؛ بلکه دولت بیش از هر چیزی باید بر افزایش تلاش و پایه‌های مالیاتی و ممانعت از فرارهای مالیاتی تمرکز کند.

۳) فعالیت‌های عمرانی دولت علاوه بر شوک تقاضا بودن برای بخش خصوصی به عنوان یک شوک عرضه برای بخش خصوصی نیز محسوب می‌شود. چرا که سرمایه‌گذاری دولت در امور زیربنایی و عمرانی به عنوان ترغیب‌کننده و تسهیل‌کننده فعالیت‌های بخش خصوصی در اقتصاد محسوب می‌شود. زمانی که دولت بدلیل کسری تراز عملیاتی از حجم پروژه‌های عمرانی خود می‌کاهد و یا

آنها را به تعویق می‌اندازد، عملاً فرصت توسعه و رشد پایه‌های مالیاتی را از بین می‌برد. این امر اصلاح ساختار مالی دولت را پیچیده‌تر و مشکل‌تر می‌کند.

۴) دولت تا حد ممکن سیاست‌های مقتضی مناسبی (از جمله خصوصی سازی، برون سپاری، حذف هزینه‌های غیرضروری در بودجه و ...) که منجر به کاهش اندازه‌ی هزینه‌های جاری دولت و توسعه سهم بخش خصوصی در اقتصاد می‌شوند را بکار گیرد.

هر چند در کوتاه مدت نمی‌توان رویکردهای مذکور را به صورت کامل پیاده کرد اما پیگیری این رویکردها در کوتاه مدت منجر به کاهش کسری تراز عملیاتی، در میان مدت تعدیل قابل ملاحظه‌ی آن و در بلندمدت مساله‌ی کسری تراز عملیاتی دولت اصلاح کامل و به صورت ریشه‌ای حل خواهد شد. دنبال کردن چنین روندی منجر خواهد شد شیوه‌های معمول جبران کسری تراز عملیاتی دولت با تمام معضلات و پیامدهایی که برای اقتصاد کشور و خود دولت دارد در طول زمان موضوعیت خود را از دست بدهند. دستیابی به موقعیت مذکور، مسلماً مطلوب و برآورنده دولت جمهوری اسلامی ایران است. به هر حال دولت در کوتاه مدت ناگزیر به استفاده از درآمدهای حاصل از واگذاری دارایی‌های سرمایه‌ای بویژه نفت در راستای تامین کسری تراز عملیاتی است اما در طول زمان با اصلاح ساختار مالی و رعایت انضباط مالی بر مبنای توصیه‌های فوق قادر خواهد بود، رویه‌ی تخصیص درآمدهای نفتی به هزینه‌های جاری را اصلاح کند و در نهایت ارتباط بین این دو مقوله را قطع نماید. در نتیجه به طور خلاصه بر مبنای ملاحظات اقتصاد کلان راهکارهای زیر در راستای کنترل اندازه کسری تراز عملیاتی توسط دولت توصیه می‌شود:

- امتناع دولت از هر عملی که منجر به افزایش حجم هزینه‌های جاری دولت شود.
- افزایش تلاش مالیاتی دولت و پیاده‌سازی سیستم‌های جامع مالیاتی در جامعه با هدف افزایش تلاش و پایه‌های مالیاتی و ممانعت از فرارهای مالیاتی
- پیاده سازی سیاست‌های مقتضی مناسب (از جمله خصوصی سازی، برون سپاری، حذف هزینه‌های غیرضروری در بودجه و ...) با هدف کاهش اندازه‌ی هزینه‌های جاری دولت و توسعه سهم بخش خصوصی در اقتصاد
- در کوتاه مدت دولت از محل منابع متعارف (به غیر از اوراق بهادار) می‌تواند برای رفع کسری استفاده کند اما در بلندمدت اصلاح و انضباط ساختار مالی تنها راهکار ممکن است.

اما از آنجا که عمده‌ی اوراق بهادار اسلامی با پشتوانه دارایی و پروژه قابل انتشار هستند، دولت می‌تواند امور و سرفصل‌های مختلف تملک دارایی‌های سرمایه‌ای مورد نیاز کشور را از طریق انتشار اوراق بهادار اسلامی پوشش دهد. استفاده از اوراق بهادار اسلامی مانع از کاهش و تاخیر اجرای پروژه‌های عمرانی می‌شود. ضمن آنکه دولت می‌تواند از این طریق عدالت بین نسلی را نیز بهبود بخشد.

۴. مروری بر وضعیت متغیرهای بازارهای مالی در ایران

نهادهای اقتصادی برای تأمین مالی فعالیت‌های خود نیازمند منابع مالی و در مقابل برخی نهادهای اقتصادی نیز دارای منابع مالی هستند که بدنبال پس‌انداز یا سرمایه‌گذاری آنها است. در این بین، بازارهای مالی در هدایت پس‌اندازها به سرمایه‌گذاری‌های مولد نقش ایفا می‌کنند. نظام‌های مالی به دو گروه بانک محور و بازار محور طبقه‌بندی می‌شوند. در نظام‌های بانک محور، تجهیز پس‌اندازها و تخصیص اعتبارات عمدتاً از طریق بانک انجام می‌شود. در نظام‌های بازار محور، بازار سرمایه با ارایه فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور به پس‌اندازکنندگان، منابع لازم جهت فعالیت‌های اقتصادی را تأمین در انباشت سرمایه و توسعه اقتصادی نقش برجسته‌تری دارد. این دو نظام در بسیاری از کشورها وجود دارند، ولی وزن آنها در کشورهای مختلف متفاوت است (رحمانی، ۱۳۸۸: ۱۴۵). در اقتصاد ایران به دلیل عمق کم بازار سرمایه و نبود جایگزین‌های مناسب تأمین مالی بانکی، نظام تأمین مالی در اقتصاد ایران یک نظام بانک محور بوده و بانک‌ها مسئولیت زیادی در تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و بزرگ و همچنین تأمین مالی کوتاه‌مدت و بلندمدت دارند (مرکز پژوهش‌های مجلس، ۱۳۹۵: ۳). در ادامه وضعیت دو نهاد بازار سرمایه و بازار پول و بانکی پرداخته می‌شود.

۴-۱ وضعیت نقدینگی و اندازه بازار پول و بانک

نقدینگی به‌طور کلی از سه جزء «اسکناس و مسکوک»، «سپرده‌های دیداری» و «سپرده‌های غیردیداری» تشکیل می‌شود. جمع دو جزء نخست نشان‌دهنده «پول» و جزء آخر معرف «شبه پول» است. در بین دو جزء نقدینگی، «پول» خاصیت «نقدشوندگی» بیشتری دارد و دارای سرعت گردش بیشتری در اقتصاد است و در مقابل، «شبه پول» اگرچه می‌تواند با استفاده از ابزارهای اعتباری و اوراق، برای خرید کالاها و خدمات مورد استفاده قرار بگیرد، اما به دلیل پایین بودن میزان نقدشوندگی و ماهیت آن به‌عنوان یک سپرده مدت‌دار بانکی، از سرعت گردش پایین‌تری برخوردار است. یکی از مهم‌ترین خصوصیات شبه پول، ضد تورمی بودن آن در کوتاه‌مدت است چرا که دارندگان این دارایی لاقبل برای مدتی از هزینه و خرج کردن آن منصرف شده‌اند. بیشتر منابع شبکه بانکی از محل سپرده‌های مدت دار تأمین مالی می‌شود.

بررسی روند کل نقدینگی در کشور طی دوره‌ی زمانی ۱۳۸۱-مهر ۱۳۹۶ نشان می‌دهد که نقدینگی ۴۱/۷۵ هزار میلیارد تومان در سال ۱۳۸۱ به ۱۴۰۳/۰۵ هزار میلیارد تومان در مهر ماه ۱۳۹۶ رسیده است یعنی ۳۳/۶ برابر شده است. پول نیز از ۱۸/۲۷ هزار میلیارد تومان در سال ۱۳۸۱ به ۱۶۳/۸ هزار میلیارد تومان در مهر ماه ۱۳۹۶ رسیده است (۶/۹۷ برابر). همچنین شبه پول از ۲۳/۴۹ هزار میلیارد تومان به رقم ۱۲۳۹/۲۵ هزار میلیارد تومان در مهر ۱۳۹۶ رسیده است (۵۲/۷۶ برابر). این شرایط باعث شده است که سهم شبه پول از ۵۶/۲۵ درصد در سال ۱۳۹۶ به ۸۸/۳۳ درصد در مهر ۱۳۹۶ برسد. یکی از مهم‌ترین عواملی که موجب این وضعیت شده، سطح نرخ‌های سود سپرده‌های بانکی بوده است که در فقدان جذابیت بازارهای موازی، موجب جذب بیشتر سپرده‌های مدت‌دار در سیستم بانکی شده است. این موضوع به‌رغم تبعات مثبت، پیامدهای نامطلوبی همچون مطالبات غیرجاری یا دارایی‌های سمی و بدون نقدشوندگی بانک‌ها نیز شده است.

تناسب میزان نقدینگی با حجم کالا و خدمات عرضه شده در هر جامعه به منظور کنترل تورم برای نهادهای ناظر پولی هر کشور از اهمیت بسزایی برخوردار است. در واقع این تناسب نشان می‌دهد که نظام بانکی چقدر در توسعه‌های فعالیت مولد خدماتی و تولیدی نقش داشته است. معیار نسبت نقدینگی به تولید ناخالص داخلی در سال ۱۳۸۱ برابر با ۳۹/۴۳ درصد بوده است که به رقم ۹۵/۳۱ درصد در سال ۱۳۹۵ رسیده است. طی دوره‌ی ۱۳۸۱ الی ۱۳۹۵ کل تولید ناخالص داخلی به قیمت‌های جاری ۱۲/۴۲ برابر شده است در حالیکه نقدینگی ۳۰/۰۲ برابر شده است (سطح عمومی قیمت کالاها و خدمات مصرفی نیز طی دوره ۱۳۸۱-۱۳۹۵، حدود ۹/۱۵ برابر شده است). در نتیجه تولید حقیقی طی دوره‌ی ۱۳۸۱-۱۳۹۵ کمتر از ۱/۵ برابر شده است.

جدول ۵: وضعیت نقدینگی و اندازه بازار پول و بانک

سال	نقدینگی به تفکیک (هزار میلیارد تومان)			GDP (هزار میلیارد تومان)			سهم (درصد)			ب. نقدینگی (درصد)	رشد (درصد)			
	کل نقدینگی	پول	شبه پول	کل نقدینگی	پول	شبه پول	کل نقدینگی	پول	شبه پول		کل نقدینگی	پول	شبه پول	تولید ناخالص داخلی
۱۳۸۱	۴۱/۷۵	۱۸/۲۷	۲۳/۴۹	۱۰۵/۹۰	۴۳/۷۵	۵۶/۲۵	۱۰۰/۰۰	۴۳/۷۵	۵۶/۲۵	۳۹/۴۳	۳۰/۰۹	۲۷/۷۷	۳۱/۹۵	۳۸/۶۴
۱۳۸۲	۵۲/۶۶	۲۱/۷۴	۳۰/۹۲	۱۳۰/۱۶	۴۱/۲۸	۵۸/۷۲	۱۰۰/۰۰	۴۱/۲۸	۵۸/۷۲	۴۰/۴۶	۲۶/۱۲	۱۹/۰۰	۳۱/۶۶	۲۲/۹۱
۱۳۸۳	۶۸/۵۹	۲۵/۲۸	۴۳/۳۱	۱۶۳/۷۰	۳۶/۸۶	۶۳/۱۴	۱۰۰/۰۰	۳۶/۸۶	۶۳/۱۴	۴۱/۹۰	۳۰/۲۵	۱۶/۳۱	۴۰/۰۴	۲۵/۷۷
۱۳۸۴	۹۲/۱۰	۳۱/۷۹	۶۰/۳۱	۲۰۲/۹۹	۳۴/۵۲	۶۵/۴۸	۱۰۰/۰۰	۳۴/۵۲	۶۵/۴۸	۴۵/۳۷	۳۴/۲۹	۲۵/۷۵	۳۹/۲۷	۲۴/۰۰
۱۳۸۵	۱۲۸/۴۲	۴۱/۴۵	۸۶/۹۷	۲۴۴/۲۲	۳۲/۲۸	۶۷/۷۲	۱۰۰/۰۰	۳۲/۲۸	۶۷/۷۲	۵۲/۵۸	۳۹/۴۳	۳۰/۳۹	۴۴/۲۰	۲۰/۳۱
۱۳۸۶	۱۶۴/۰۳	۵۳/۵۷	۱۱۰/۴۶	۳۲۴/۷۳	۳۲/۶۶	۶۷/۳۴	۱۰۰/۰۰	۳۲/۶۶	۶۷/۳۴	۵۰/۵۱	۲۷/۷۳	۲۹/۲۳	۲۷/۰۱	۳۲/۹۷
۱۳۸۷	۱۹۰/۱۴	۵۲/۵۵	۱۳۷/۵۹	۳۸۸/۷۷	۲۷/۶۴	۷۲/۳۶	۱۰۰/۰۰	۲۷/۶۴	۷۲/۳۶	۴۸/۹۱	۱۵/۹۲	-۱/۹۱	۲۴/۵۶	۱۹/۷۲
۱۳۸۸	۲۳۵/۵۹	۶۰/۱۷	۱۷۵/۴۲	۴۱۰/۷۵	۲۵/۵۴	۷۴/۴۶	۱۰۰/۰۰	۲۵/۵۴	۷۴/۴۶	۵۷/۳۶	۲۳/۹۱	۱۴/۵۰	۲۷/۵۰	۵/۶۵
۱۳۸۹	۲۹۴/۸۹	۷۵/۸۷	۲۱۹/۰۲	۵۰۳/۵۸	۲۵/۷۳	۷۴/۲۷	۱۰۰/۰۰	۲۵/۷۳	۷۴/۲۷	۵۸/۵۶	۲۵/۱۷	۲۶/۱۰	۲۴/۸۵	۲۲/۶۰
۱۳۹۰	۳۵۴/۲۶	۸۹/۷۶	۲۶۴/۵۰	۶۳۹/۶۳	۲۵/۳۴	۷۴/۶۶	۱۰۰/۰۰	۲۵/۳۴	۷۴/۶۶	۵۵/۳۸	۲۰/۱۳	۱۸/۳۰	۲۰/۷۷	۲۷/۰۲
۱۳۹۱	۴۶۰/۶۹	۱۱۳/۶۷	۳۴۷/۰۲	۷۳۴/۱۹	۲۴/۶۷	۷۵/۳۳	۱۰۰/۰۰	۲۴/۶۷	۷۵/۳۳	۶۲/۷۵	۳۰/۰۵	۲۶/۶۴	۳۱/۲۰	۱۴/۷۸
۱۳۹۲	۶۳۹/۵۵	۱۱۹/۶۰	۵۱۹/۹۵	۹۹۳/۴۰	۱۸/۷۰	۸۱/۳۰	۱۰۰/۰۰	۱۸/۷۰	۸۱/۳۰	۶۴/۳۸	۳۸/۸۲	۵/۲۲	۴۹/۸۳	۳۵/۳۰
۱۳۹۳	۷۸۲/۳۸	۱۲۰/۷۶	۶۶۱/۶۳	۱۱۵۱/۷۵	۱۵/۴۳	۸۴/۵۷	۱۰۰/۰۰	۱۵/۴۳	۸۴/۵۷	۶۷/۹۳	۲۲/۳۳	۰/۹۶	۲۷/۲۵	۱۵/۹۴
۱۳۹۴	۱۰۱۷/۲۸	۱۳۶/۷۰	۸۸۰/۵۸	۱۱۴۱/۴۲	۱۳/۴۴	۸۶/۵۶	۱۰۰/۰۰	۱۳/۴۴	۸۶/۵۶	۸۹/۱۲	۳۰/۰۲	۱۳/۲۰	۳۳/۰۹	-۰/۹۰
۱۳۹۵	۱۲۵۳/۳۹	۱۶۳/۰۳	۱۰۹۰/۳۶	۱۳۱۵/۱۳	۱۳/۰۱	۸۶/۹۹	۱۰۰/۰۰	۱۳/۰۱	۸۶/۹۹	۹۵/۳۱	۲۳/۲۱	۱۹/۲۶	۲۳/۸۲	۱۵/۲۲
مهر ۱۳۹۶	۱۴۰۳/۰۵	۱۶۳/۸۰	۱۲۳۹/۲۵	۷۴۵/۳۴	۱۱/۶۷	۸۸/۳۳	۱۰۰/۰۰	۱۱/۶۷	۸۸/۳۳	۱۸۸/۲۴	۲۳/۳۰	۱۳/۰۰	۲۴/۸۰	۱۴/۸۰

ماخذ: بانک مرکزی ج.ا.و محاسبات تحقیق

۴-۲ اندازه بازار سهام بورس اوراق بهادار

ارزش معاملات در بورس اوراق بهادار ایران طی دوره‌ی زمانی ۱۳۸۱-۱۳۹۵ رشد قابل توجهی داشته است. بطوریکه از ۲۳ هزار میلیارد ریال در سال ۱۳۸۱ به ۱۱۰۰ هزار میلیارد ریال در انتهای سال ۱۳۹۵ رسیده است. از سوی دیگر ارزش بازار نیز از ۱۱۸ هزار میلیارد تومان در سال ۱۳۸۱ به ۴۷۸۳ هزار میلیارد تومان شش ماه ابتدایی سال ۱۳۹۶ رسیده است. از نظر سهمی نیز نسبت ارزش معاملات به کل تولید ناخالص داخلی کشور در سال ۱۳۸۱ برابر با ۲/۱۵ درصد بوده است که این رقم در سال ۱۳۹۵ به ۴/۰۹ درصد رسیده است. نسبت ارزش جاری بازار به تولید ناخالص داخلی نیز از ۱۱/۱۴ درصد در سال ۱۳۸۱ به ۳۲/۴۵ درصد در سال ۱۳۹۵ رسیده است.

جدول ۶: ارزش معاملات و اندازه بازار سهام بورس تهران و فرابورس ایران

سال	هزار میلیارد ریال		رشد (درصد)		نسبت به GDP (درصد)	
	ارزش معاملات	ارزش جاری بازار در انتهای دوره	هزینه ناخالص داخلی	ارزش معاملات	ارزش جاری بازار	ارزش معاملات
۱۳۸۱	۲۳	۱۱۸	۱۰۵۹	۱۹۰٫۸	۴۴٫۱۸	۲٫۱۷
۱۳۸۲	۶۷	۳۱۰	۱۳۰۲	۱۹۱٫۳	۱۶۲٫۷	۵٫۱۵
۱۳۸۳	۱۰۴	۳۸۸	۱۶۳۷	۵۵٫۲	۲۵٫۲	۶٫۳۵
۱۳۸۴	۵۹	۳۲۶	۲۰۳۰	-۴۳٫۴	-۱۶٫۰	۲٫۹۰
۱۳۸۵	۵۶	۳۹۵	۲۴۴۲	-۴٫۵	۲۱٫۳	۲٫۳۰
۱۳۸۶	۷۳	۴۶۲	۳۲۴۷	۳۰٫۲	۱۷٫۰	۲٫۲۵
۱۳۸۷	۱۳۷	۴۴۹	۳۸۸۸	۸۷٫۴	-۲٫۸	۳٫۵۳
۱۳۸۸	۱۸۶	۶۵۴	۴۱۰۷	۳۵٫۷	۴۵٫۷	۴٫۵۳
۱۳۸۹	۲۸۰	۱۲۳۵	۵۰۳۶	۵۰٫۲	۸۸٫۸	۵٫۵۵
۱۳۹۰	۳۱۴	۱۶۱۶	۶۳۹۶	۱۲٫۱	۳۰٫۸	۴٫۹۰
۱۳۹۱	۴۱۱	۲۲۰۰	۷۳۴۲	۳۱٫۲	۳۶٫۱	۵٫۶۰
۱۳۹۲	۱۲۶۷	۴۸۱۲	۹۹۳۴	۲۰۷٫۹	۱۱۸٫۷	۱۲٫۷۵
۱۳۹۳	۸۹۲	۳۶۳۸	۱۱۵۱۷	-۲۹٫۶	-۲۴٫۴	۷٫۷۴
۱۳۹۴	۱۰۱۵	۴۴۲۷	۱۱۴۱۴	۱۳٫۸	۲۱٫۷	۸٫۸۹
۱۳۹۵	۱۱۰۰	۴۲۶۷	۱۳۱۵۱	۸٫۳	-۳٫۶	۸٫۳۶
نیمسال اول ۱۳۹۶	۴۹۳	۴۷۸۳	۷۳۳۶	-۵۵٫۲*	۱۲٫۱*	۶٫۷۲

* رشد نسبت به دوره‌ی مشابه در سال گذشته است.

ماخذ: گروه آمار و تحلیل ریسک مرکز پژوهش سازمان بورس، بانک مرکزی ج.ا.و محاسبات تحقیق

۴-۳ وضعیت نرخ‌های هزینه تامین مالی و بازدهی در بازارهای مالی

سرمایه گذاری توسط عاملین اقتصادی با تخصیص منابع مالی به یک فعالیت اقتصادی معین با هدف کسب سود در آینده تعریف می شود. سرمایه گذاران بر اساس رفتار انتظار عقلایی همواره گزینه‌های مختلف سرمایه گذاری

را بر اساس میزان منافع و هزینه‌های آنها مقایسه می‌کنند و گزینه‌ای که متناسب با شرایط مالی و حتی غیر مالی خودشان است را انتخاب می‌کنند. مهم‌ترین موضوعی که آنها در انتخاب گزینه سرمایه‌گذاری مدنظر قرار می‌دهند نرخ بازده موضوع سرمایه‌گذاری است. نرخ بازده هر موضوع سرمایه‌گذاری منحصر به فرد است و بر اساس مولفه‌های تاثیرگذار بر فرآیندهای اجرایی، مالی و مدیریتی مربوطه تعیین می‌شود. در کل نرخ بازده مورد نیاز هر گزینه سرمایه‌گذاری به صورت زیر است:

- ارزش زمانی پول در مدت سرمایه‌گذاری (نرخ بازدهی بدون ریسک حقیقی)
- نرخ تورم مورد انتظار در طول دوره سرمایه‌گذاری
- ریسک‌های پروژه (صرف ریسک)

مجموع این سه جزء «نرخ بازده مورد نیاز» نامیده می‌شود. یعنی حداقل نرخ بازدهی که از موضوع سرمایه‌گذاری انتظار می‌رود. لذا اگر سرمایه‌پذیر نرخ را برای سرمایه‌گذار در پروژه‌ای پیشنهاد دهد و این نرخ از نرخ بازده مورد نیاز آن پروژه کمتر باشد، سرمایه‌گذار نخواهد پذیرفت. در یک سرمایه‌گذاری بدون ریسک، سرمایه‌گذار نسبت به مقدار و زمان کسب بازده‌های مورد انتظار مطمئن است اما بیشتر سرمایه‌گذاری‌ها مطابق با این الگو نمی‌باشند و سرمایه‌گذار، معمولاً نسبت به درآمد به دست آمده اطمینان ندارند. سرمایه‌گذاری‌ها از طیف اوراق بهادار بدون ریسک تا موضوعات سرمایه‌گذاری با ریسک بالا متغیر باشند. بیشتر سرمایه‌گذاران اگر مشاهده کنند که در مورد نرخ بازده مورد انتظار عدم قطعیت وجود دارد به نرخ بازده بالا نیاز خواهند داشت. این افزایش در نرخ بازده مورد نیاز بر روی نرخ بازده بدون ریسک اسمی، صرف ریسک نامیده می‌شود. منشأ اصلی صرف ریسک نااطمینانی است. در ارتباط با بازدهی موضوعات سرمایه‌گذاری در اقتصاد ایران ذکر چند نکته بر اساس جدول (۷) ضرورت دارد:

- در عمده کشورهای توسعه یافته عمده‌تأ بازده اوراق بهادار دولتی به عنوان بازده بدون ریسک اقتصاد شناخته می‌شود و بازده سایر موضوعات سرمایه‌گذاری در بخش صرف ریسک است که از بازده اوراق بهادار دولتی متفاوت است. به عبارت بهتر بازده اوراق بهادار دولتی مبنای تعیین بازدهی سایر موضوعات سرمایه‌گذاری غیردولتی اعم از بانکی، بازار سرمایه و بخش حقیقی است. متأسفانه در اقتصاد ایران بدلیل عدم توسعه بازار اوراق مالی دولتی و اندازه کوچک بازار سرمایه نسبت به بازار پول و بانک منجر به این امر شده است که نرخ اوراق بهادار دولتی نه تنها قادر به هدایت نرخ‌ها سایر بازارها و اوراق نباشند بلکه خود این نرخ نیز متأثر از نرخ سود بانکی است. به طوریکه در سال‌های مختلف مشاهده می‌شود نرخ سود بانکی و متوسط بازدهی سهام کمتر از نرخ اوراق بهادار دولتی است. البته

حتی زمانی که نرخ اوراق بهادار دولتی کمتر از نرخ سود بانکی می‌رسد، اصولاً بخشی از هزینه‌هایی که سرمایه‌پذیر بابت بازارگردانی دریافت می‌کند را به سرمایه‌گذار اختصاص می‌دهد تا جذابیت اوراق دولتی برای سرمایه‌گذار حداقل به میزان نرخ سود بانکی باشد. این موضوع هزینه‌های انتشار اوراق بهادار دولتی را برای دولت به صورت غیرمستقیم افزایش می‌دهد. این موضوع بخوبی در جدول (۷) نشان داده شده است. بطوریکه متوسط سود علی‌الحساب اوراق مشارکت دولتی حداقل به اندازه‌ی سود سپرده‌های سرمایه‌گذاری یکساله است، به عبارت بهتر این نرخ سود سپرده‌های بانکی است که به عنوان بازده بدون ریسک در اقتصاد ایران شناخته می‌شود و نه نرخ بازدهی اوراق بهادار دولتی.

- موضوع مهم دیگر نرخ سود تسهیلات بین بانکی است. متأسفانه در نظام بانکی کشور ایران، آنچه تعیین‌کننده‌ی میزان جذب سپرده‌های سرمایه‌گذاری در نظام بانکی است؛ نرخ سود بین بانکی است نه نرخ سود سپرده‌ها. به عبارت بهتر حاشیه‌ی سود اصلی شبکه بانکی بر اساس این نرخ تعیین می‌شود و نرخ سود سپرده‌ها می‌تواند به صورت مستقیم و غیرمستقیم به اندازه‌ی نرخ سود بین بانکی رشد کند. در این حالت حاشیه سود بانک‌ها از محل جذب سپرده‌ها و اعطای آن به سایر بانک‌ها به صفر می‌رسد اما همواره یک شکاف قابل توجه بین این دو نرخ وجود دارد.

- عدم همخوانی نرخ‌های بازدهی شاخص قیمت بازار بورس با رشد اقتصادی نشان می‌دهد که بازار سرمایه در ایران جهت‌دهنده تمامی اقتصاد ایران نیست. این موضوع می‌تواند به این دلیل باشد که رشد اقتصادی ایران بیشتر متأثر از شوک‌های برون‌زا همچون بازارهای جهانی نفت است و دلیل دیگر می‌تواند این باشد که بازار سرمایه در ایران بدلیل کمتر توسعه یافتگی آن نماینده مناسبی برای کلیت اقتصاد ایران نیست.

- موضوع دیگر در ارتباط با نرخ‌های بازدهی در اقتصاد ایران ناهمخوانی آنها با یکدیگر است. به طوریکه در برخی از سال‌ها نرخ تورم بیشتر از نرخ بازدهی اسمی اوراق دولتی، بازار سرمایه، رشد اسمی اقتصاد و نرخ سود بانکی است و بعضاً این نرخ‌ها نیز خلاف جهت یکدیگر در حرکت هستند. این قضیه از یکسو به دستوری بودن نرخ سود بانکی مربوط است و از سوی دیگر نقش کم‌رنگ تحلیل بنیادین در تغییرات قیمت سهام در بازار بورس و وجود پدیده‌ی ناکارایی در بازار بورس می‌باشد. دلیل این موضوع نیز به کوچک بودن اندازه بازار بورس در ایران و کمتر توسعه یافتگی آن مربوط است.

- موضوع مهم‌تر دیگر تفاوت نرخ سود تسهیلات اعطایی به بخش‌های مختلف اقتصادی با رشد اقتصادی است. بازدهی بخش حقیقی اقتصاد (رشد اقتصادی) در عمده مواقع کمتر از نرخ سود تسهیلات اعطایی به بخش حقیقی است. به عبارت بهتر رشد درآمد بخش حقیقی کمتر از هزینه‌ی تامین مالی از نظام

بانکی است و این بدین مفهوم است که بخش حقیقی تسهیلات را نه برای تولید بلکه برای رفع سایر نیازها و علایق مالی خود از نظام بانکی دریافت می کنند و یا اینکه کارایی تسهیلات بانکی پرداختی به بخش حقیقی از کارایی لازم برخوردار نیست.

- موارد فوق، عمدتاً بدلیل عدم شکلگیری صحیح بازده بدون ریسک در اقتصاد ایران است.

جدول ۲: انواع نرخ های بازدهی و تامین مالی در بازارهای مالی و بخش حقیقی

سال	سپرده سرمایه گذاری یک ساله	بین بانکی	نرخ سود (درصد)			بازده شاخص قیمت بورس	رشد اقتصادی (اسمی)	نرخ تورم (درصد)	نرخ سود مورد انتظار تسهیلات بانکی به بخش های مختلف (درصد)			
			متوسط علی الحساب اوراق مشارکت دولتی	صادرات	بازرگانی و خدمات و متفرقه				مسکن و ساختمان	صنعت و معدن	کشاورزی	
۱۳۸۱	۱۳		۱۵	۳۴/۶۹	۳۸/۶	۱۵/۸	۱۷	<۲۲	۱۴-۱۵	۱۵-۱۷	۱۳-۱۴	
۱۳۸۲	۱۳		۱۷	۱۲۴/۷۶	۲۲/۹	۱۵/۶	۱۵	<۲۱	۱۵	۱۶	۱۳/۵	
۱۳۸۳	۱۳		۱۷	۶/۴۵	۲۵/۸	۱۵/۲	۱۴	<۲۱	۱۵	۱۵	۱۳/۵	
۱۳۸۴	۱۳		۱۷	-۲۱/۹۱	۲۴/۰	۱۰/۴	۱۶	<۱۶	۱۵	۱۶	۱۶	
۱۳۸۵	۷-۱۶		۱۵/۵	۳/۸۲	۲۰/۳	۱۱/۹	۱۴	۱۴	۱۳	۱۴	۱۴	
۱۳۸۶	۷-۱۶		۱۵/۵	۲/۶۶	۳۳/۰	۱۸/۴	۱۲	۱۲	۱۱	۱۲	۱۲	
۱۳۸۷	حداکثر ۱۵		۱۸	-۲۰/۹۸	۱۹/۷	۲۵/۴	۱۲	۱۲	۱۱	۱۲	۱۲	
۱۳۸۸	۱۴/۵	۱۵/۵	۱۶	۵۷/۳۷	۵/۷	۱۰/۸	۱۲	۱۲	۱۱	۱۲	۱۲	
۱۳۸۹	۱۴	۱۴/۴	۱۶-۱۷	۸۵/۸۱	۲۲/۶	۱۲/۴	۱۲،۱۴	۱۲،۱۴	۱۱،۱۴	۱۲،۱۴	۱۲،۱۴	
۱۳۹۰	۱۷	۱۸/۲	۱۶-۲۰	۱۱/۲۱	۲۷/۰	۲۱/۵	۱۴،۱۵	۱۴،۱۵	۱۱،۱۵	۱۴،۱۵	۱۴،۱۵	
۱۳۹۱	۱۷	۲۱/۴	۲۰	۴۶/۸۴	۱۴/۸	۳۰/۵	۱۴،۱۵	۱۴،۱۵	۱۱،۱۵	۱۴،۱۵	۱۴،۱۵	
۱۳۹۲	۱۷-۲۱/۵	۲۳/۲	۲۰	۱۰۷/۷۱	۳۵/۳	۳۴/۷	۱۴-۱۵	۱۴-۱۵	۱۱-۱۵	۱۴-۱۵	۱۴-۱۵	
۱۳۹۳	۲۲-۲۴	۲۷	۲۲	-۲۰/۸۶	۱۵/۹	۱۵/۶	>=۲۲	>=۲۲	۱۴-۱۶	>=۲۲	>=۲۲	
۱۳۹۴	۱۸-۲۰	۲۴/۴۷	۱۸-۲۱	۲۸/۲۸	-۰/۹	۱۱/۹	۲۰ و ۲۱	۲۰ و ۲۱	۱۴-۱۶	۲۰ و ۲۱	۲۰ و ۲۱	
۱۳۹۵	۱۵-۱۵/۵	۱۸/۶۲	۱۵-۲۱	-۳/۷۳	۱۵/۲	۹	۱۸	۱۸	۸-۱۷/۵	۱۸	۱۵ و ۱۸	
۱۳۹۶	۱۵	۱۸/۱	۱۵	۱۴	۱۴/۸	۱۰	۱۸	۱۸	۱۸	۱۸	۱۸	

ماخذ: بانک مرکزی ج.ا.و محاسبات تحقیق

۵ تفکیک و استقلال مدیریت بدهی های دولت از سیاست های پولی و مالی

به صورت سنتی، سیاست مدیریت بدهی به عنوان یک سیاست مستقل اقتصاد کلان مطرح نبوده و تحت سیاست های پولی و مالی قرار می گرفت. این امر بنا به دلایل معقول زیر بود (توگو^۱، ۲۰۰۷: ۱۲-۱۰):

الف) مدیریت تلاطم هزینه های استفاده از خدمات بدهی ها (پرداخت های بهره ای) از طریق مدیریت مناسب بدهی ها، نقش مهمی در ایجاد فضای مساعد کوتاه مدت در بخش مالی و همچنین مدیریت ریسک های مالی بلندمدت ایفا می کند. به همین دلیل مدیریت بدهی های دولت تحت سیاست مالی قرار می گرفت.

^۱Togo

ب) مدیریت بدهی‌ها به عنوان محور اصلی سیاست پولی نیز مطرح است، چرا که بانک مرکزی با سیاست پولی تعیین کننده‌ی ترکیب دارایی‌های در دسترس برای بخش عمومی از بین پول و اوراق دولتی است و این عمل عمدتاً از طریق عملیات بازار باز صورت می‌گیرد.

مطالعاتی که مدیریت بدهی‌ها را زیرمجموعه سیاست مالی قرار می‌دهند، هموارسازی مالیات‌ها^۱ را در این راستا مطرح می‌کنند و مطالعاتی نیز با بیان موضوع سازگاری زمانی^۲ مدیریت بدهی‌های بخش عمومی را به سیاست‌های پولی مرتبط می‌کنند. به هر حال، توافق جمعی رو به رشدی در ارتباط با اینکه سیاست مدیریت بدهی‌ها باید به عنوان یک سیاست مستقل با اهداف سیاستی و ابزارهای مختص خود تعریف شود، وجود دارد.

یکی از دلایل اصلی برای تمرکززدایی مدیریت بدهی این بود که حداقل در کوتاه مدت سه هدف سیاستی شامل مصالحه (بده-بستان بین سیاست‌ها)، تفکیک اهداف سیاستی به صورت معتبر و در نهایت اثربخشی اجرای سیاست دنبال شود. برای مثال، جایی که مقام مالی مسئول مدیریت سیاست‌های مالی و سیاست مدیریت بدهی است، مقام مالی ممکن است مایل باشد هزینه خدمات بدهی را با هدف دستیابی به فضای مالی مساعد در کوتاه مدت پایین نگه دارد (برای این کار کافی است دولت ساختار زمانی بهره‌ی بدهی‌ها را طوری تنظیم کند که برای سال‌های ابتدایی حداقل پرداختی را داشته باشد). به هر حال، این ممکن است تلاطم خدمات بدهی‌های آینده را افزایش دهد و دولت‌های بعدی مجبور به کاهش هزینه‌ها یا افزایش مالیات‌ها شوند. در حالیکه مقام مالی باید به پیامدهای بلندمدت تمرکز کند، واقعیت این است که دولت‌ها اغلب در معرض فشار سیاسی ناشی از چرخه انتخاباتی قرار دارند که منجر به انتخاب گزینه‌های سیاستی معکوس می‌شود. مثلاً، هدف اصلی مقام پولی کنترل تورم است؛ اما اگر مسئول مدیریت بدهی‌ها نیز باشد، این ممکن است منجر شود مقام پولی نرخ بهره را پایین نگه دارد. این امر می‌تواند هزینه‌های خدمات بدهی را در سطح پایین نگه دارد، اما این موضوع ریسک تورم‌های بالا در آینده را در پی دارد. همچنین ممکن است، مقام پولی سعی کند در راستای افزایش اعتبار سیاست‌های خود، تورم را با بدهی شاخص‌بندی کند؛ این موضوع نیز ریسک افزایش تلاطم خدمات بدهی را به دنبال دارد. تفکیک مدیریت بدهی از سیاست مالی و پولی می‌تواند از ایجاد چنین تضادهایی جلوگیری کرده و اعتبار سیاست‌های پولی و مالی را بهبود بخشد (سلمانی، ۱۳۹۷).

^۱ Tax Smoothing

^۲ Time Consistency

اگر دولت فاقد اعتبار لازم و کافی برای مدیریت بدهی‌های خود باشد؛ بازار ممکن است نرخ بهره‌ی بالایی را برای تحمل ریسک بالای انتشار بدهی بلندمدت به ارزش داخلی تقاضا کند. یا به طور ساده ممکن است سیاستی برای توسعه بازار داخلی وجود نداشته باشد، این منجر می‌شود بخش خصوصی هیچ انگیزه‌ای برای انجام معامله در بازار ثانویه نداشته باشد. بحث در ارتباط با استقلال ابزار کمک می‌کند تا اهمیت توسعه بازار بدهی داخلی از منظر سیاست ثبات اقتصاد کلان برجسته شود. از سوی دیگر، مدیریت ضعیف بدهی‌ها ممکن است مقام مالی را مجبور به تغییر جریان فعلی سیاست‌های خود کند، چرا که ساختار ضعیف بدهی ممکن است به صورت ناگهانی هزینه‌های خدمات بدهی را افزایش دهد و دولت مجبور به کاهش هزینه‌های برنامه‌ریزی شده خود شود تا از این طریق بتواند تعهدات بدهی خود را انجام دهد. بالعکس، سیاست مالی ضعیف بر اثربخشی مدیریت بدهی‌ها تأثیر می‌گذارد، به طوریکه سیاست مخارج و مالیات سطح کسری/مازاد اولیه و میزان بدهی که باید منتشر شود را تعیین می‌کند. زمانی که این سطح بیش از حد است، سرمایه‌گذاران صرف ریسک بیشتری را تقاضا می‌کنند و ممکن است این موضوع انتشار ابزارهای بدهی مناسب با هزینه‌های معقول و در نتیجه دستیابی به ترکیب بدهی هدف‌گذاری شده را محدود کند. سیاست پولی نیز می‌تواند اقدامات مدیران بدهی را محدود کند؛ به طوریکه سیاست‌های نرخ ارز و نرخ بهره می‌تواند مقدار بدهی‌های با ارزش خارجی را و همچنین انتشار بدهی با نرخ شناور را محدود کند. برای مثال مدیران بدهی ممکن است احساس محدودیت در انتشار بدهی‌های بلندمدت، نرخ ثابت و با ارزش داخلی کنند و یا اقدام به انتشار این بدهی‌های با هزینه‌های خیلی بالا کنند. برای مثال سرمایه‌گذاران انتظار تورم بالا و یا کاهش ارزش پولی ملی در آینده را بدلیل موضع ضعیف سیاست‌های پولی دارند. تحت چنین شرایطی، سرمایه‌گذاران بدهی‌های شاخص‌بندی شده به نرخ‌های تورم یا نرخ‌های بهره کوتاه مدت، بدهی‌های با سررسید کوتاه مدت یا بدهی‌های شاخص‌بندی شده به ارزش خارجی را ترجیح خواهند داد. در ادامه، ساختار بدهی ضعیف با سهم بالای بدهی‌های کوتاه مدت، بدهی‌های با نرخ شناور یا بدهی‌های با ارزش خارجی می‌تواند تمایلات بانک مرکزی برای افزایش نرخ بهره یا تقویت/تضعیف پول داخلی را محدود کند و این می‌تواند بحران بدهی را تسریع کند (توگو^۱، ۲۰۰۷: ۱۲-۱۰). همه‌ی این مطالب بیانگر ضرورت تفکیک سیاست مدیریت بدهی از سیاست‌های پولی و مالی است.

در اقتصاد ایران در ارتباط با استقلال سیاست مدیریت بدهی از سیاست پولی و مالی اقدام جدی صورت نگرفته است. در اقتصاد ایران نرخ سود بانکی به صورت دستوری تعیین می‌شود و نرخ اوراق دولتی نیز خود مبتنی بر

^۱Togo

نرخ سود بانکی تعیین می شود. از سوی دیگر مقام مالی هم مسئول سیاست مالی و هم مدیریت بدهی است. از سوی دیگر حاکمیت مالی بر سیاست های پولی نیز سایه افکنده است. این موضوع مساله استقلال و سازگاری بین سیاست های اقتصاد کلان را با چالش جدی مواجه کرده است و آینده بازار بدهی دولت نیز بنا این مسائل می تواند در آینده با چالش های جدی مواجه شود.

۶ آسیب شناسی و ملاحظات مرتبط با اوراق بهادار اسلامی دولتی

دولت جمهوری اسلامی ایران در طی سال های اخیر به صورت محدود اقدام به انتشار اوراق بهادار اسلامی همچون اسناد خزانه، اوراق اجاره و اوراق مشارکت کرده است. اسناد خزانه اسلامی بکار گرفته شده در دولت بیشتر با هدف تسویه بدهی دولت به پیمانکاران بوده است و اوراق مشارکت و اجاره نیز برای تامین مالی پروژه های عمرانی بکار گرفته شده است. البته در انتشار اسناد خزانه اسلامی به صورت غیرمستقیم تامین مالی پروژه های عمرانی دولت هدف قرار گرفته است. به هر حال، تجربه ی کشور نشان می دهد که در ارتباط با اوراق بهادار سازی دارایی های دولت جمهوری اسلامی ایران با هدف انتشار اوراق بهادار، چالش های جدی وجود دارد. همچنین با توجه به شرایط و محدودیت های کشور باید ملاحظات را در ارتباط اوراق بهادار سازی دارایی های دولت با هدف انتشار اوراق بهادار اسلامی رعایت گردد. حال آنکه در سال ۱۳۹۷ بنا است بازار اوراق دولتی در ایران به صورت قابل ملاحظه ای رشد کند.

۶-۱ آسیب شناسی مرتبط با اوراق بهادار اسلامی دولتی در ایران

برخی از ملاحظات توسط ناشران اوراق بهادار دولتی مورد توجه قرار گیرد. از مهم ترین این چالش ها و ملاحظات می توان به موارد زیر اشاره کرد^۱:

- ۱ وجود تشتت ادیت کننده در انتشار اوراق بهادار اسلامی^۲
- ۲ عدم تفکیک دقیق و شفاف طرح های انتفاعی و غیرانتفاعی عمرانی دولت

^۱ برای توضیح این چالش ها مراجعه شود به:

کریمی ریزی، مجید و سلمانی، یونس. (۱۳۹۶)، موانع و ملاحظات مربوط به انتشار اوراق بهادار اسلامی دولتی، سازمان بورس اوراق بهادار تهران، مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی، شهریور ماه ۱۳۹۶، کد گزارش ۲۰۱۷-۱۶-۹۶.

^۲ البته در بند ۵ تبصره قانون بودجه ی ۱۳۹۷ صراحتاً بیان شده است که «وزارت امور اقتصادی و دارایی به نیابت از دولت مسئول انتشار اوراق مالی مربوط به دولت است.».

- ۳ ضرورت اسلامی بودن اوراق بهادار منتشره توسط دولت جمهوری اسلامی ایران و منع استفاده از مزایای بازار بدهی
- ۴ عدم شناسایی دارایی‌های دولت جهت پشتوانه سازی آنها
- ۵ احتمال انحراف ارزش اوراق مصوب قوانین از ارزش مورد نیاز برای موضوع اوراق بهادار دولتی و امکان وقفه در تخصیص ارقام
- ۶ نبود سازوکار قابل اطمینان برای تسویه حساب اوراق بهادار اسلامی
- ۷ عدم هماهنگی و سازگاری بین نرخ بازدهی اوراق بهادار دولتی با گزینه‌های سرمایه‌گذاری بخش خصوصی
- ۸ لزوم توجه به عمق و ظرفیت بازار سرمایه در تامین مالی دولت
- ۹ عدم رتبه‌بندی اوراق بهادار دولتی در کشور
- ۱۰ عدم پوشش ریسک نوسانات نرخ ارز برای خریداران خارجی اوراق بهادار دولتی ایران
- ۱۱ عدم سازگاری بازدهی مشخص شده برای اوراق بهادار دولتی در افق‌های زمانی مختلف
- ۱۲ عدم پیش‌بینی منابع احتیاطی برای تسویه اوراق بهادار اسلامی در صورت عدم توفیق موضوع اصلی قرارداد
- ۱۳ ضرورت استفاده از دانش و نیروی متخصص مالی اسلامی و بکارگیری روشمند متخصصان این حوزه
- ۱۴ نبود قانون دائمی در ارتباط با انتشار اوراق بهادار اسلامی دولتی

۶-۲ ملاحظات ضروری جهت انتشار اوراق بهادار برای رفع نیازهای دولت جمهوری اسلامی ایران

به صورت کلی دو روش برای تأمین مالی وجود دارد (کریمی ریزی و سلمانی، ۱۳۹۶):

- تأمین مالی مبتنی بر بدهی^۱

- تأمین مالی مبتنی بر مالکیت^۲.

رویکرد غالب در تأمین مالی پروژه‌ها مبتنی بر روش اول بوده است؛ غافل از آنکه این نوع تأمین مالی و انتخاب این روش مشکلات بسیاری برای اقتصاد به بار خواهد آورد. عدم ارتباط بین پرداخت‌ها از تسهیلات دهندگان و جریان‌ات خروجی پروژه باعث می‌شود تا ریسک عدم بازپرداخت توسط دولت‌ها به وجود آید. در این حال دولت‌ها اقدام به چاپ پول و یا استقراض می‌کنند که تبعات نامطلوبی نسبت به ثبات مالی و اقتصادی ایجاد می‌نماید. در این حالت بهتر است روش‌هایی بکار گرفته شود که این روش‌ها خروجی و عایدات پروژه را به

^۱ Debt based financing

^۲ Equity based financing

سمت عایدات بخش واقعی اقتصاد سوق دهد. در این حالت کشور بحران‌های ناشی از کسری بودجه مواجه نخواهد بود. ابزارها و سازکارهایی که برای تأمین مالی طراحی می‌شود، در صورتی موفقیت‌آمیز خواهند بود که همه جنبه‌های مالی و اقتصادی آن در نظر گرفته شود. توجه به ملاحظات اقتصاد کلان در طراحی مدل‌های تأمین مالی، علی‌رغم تأثیرگذاری فراوان در تمامی عرصه‌ها، مغفول مانده است. توجه به مسائل مربوط به بحران‌های مالی و ثبات اقتصادی، ایجاد اهرم در اقتصاد، کسری بودجه دولت، تورم و توزیع ریسک بین عوامل اقتصادی از جمله مسائلی است که ساختارها و مدل‌های تأمین مالی بر آن‌ها تأثیر گذارند. این مهم در پروژه‌هایی که دولت متولی امر آن است نمود بیشتری می‌یابد و عدم توجه به جریان‌ات و تعهدات دولت نسبت به این پروژه‌ها شاخص‌های اقتصادی کلان را در وضعیت نامناسب قرار می‌دهد. لذا ارتباط بین جریان‌ات و تعهدات دولت با بخش واقعی اقتصاد که از شاخصه‌های اصلی اقتصاد و مالی اسلامی است این آسیب‌ها را به حداقل می‌رساند (عسگری و همکاران، ۹۶).

از آنجا که جامعه و حاکمیت کشور ایران مبتنی اصول شریعت اسلامی است، لذا در تأمین مالی دولت نیز باید این اصول به طور کامل رعایت گردد. به همین دلیل است که دولت ج.ا.ا از اوراق بهادار متعارف برای تأمین نیازهای مالی خود نمی‌تواند استفاده کند، بلکه باید از طریق اوراق بهادار اسلامی نیازهای خود را رفع نماید. در اوراق بهادار اسلامی نیز بدون استثنا باید بین تعهدات مرتبط با فعالیت‌های موضوع اوراق با عایدات مربوطه سازگاری کامل وجود داشته باشد. همچنین باید توجه شود که یکی از مهم‌ترین عوامل تعیین‌کننده رفتار سرمایه‌گذاران در خرید اوراق بهادار دولتی، نرخ بازدهی این اوراق در قیاس با نرخ‌های بازدهی سایر گزینه‌های سرمایه‌گذاری است. نرخ بازدهی اوراق بهادار دولتی به عنوان نرخ بازدهی بدون ریسک در اقتصاد تلقی می‌شود. مسلماً این نرخ باید حداقل در بلندمدت در مقایسه با بازدهی سایر گزینه‌های سرمایه‌گذاری غیردولتی که از درجات مختلف ریسک برخوردار هستند، پایین باشد و همچنین این نرخ باید بر اساس رتبه‌ی اعتباری دولت و ریسک پروژه‌ی مربوط به اوراق تعریف شود. در غیر این صورت اولاً؛ تأمین مالی بخش خصوصی به نفع بازار اوراق بهادار دولتی تخلیه می‌شود و ثانیاً؛ اقتصاد به سمت توسعه غیرمعقول بازار بدهی دولتی و گسترش ریسک سیستمی با منشأ دولت حرکت می‌کند. لذا لازم است در قدم اول ساز و کار تعیین نرخ سود در اقتصاد مبتنی بر واقعیت اقتصادی شکل گیرد. این امر در کشورهای دیگر در بازار بدهی و با اوراق دولتی مشخص می‌شود. اما متأسفانه به دلیل عدم وجود بازار پول و بازار ثانوی اوراق دولتی این امر در کشور به صورت دستوری تعیین می‌شود. بر این اساس نرخ‌ها هیچ‌سختی با واقعیت اقتصادی ندارد و بلکه به عنوان نرخ بدون ریسک فعالیت‌های اقتصادی واقعی را تعطیل می‌کند. لذا باید نسبت به شکل‌گیری بازاری به عنوان سیاست‌گذاری توجه ویژه شود. بر این مبنا جهت جلوگیری از تعهدات دولتی بدون پشتوانه، لازم است تا اوراقی

سازگار با تامین مالی نیازهای مختلف دولت، قابلیت معامله در بازار ثانوی و اعمال سیاست‌های پولی توسط بانک مرکزی بکار گرفته شود. بر اساس مباحث مذکور، لازم است ملاحظات اقتصاد کلان زیر در طراحی هر نوع اوراق بهاداری در ارتباط با تامین مالی دولت جمهوری اسلامی ایران رعایت شود:

(۱) اسلامی بودن اوراق بهادار

(۲) سازگاری تعهدات مرتبط با فعالیت‌های موضوع اوراق با عایدات مربوطه

(۳) سازگاری نرخ بازدهی تعیین شده برای اوراق با موضوع فعالیت و نیز بازدهی سایر گزینه‌های سرمایه‌گذاری بخش خصوصی (سازگاری بازدهی اوراق با ریسک)

(۴) امکان استفاده از اوراق بهادار دولتی به عنوان ابزار سیاست پولی

(۵) سازگاری زمان سررسید اوراق بهادار دولتی با عمر فعالیت مربوطه به اوراق

(۶) ممانعت از ایجاد ریسک سیستمی با منشا دولت (ممانعت از اهرمی شدن اوراق بهادار دولت)

(۷) توزیع ریسک بین عوامل اقتصادی بجای انتقال ریسک به یک طرف قرارداد (کریمی ریزی و سلمانی، ۹۶).

۷ عملکرد بازار بدهی در ایران

همان‌طور که قبلاً نیز بیان شد؛ دولت در ایران دچار کسری مزمن تراز عملیاتی است و برای رفع این کسری اقدام به ایجاد مازاد در تراز تملک دارایی‌های سرمایه‌ای می‌کند. در واقع جبران کسری تراز عملیاتی به بهای عدم تخصیص تمام درآمدهای ناشی از واگذاری دارایی‌های سرمایه‌ای به تملک دارایی‌های سرمایه‌ای است. به عبارت بهتر ثروت کشور به درآمد تبدیل و سپس به هزینه‌های عملیاتی تخصیص می‌یابد و این در حالی است که اصول تامین مالی مناسب دولت تاکید بر این دارد که دولت باید ثروت و دارایی‌های سرمایه‌ای را با تغییر شکل به دارایی‌های پربازده از منظر اقتصادی و اجتماعی تبدیل کند. به هر حال، عدم تکیه بودجه دولت بر نفت و واگذاری دارایی‌های سرمایه‌ای مستلزم تحقق منابع از طریق واگذاری دارایی‌های مالی و مهم‌تر از آن برنامه‌ریزی برای تملک دوباره این دارایی‌های مالی توسط دولت در آینده است. به عبارت بهتر استفاده از ظرفیت بازار اوراق بهادار برای دولت نباید به عنوان منبع جدید درآمدی تلقی شود بلکه باید به عنوان منبع تامین مالی تلقی شود. تفاوت منبع درآمدی با منبع تامین مالی در این است که در منبع درآمدی دولت الزامی به

بازگرداندن در آمد و تسویه ندارد اما موضوع تامین مالی تفکر و برنامه ریزی در ارتباط با تسویه ابزار مالی بسیار مهمتر از جذب منابع مالی است.

از بین انواع صکوک، دولت جمهوری اسلامی ایران صکوک مشارکت، اجاره، سلف، مرابحه و اسناد خزانه اسلامی تا انتهای اسفند ۱۳۹۶ انتشار داده است. شهرداری ها نیز از اوراق مشارکت با تایید بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران استفاده کرده اند. در کل مانده اوراق دولت عمومی و شهرداری ها در بازار سرمایه در انتهای بهمن ۱۳۹۶ برابر ۴۴۸ هزار میلیارد ریال بوده است. حال آنکه در قانون بودجه ۱۳۹۷، به میزان ۶۷۵ هزار میلیارد ریال نیز انتشار اوراق برای دولت، شرکت های دولتی و شهرداری ها صورت خواهد پذیرفت. در کل بررسی ترکیب اوراق بهادار غیر سهام نشان می دهد که سهم دولت از انتشار اوراق بهادار روند رو به رشدی از اسفند ۱۳۹۴ تا اسفند ۱۳۹۶ داشته است و سهم آن در بازار بدهی از ۵۳/۷۳ درصد به ۸۱/۰۳ درصد رسیده است. این امر نشان دهنده توجه جدی دولت به ابزارهای اوراق بهادار اسلامی در تامین مالی نیازهای بودجه ای است.

جدول ۱: مانده اوراق در بازار بدهی طی دوره ی زمانی ۱۳۹۴-۱۳۹۶ و سررسید ۱۳۹۷، (ارقام به میلیارد ریال)

شرح	مشارکت	اجاره	سلف	مرابحه	اسناد خزانه اسلامی	اوراق دولتی			اوراق بهادار شرکتی	جمع کل بازار اوراق بدهی	سهم از کل (درصد)		
						دولت	شهرداری ها	کل			دولت	شهرداری ها	اوراق شرکتی
پایان اسفند ماه ۹۴	۵۰,۰۰۰	۵,۰۰۰	۰	۰	۴۰,۰۰۰	۹۵,۰۰۰	۲۶,۳۹۵	۱۲۱,۳۹۵	۵۵,۴۲۰	۱۷۶,۸۱۵	۵۳/۷۳	۱۴/۹۳	۳۱/۳۴
پایان اسفند ماه ۹۵	۵۰,۰۰۰	۴۹,۰۰۰	۰	۲۰,۰۰۰	۷۵,۰۰۰	۱۹۴,۰۰۰	۴۷,۹۹۵	۲۴۱,۹۹۵	۹۰,۵۳۳	۳۳۲,۵۲۸	۵۸/۳۴	۱۴/۴۳	۲۷/۲۳
پایان اسفند ماه ۹۶	۱۶۰,۱۱۹	۴۹,۰۰۰	۵,۰۰۰	۵۷,۳۸۰	۲۶۰,۰۰۰	۵۰,۰۰۰	۳۵,۹۹۵	۶۱۷,۴۹۴	۱۰۰,۱۲۱	۷۱۷,۶۱۵	۸۱/۰۳	۱۵/۰۲	۱۳/۹۵
در سال ۱۳۹۷ سررسید خواهند شد	۵۰,۰۰۰	۰	۵,۰۰۰	۱۰,۰۰۰	۱۳۷,۰۰۰	۰	۱۸,۴۹۵	۲۲۰,۴۹۵	۴۱,۵۸۷	۲۶۲,۰۸۲	۷۷/۰۷	۷/۰۶	۱۵/۸۷

ماخذ: مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس

جدول ۹: آمار تأمین مالی از بازار سرمایه کشور (ارقام به میلیارد ریال)

نوع بازار	عنوان	عملکرد ۹۶
بازار اولیه و ثانویه	تأسیس شرکت های سهامی عام	۸۵۰
	افزایش سرمایه شرکت های سهامی عام (مجوزهای ارائه شده)	۱۷۳،۷۰۴
	انتشار انواع ابزارهای تأمین مالی	۶۴۸،۷۷۵
	عرضه اولیه سهام شرکت ها در بورس و فرابورس	۵،۱۹۵
	جمع تأمین مالی بازار اولیه و ثانویه	۸۲۸،۵۲۴
نهادهای مالی	افزایش ارزش صندوق ها نسبت به ابتدای سال	۱۷۵،۲۱۴
	سایر نهادهای مالی*	۱۰،۵۷۱
	جمع تأمین مالی نهادهای مالی	۱۸۵،۷۸۵
	جمع کل	۱،۰۱۴،۳۰۹

*: تأمین مالی سایر نهادهای مالی شامل تأسیس و افزایش سرمایه سایر نهادهای مالی شامل شرکت های سبدگردان، مشاور سرمایه گذاری، تأمین سرمایه و پردازش اطلاعات مالی می باشد.

ماخذ: اداره نظارت بر انتشار و ثبت اوراق بدهی

جدول ۱۰: انتشار انواع ابزارهای تأمین مالی (ارقام به میلیارد ریال)

نوع بازار	عنوان	سال ۹۶
انتشار انواع ابزارهای تأمین مالی	انتشار اوراق بهادار بدهی شرکتی *	۴۷،۵۹۰
	انتشار اوراق سلف موازی استاندارد شرکتی	۱۴،۷۰۰
	اوراق مشارکت شهرداری ها و بانک ها **	۱،۵۰۰
	گواهی سپرده سرمایه گذاری عام و خاص ***	۰
	اوراق مشارکت دولت	۱۱۰،۱۱۹
	انتشار اوراق سلف موازی استاندارد دولتی	۵،۰۰۰
	اوراق اجاره دولتی ***	۲۱،۵۰۰
	اوراق مرابحه دولتی	۳۷،۳۸۰
	اوراق منفعت دولتی	۵۰،۰۰۰
	اسناد خزانه اسلامی	۳۴۸،۲۳۴
	امتیاز تسهیلات مسکن ****	۱۲،۷۵۲
	جمع کل	۶۴۸،۷۷۵

*: اوراق بهادار بدهی شامل اوراق مشارکت، اجاره، مرابحه، رهنی و سفارش ساخت است که مجوز انتشار آن ها توسط سازمان بورس صادر شده است.

***: اطلاعات اوراق مشارکت شهرداری‌ها و بانک‌ها و گواهی سپرده سرمایه‌گذاری عام و خاص مربوط به آغاز معاملات ثانویه اوراق مذکور از طریق بورس و فرابورس می‌باشد که عرضه اولیه آن‌ها از طریق شبکه بانکی انجام شده است.

***: در سال ۹۵ مبلغ ۲۰,۰۰۰ میلیارد ریال اوراق اجاره دولت برای تسویه بدهی‌های وزارت آموزش و پرورش و مبلغ ۱,۵۰۰ میلیارد ریال اوراق اجاره دولت برای تسویه بدهی‌های وزارت علوم، تحقیقات و فناوری منتشر و به طلبکاران وزارتخانه‌های مذکور واگذار گردید، معاملات ثانویه این اوراق در سال جاری آغاز شده است.

***: ارزش معاملات امتیاز تسهیلات مسکن به عنوان معیار تأمین مالی از این طریق در نظر گرفته شد.

۸ تصویر از اوراق بهادار دولتی در قانون بودجه ۱۳۹۷

منابع و مصارف بودجه ۱۳۹۷ در جدول زیر ارائه شده است. بر اساس این قانون، درآمدهای عمومی ۵۶ درصد منابع عمومی دولت را شامل می‌شود، واگذاری دارایی‌های سرمایه‌ای ۲۸ درصد و سهم واگذاری دارایی‌های مالی برابر با ۱۶ درصد است. سهم هزینه‌های جاری ۷۶ درصد مصارف عمومی دولت را شامل می‌شود، ۱۶ درصد مصارف عمومی دولت مربوط به تملک دارایی‌های سرمایه‌ای و ۸ درصد هم مربوط به تملک دارایی‌های مالی دولت است. بر اساس این سهم‌ها آنچه مشخص است اندازه‌ی ۲۰ درصد کل بودجه، تراز عملیاتی دچار کسری است و برای جبران این کسری ۱۲ درصد کل بودجه مازاد در تراز واگذاری دارایی‌های سرمایه‌ای و ۸ درصد کل بودجه دولت عمومی نیز مازاد در تراز واگذاری دارایی‌های مالی ایجاد شده است.

جدول ۱۱: منابع و مصارف در قانون بودجه ۱۳۹۷ (هزار میلیارد ریال)

منابع		مصارف	
۲۱۵۵/۹	درآمدهای عمومی	۲۹۳۳/۹	هزینه‌های عملیاتی
۱۰۷۵/۶	واگذاری دارایی‌های سرمایه‌ای	۶۲۰/۰	تملک دارایی‌های سرمایه‌ای
۶۳۰/۴	واگذاری دارایی‌های مالی	۳۰۷/۹	تملک دارایی‌های مالی
۳۸۶۱/۹	جمع منابع عمومی دولت	۳۸۶۱/۹	جمع مصارف عمومی دولت
۵۷۰/۷	درآمدهای اختصاصی	۴۳۷/۵	از محل درآمدهای اختصاصی دولت - هزینه‌ای
		۱۳۳/۲	از محل درآمدهای اختصاصی دولت - سرمایه‌ای
۴۴۳۲/۶	منابع بودجه عمومی دولت	۴۴۳۲/۶	مصارف بودجه عمومی دولت
۸۳۹۱/۲	منابع بودجه شرکت‌های دولتی، مؤسسات انتفاعی وابسته به دولت و بانک‌ها	۸۳۹۱/۲	مصارف بودجه شرکت‌های دولتی، مؤسسات انتفاعی وابسته به دولت و بانک‌ها
۱۲۸۲۳/۸	جمع	۱۲۸۲۳/۸	جمع

منابع		مصارف	
کسر میشود: اقلامی که دوبار منظور شده است	۵۹۸/۳	کسر میشود: اقلامی که دوبار منظور شده است	۵۹۸/۳
منابع بودجه کل کشور	۱۲۲۲۵/۵	مصارف بودجه کل کشور	۱۲۲۲۵/۵

ماخذ: قانون بودجه ۱۳۹۷

تبصره (۵) قانون بودجه ۱۳۹۷ به صدور مجوز برای انتشار اوراق بدهی اختصاص داده شده است. در یک نگاه کلی اوراق مطرح شده در این تبصره را می توان به پنج دسته کلی تقسیم کرد:

- دسته اول انواع اوراق بدهی ریالی با سررسید بیش از یکسال هستند که در بندهای مختلف این تبصره مجوز انتشار آنها به ارزش ۵۵۵ هزار میلیارد ریال به دولت، شرکت های دولتی و شهرداری ها داده شده است.
- علاوه بر اوراق ریالی، مجوز انتشار ۳ میلیارد دلار اوراق مالی - اسلامی نیز به صورت ریالی - ارزی به شرکت های تابعه وزارت نفت داده شده است (بند ی تبصره ۵).
- علاوه بر دو مورد ذکر شده به منظور تسویه بدهی های قطعی دولت تا پایان سال ۱۳۹۶ با مطالبات دولت (به صورت جمعی - خرجی) مجوز صدور ۲۰ هزار میلیارد ریال اسناد (اوراق) تسویه خزانه به دولت داده شده است (بند و تبصره ۵).
- دسته چهارم بخشی از اسناد خزانه اسلامی است که با سررسید زیر یک سال توسط دولت منتشر شده و هدف آن استمرار جریان پرداخت های خزانه کشور است. به دلیل اینکه مطابق با متن بند ز «تبصره ۵» انتقال تعهدات مربوط به این اسناد به سال آینده ممنوع می باشد، رقم این اوراق برابر با ۱۰۰ هزار میلیارد ریال است (بند ز تبصره ۵).
- دسته پنجم انتشار اسناد تسویه خزانه تا میزان یک میلیون میلیارد ریال با هدف تهاثر مطالبات قطعی اشخاص حقیقی و حقوقی و خصوصی و تعاونی و نهادهای عمومی غیردولتی و شرکت های دولتی تابعه وزارتخانه های نیرو و جهاد کشاورزی بابت یارانه قیمت های تکلیفی از دولت، که در چهارچوب مقررات مربوط تا پایان سال ۱۳۹۵ ایجاد شده است با بدهی اشخاص یاد شده به بانک ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی از طریق تسویه بدهی های بانک ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی به بانک مرکزی که در چهارچوب مقررات مربوط تا پایان سال ۱۳۹۵ ایجاد شده است.

بر اساس مباحث فوق، دولت، شرکت های دولتی و شهرداری ها در مجموع برای سال ۱۳۹۷ اجازه انتشار اوراق مالی ریالی معادل ۶۷۵ هزار میلیارد ریال را دارند که ۵۲۰ هزار میلیارد ریال آن اوراق با سررسید بیش از یکسال

و ۱۰۰ هزار میلیارد ریال اوراق اسناد خزانه اسلامی با سررسید کمتر از یکسال است که هر دو به دولت و شرکت‌های دولتی اختصاص دارد و ۵۵ هزار میلیارد ریال نیز به شهرداری و سازمان‌های وابسته اختصاص دارد.

۹. واقعیات آشکار شده و ملاحظات لازم در ظرفیت بازار سرمایه برای جذب اوراق مالی دولتی

قبل از ارزیابی ظرفیت بازار سرمایه برای پذیرش ۶۷۵ هزار میلیارد ریال اوراق بهادار اسلامی دولتی ذکر چند مورد واقعیت آشکار شده می‌تواند بسیار مفید باشد.

۹-۱ همبستگی بین عایدی سهام و نرخ بازده اوراق دولتی

یکی از مسائل اساسی که در ارتباط با عرضه‌ی اوراق بهادار دولتی در بازار سرمایه کشور مطرح می‌باشد، این موضوع است که عرضه حجم بالای اوراق بهادار دولتی می‌تواند به کاهش منابع مالی بازار سهام منجر شود. این دیدگاه تأکید بر این موضوع دارد که بخشی از اوراق بهادار دولتی از محل منابع مالی خارج از بازار سرمایه خریداری خواهد شد، به عبارت بهتر منابع مالی جدیدی جذب بازار سرمایه با خرید اوراق مالی دولتی رخ خواهد داد اما بخش دیگری از اوراق مالی دولتی از محل همان منابع موجود در بازار سرمایه خریداری می‌شود به طوریکه تقاضاکنندگان اوراق مالی دولتی اقدام به فروش سایر اوراق بهادار بخصوص سهام خواهند کرد و از محل منابع ایجاد شده خرید اوراق مالی دولتی صورت خواهد گرفت. در نگاه کلی شاید این مساله چنین تحلیل شود که به هر حال معادل هر فروشی خریدی نیز صورت خواهد گرفت و صرفاً مالکیت سایر اوراق بهادار مالی در بازار سرمایه تغییر خواهد کرد. اگر منابع کافی در اختیار بازار سرمایه باشد این تحلیل صحیح است. اما موضوع اصلی این است که اگر حجم فروش سایر اوراق بهادار مالی بخصوص سهام بیشتر از تقاضا برای خرید باشد، در این حالت کاهش قیمت برای اوراق مالی لیست شده برای فروش رخ خواهد داد و نرخ بازدهی در بازار سرمایه و سایر اوراق مالی موجود در بازار کاهش می‌یابد. در واقع، بازار سهام و بازار سایر اوراق مالی در بازار به نفع اوراق بهادار دولتی نزول می‌کند. این موضوع برای بازار سرمایه در حال توسعه کشور می‌تواند چالش جدی ایجاد کند. اما این موضوع در شرایط مختلف می‌تواند حالت‌های مختلف به خود بگیرد و نمی‌توان گفت کدام تحلیل بیشتر مصداق دارد. در ادامه به هر یک از این موارد پرداخته می‌شود.

الف) همبستگی مثبت بین بازدهی اوراق دولتی با اوراق غیردولتی با افزایش بازده بدون ریسک

بازده سهام و اوراق مالی غیردولتی شامل دو بخش بازده بدون ریسک و صرف ریسک است. بازده بدون ریسک معادل با بازده اوراق مالی دولتی در نظر گرفته می‌شود. به عبارتی ریسک نکول اوراق مالی دولتی برابر با صفر

در نظر گرفته می شود و این به پشتوانه اعتبار مالی دولت رخ می دهد. به موجب بازده بدون ریسک در اقتصاد تمامی سرمایه گذاران در مواجهه با گزینه های سرمایه گذاری، به صورت اولیه بازده گزینه های سرمایه گذاری را با نرخ بازده بدون ریسک مقایسه می کنند و انتظار دارند که نرخ بازده سرمایه گذاری های غیر دولتی حداقل باید از میزان بازده سرمایه گذاری در امور دولتی بیشتر باشد. در واقع بازده مورد انتظار سهامداران و سرمایه گذاران از گزینه های سرمایه گذاری غیردولتی افزایش می یابد. اتفاقی که با افزایش نرخ بازده بدون ریسک اتفاق می افتد این است که سرمایه گذاری در امور غیردولتی به نفع امور دولتی کاهش می یابد و صرفاً آندسته از موضوعات سرمایه گذاری در بخش غیردولتی قادر به جذب منابع مالی خواهند بود که بازده آنها افزایش یافته باشد. در نتیجه، با افزایش بازده بدون ریسک نرخ بازده مورد انتظار سهام نیز افزایش می یابد که این موضوع سبب افت ارزش نسبی قیمت ها از طریق ارزش گذاری سهام شرکت ها می گردد. رابطه ارزش گذاری که به مدل گوردون معروف است با نرخ بهره رابطه غیرمستقیم دارد و با افزایش نرخ بازدهی مورد انتظار، ارزش شرکت مورد بررسی با استفاده از این فرمول کاهش می یابد. در مدل سرمایه گذاری CAPM نیز بخش صرف ریسک با افزایش نرخ بازدهی بدون ریسک کاهش می یابد. عوامل تاثیر گذار بر بازده بدون ریسک عمدتاً شامل عوامل تاثیر گذار بر ارزش زمانی پول در مدت سرمایه گذاری و نرخ تورم مورد انتظار در طول دوره سرمایه گذاری است. نرخ بازده بدون ریسک به عنوان نرخ مبادله کالاهای جاری با کالاهای آینده نیز شناخته می شود. عامل اصلی تاثیر گذار بر بازده بدون ریسک مجموعه فرصت های سرمایه گذاری موجود اقتصاد است. فرصت های سرمایه گذاری نیز با ایجاد ظرفیت های اقتصادی شکل می گیرد که این ظرفیت ها خود متأثر از مسیر رشد بلندمدت اقتصاد هستند. به طوریکه یک اقتصاد با رشد سریع ظرفیت های جدیدی را ایجاد می کند و در نتیجه فرصت های بهتر و بیشتری برای سرمایه گذاری فراهم می شود. بخش اسمی بازده بدون ریسک نیز بر اساس تورم انتظاری تعیین می شود. حال کاملاً مشخص است هر آنچه که مسیر بلندمدت نرخ رشد اقتصادی و تورم انتظاری را متأثر می تواند بازده بدون ریسک در اقتصاد را تغییر دهد. عوامل تعیین کننده مسیر بلندمدت رشد اقتصادی اصولاً در بلندمدت تغییر می کنند و اما عوامل تعیین کننده تورم انتظاری در کوتاه مدت و میان مدت تغییر می کنند. اما یک مساله مهم در مورد اقتصاد ایران این است که سیاست های پولی و فضای پولی کشور از ثبات برخوردار نیست و به صورت مصلحتی نه قاعده مند متغیرهای پولی توسط مقام پولی کشور تغییر می کند و این مساله منجر به نوسان تورم انتظاری در اقتصاد می شود و از سوی دیگر در مورد ثبات بخش حقیقی بازده بدون ریسک نیز همه چیز به کنترل چرخه های تجاری توسط مقام مالی و پولی بر می گردد. اگر فضای اقتصاد کلان تحت تاثیر سیاست های اقتصاد کلان تلطیف شود و رشد اقتصادی مستمر و با ثبات به طوریکه مسیر آن قابل پیش بینی باشد بوقوع پیوندد و در یک کلام مدیریت چرخه های تجاری به صورت بهینه و مطلوب صورت پذیرد، بخش غیردولتی

نیز بهتر قادر خواهد بود بر مبنای چشم انداز مثبت اقتصادی و اطمینانی که در اقتصاد حاکم می شود مقولات سرمایه گذاری جدید و با بازده بیشتری را تعریف کند. به عبارت بهتر اگر افزایش نرخ بازده بدون ریسک اقتصاد مبتنی بر بهبود بنیان های اقتصادی صورت گیرد مسلماً بازده مورد انتظار موضوعات سرمایه گذاری بخش خصوصی نیز افزایش خواهد داشت. در نتیجه، بازده مورد انتظار اوراق مالی غیر دولتی با بازده بدون ریسک همبستگی مثبت خواهد داشت. اما مساله اساسی در ارتباط با بازده بدون ریسک اقتصاد ایران این است که واقعا کدام نرخ بازدهی به عنوان نرخ بازدهی بدون ریسک در اقتصاد تلقی شود؛ نرخ سود سپرده های بانکی یا نرخ بازدهی اوراق مالی دولتی؟! با توجه به این موضوع که قیمت تمام شده تامین مالی برای نهادهای دولتی در ایران حداقل به اندازه ی نرخ سود سپرده های بانکی است.

ب) همبستگی منفی بین بازده اوراق دولتی با اوراق غیردولتی با افزایش صرف ریسک

حال شرایط دیگر در ارتباط اوراق مالی غیردولتی متصور است و آن نیز افزایش صرف ریسک (بدلیل افزایش ریسک سیستماتیک) و همچنین افزایش بازدهی مورد انتظار بدلیل افزایش ریسک های غیرسیستماتیک باشد. در این حالت بدلیل ریسک های مترتب بر بازار که مسلماً بخشی از آنها به فضای اقتصاد کلان بر می گردد منجر به نامساعد شدن فضای اقتصاد کلان می شود (به عنوان مثال نوسانات نرخ ارز، نوسانات تورمی، ریسک های سیاسی و ...) و در نتیجه ی این امر اقتصاد از مسیر بلندمدت رشد اقتصادی خود خارج می شود، رشد اقتصادی کاهش یافته و ظرفیت های سرمایه گذاری اقتصاد محدود می شود و از سوی دیگر بازده مورد انتظار از فعالیت های بخش خصوصی بدلیل ریسک های مترتب بر آنها افزایش می یابد. تحت این فرآیند شکاف بین بازده حقیقی فعالیت های بخش خصوصی و بازده بدون ریسک حقیقی افزایش می یابد و این دو در خلاف جهت هم در حرکت خواهند بود. حال اگر دولت بخواهد بر مبنای بازده بدون ریسک اقدام به انتشار اوراق بهادار دولتی نماید که مسلماً قادر به جذب منابع مورد نظر نخواهد بود، در این حالت دولت لاجرم اقدام به تعیین دستوری نرخ بازدهی اوراق بهادار دولتی می نماید و اقتصاد بیشتر به ورطه ی عدم تعادل ها نرخ ها کشیده می شود و چالش های جدید و پیچیده ای بر آن سایه می افکند. از این چالش ها می توان به عدم پایداری بدهی های دولتی اشاره کرد.

۹-۲ تعامل نرخ های بازدهی و ریسک نظام بانکی و بازار سرمایه

صرف نظر از نوع محوری (بانک محوری یا بازار محوری)، دو وظیفه بسیار مهم یک نظام مالی، تسهیم ریسک و بازده میان سرمایه گذاران و تامین سرمایه مورد نیاز نهادهای اقتصادی است. به تناسب این امر سرمایه گذاران عمدتاً گزینه های سرمایه گذاری را بر مبنای ریسک و بازده ارزش گذاری کرده و در مورد انتخاب هر یک از

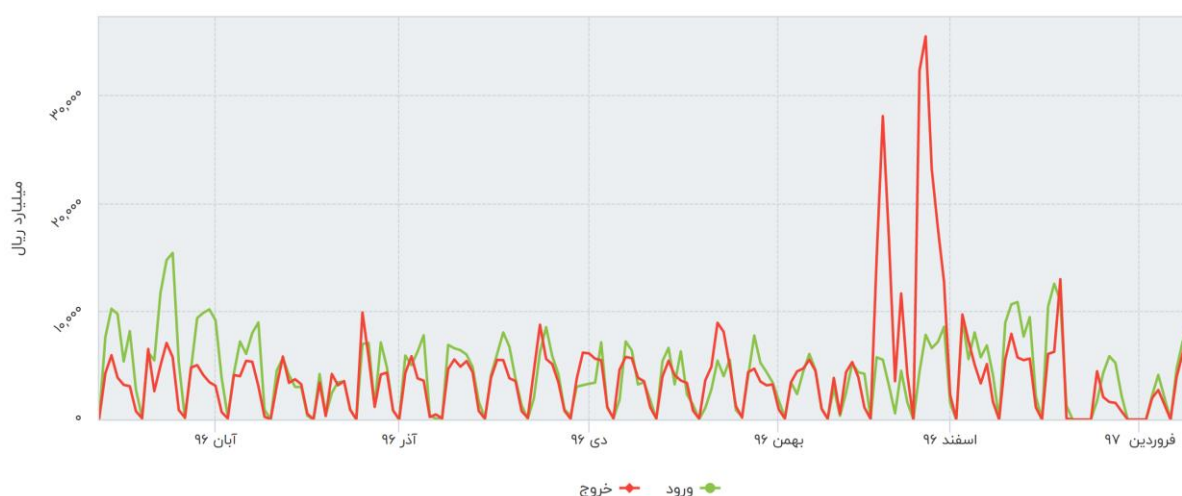
آنها تصمیم می گیرند. سرمایه گذاران در ارتباط با تقاضای اوراق بهادار دولتی نیز این اصل را رعایت خواهند کرد. به عبارت بهتر سرمایه گذاران در بازار بدهی ریسک و بازده این اوراق دولتی را با ریسک و بازده سهام و سایر اوراق بازار سرمایه و همچنین ریسک و بازده سرمایه گذاری در بانک ها قیاس خواهند کرد. زمانی که نرخ سود بانکی بالا وجود داشته باشد، با توجه به اینکه این نرخ بازدهی مبنای سایر نرخ های بازدهی در اقتصاد حتی اوراق دولتی قرار می گیرد، مسلماً هزینه ی تامین مالی هم برای دولت و هم بخش خصوصی از طریق بازار سرمایه گران تمام خواهد شد و چه بسا این نرخ تامین مالی با بازدهی واقعی دولت و بخش خصوصی هیچ سازگاری نداشته باشد. در بین اقتصاددانان نیز همواره این موضوع مطرح بوده که تامین مالی در نظام اقتصادی بر محور بانک باشد بهتر است یا متاثر از بازار سرمایه باشد؟ تحقیق های به عمل آمده در این خصوص بیشتر متاثر از این رویکرد بوده است که عمده کشورهای سرمایه پایه، رشد اقتصادی با شیب تندی تری دارند. چرا که تزریق نقدینگی به صنعت از سوی بازار سرمایه به واسطه حضور تحلیل گران مالی در این بخش از اقتصاد نسبت به پروژه و فرصت های سرمایه گذاری دارای بالاترین محک است. این مبحث متاثر از این مطلب است که در بازار سرمایه به واسطه وجود کارآئی تخصیصی، اطلاعاتی و عملیاتی، منابع مالی به آن دسته از طرح های سرمایه گذاری تزریق می گردد که از توازن قابل قبولی میان بازده و حداقل ریسک برخوردار باشند. بر این اساس از یکسو سرمایه گذاران می توانند به واسطه نیروی متخصص در بازار سرمایه و نیز اصل کارآئی در این بازار، این اطمینان را کسب نمایند که سرمایه تزریق شده در وهله اول در جایگاه مطمئن و امنی بوده و در مراتب بعدی سود قابل توجهی را به سمت آنان سوق می دهد (مگینسون، ۱۳۸۸). نظام مالی ایران نیز اگر چه بانک محور است، ولی ایجاد، استقرار و حفظ یک بازار سرمایه کارا، شفاف و سالم یکی از ضرورت های اصلاح و بهبود فضای کسب و کار و توسعه کشور می باشد و در مقابل، توسعه، اندازه و عمق بازار سرمایه متاثر از این فضا است. با توجه به این مساله نیز محور قرار گرفتن نرخ سود بانکی برای تعیین بازده بدون ریسک اقتصاد امری خطا است و کل ریسک نظام بانکی در این حالت تبدیل به یک ریسک سیستمی می شود که برای اقتصاد هزینه های گزافی را تحمیل می کند.

۹-۳ سیاست های ضربتی و مصلحتی بانک مرکزی و تخلیه بازار سرمایه

بانک مرکزی گاهی در راستای هدایت نقدینگی به کانال های خاص بدون لحاظ اثرات آن بر بازار سرمایه اقدام به تصمیمات مصلحتی و ضربتی می کند که این تصمیمات به شدت بازار سرمایه را متاثر می کند. نمونه این سیاست ها بسته سیاستی سه گانه بانک مرکزی در ۲۵ بهمن ماه ۱۳۹۶ در ارتباط با کنار سفته بازی ارزی بود. براساس بسته طراحی شده به شبکه بانکی اجازه داده شده برای دو هفته اقدام به انتشار گواهی سپرده با نرخ سود

۲۰ درصد کنند. این نرخ منجر به این شد که نرخ تمام شده تامین مالی برای اوراق مالی دولت طی همان دو هفته افزایش و به صورت اسمی حداقل به ۲۰ درصد رسد. البته این مساله منجر به ابطال صندوق‌ها در بهمن و اسفندماه ۱۳۹۶ به صورت قابل توجه و جاری شدن منابع صندوق‌ها به سمت گواهی سپرده بانکی شد. حال فرض شود دولت اقدام به انتشار اوراق مالی بر اساس قانون بودجه ۱۳۹۷ کند و بانک مرکزی چنین سیاستی را تکرار کند. از آنجا که از خریداران اصلی اوراق مالی دولتی صندوق‌ها هستند از حجم تقاضای اوراق مالی دولتی کاسته خواهد شد و مسلماً اوراق مالی دولتی در بازار فروش کافی نخواهند داشت.

نمودار ۱: جریان نقد صندوق‌های سرمایه‌گذاری طی آبان ۱۳۹۶ تا فروردین ۱۳۹۷



۹-۴ ساختار بودجه غیراختیاری، دولت غیرمتعهد و ریسک سیستمی

در ایران حجم و ترکیب درآمد و مخارج دولت جنبه‌ی اختیاری و سیاست‌گذاری ندارد. در واقع کسری بودجه در ایران سابقه طولانی داشته و دولت‌ها در قبل و بعد از انقلاب با این مشکل روبه‌رو بوده‌اند. بطوریکه تراز عملیاتی بودجه در ایران همواره مقدار منفی بوده است. همچنین تراز دارایی‌های سرمایه‌ای به غیر از دو سال ۱۳۸۷ و ۱۳۸۸ مقادیر مثبت بوده است. در واقع، دولت‌ها در ایران همواره جهت جبران بخشی از کسری تراز عملیاتی خود اقدام به ایجاد مازاد تراز سرمایه‌ای کرده است و بخشی دیگر نیز از طریق استقراض تأمین شده است، به عبارت بهتر تسویه‌ی بدهی‌های دولت در زمان‌های رونق اقتصادی مورد توجه قرار نگرفته است، که این امر نیز به ترکیب درآمدهای عمومی و سرمایه‌ای دولت بر می‌گردد. بر همین اساس کسری مالی دولت در ایران ناشی از کسری بودجه ساختاری است و ماهیت سیاست‌گذاری ندارد. این در حالی است که انتشار اوراق بهادار اسلامی یک دولت کاملاً متعهد را می‌طلبد. در غیر این صورت ریسک سیستمی در کل بازارهای مالی و نهایتاً بخش حقیقی اقتصاد حاکم می‌شود.

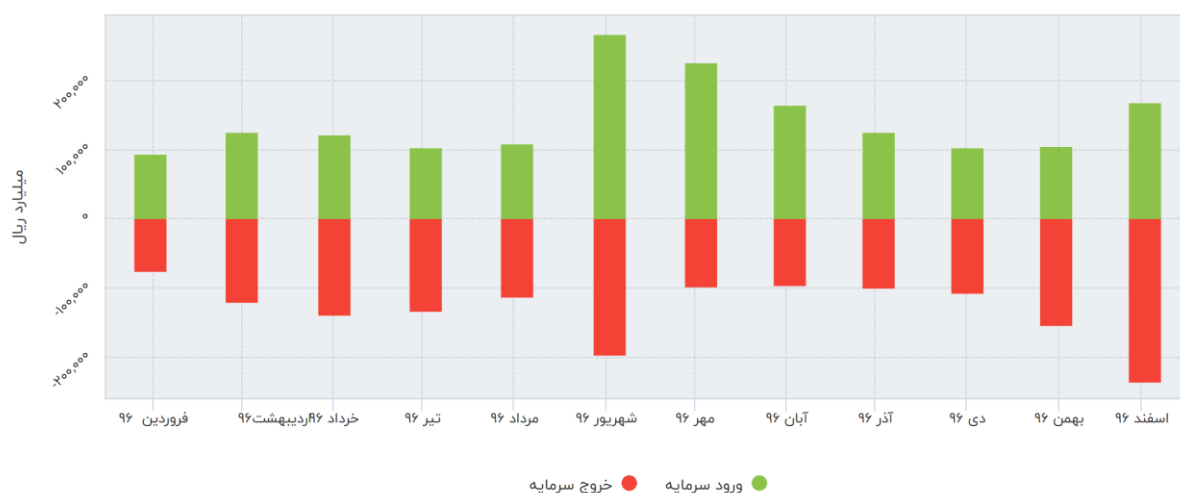
۹-۵ نظام‌مند کردن صندوق‌های سرمایه‌گذاری بانک در راستای هدایت منابع مالی به بازار سرمایه

استقراض از نظام بانکی به عنوان یکی از سهل‌ترین راهکارها برای تامین کسری مالی دولت‌ها در اقتصاد ایران مطرح بوده است، به طوریکه امروزه حجم بدهی دولت به نظام بانکی بیش از ۱۰ درصد کل تولید ناخالص داخلی کشور است. چنین شرایطی منجر به پدیده‌ی «حاکمیت یا سلطه مالی»^۱ در اقتصاد ایران شده است. تحت چنین پدیده‌ای نه تنها سیاست‌های پولی حالت انفعالی پیدا کرده است، بلکه نرخ بهره‌ی بانکی در کشور در سطوح غیرمعقول قرار گرفته است. این امر از یک‌سو، هزینه‌های مالی دریافت تسهیلات برای واحدهای اقتصادی را افزایش داده است و از سوی دیگر نرخ سود سپرده‌های بانکی را افزایش داده است، در نتیجه جذابیت سپرده‌گذاری در بانک‌ها نسبت به سرمایه‌گذاری در بازار سهام بیشتر است. در سال ۱۳۹۵ و ۱۳۹۶ سیاستگذار پولی نرخ‌های سپرده‌های بانکی را کاهش داده است و با این عمل انتظار بر این بود که وجوه به سمت بازار سرمایه هدایت شوند، اما بانک‌ها با ایجاد صندوق‌های سرمایه‌گذاری و پرداخت سود قابل توجه به سرمایه‌گذاران این صندوق‌ها، مانع از خروج وجوه سپرده‌ها از بانک شده‌اند. حال اگر دولت در چنین شرایطی اقدام به انتشار اوراق بهادار اسلامی کند و منابع مالی جدید وارد بازار سرمایه نشود، عملاً بازار اوراق دولتی بخشی از وجوه بازار سهام را تصاحب خواهد کرد. این شرایط به هیچ وجه مطلوب بازار سهام در حال توسعه کشور نیست. اما اگر دولت بتواند مسالهی صندوق‌ها در شبکه‌ی بانکی را در راستای منافع کل اقتصاد نظام‌مند کند، در این حالت چه بسا انتشار اوراق دولتی توسعه‌ی بازار سرمایه کشور را به همراه داشته باشد. البته مطابق با ابلاغیه سازمان بورس درباره اصلاح اساسنامه صندوق‌های سرمایه‌گذاری در مهرماه ۱۳۹۶ صندوق‌های با درآمد ثابت مجاز هستند حداکثر ۵۰ درصد سپرده بانکی و گواهی سپرده داشته باشند. این درحالی بود که تا پیش از این ابلاغیه حدود ۸۰ درصد پرتفوی صندوق‌های درآمد ثابت را سپرده‌ها تشکیل می‌داد و بانک‌ها از این طریق نرخ سود بیشتری به سپرده‌ها می‌پرداختند و به نوعی سیاست‌های بانک مرکزی در ارتباط با نرخ سود بانکی را دور می‌زدند. لازم بذکر است، اغلب صندوق‌های با درآمد ثابت، زیرمجموعه بانک‌ها هستند. صندوق‌های با درآمد ثابت منبعی هستند که سودی بالاتر از سپرده‌های عادی بانکی پرداخت کرده و هم‌زمان به پستوانه بانک‌ها ریسک پایینی دارند. با اجرای سقف ۵۰ درصدی برای سپرده، این صندوق‌ها مجبور می‌شوند مابقی سرمایه خود

^۱ Financial Dominance

را به بورس وارد کنند که ریسک بالاتری نسبت به سپرده‌ها دارد. شواهد آماری مرتبط با سیاست نرخ سود بانکی سالانه ۱۵ درصدی در شهریور ۱۳۹۶ اجرا شد مویید این مطلب است. در دستورالعمل نرخ سود بانکی مذکور تاکید شده بود نرخ سودهای علی الحساب بانکی به سپرده‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری با درآمد ثابت نیز مشمول نرخ سود علی الحساب مقرر در این بخشنامه خواهد شد. با این عمل خروج سرمایه از صندوق‌های با درآمد ثابت خارج از نظارت سازمان بورس صورت گرفت و در عوض سایر صندوق‌ها که تحت نظارت سازمان بورس بودند در جذب منابع موفق عمل کردند چراکه محدودیت بانک مرکزی مشمول این صندوق‌ها نمی‌شد.

نمودار ۲: جریان نقد صندوق‌های سرمایه‌گذاری



۹-۶ لزوم توجه به اوراق بلندمدت تر

یک چالش مهم دیگر در انتشار اوراق بهادار دولتی این است که سررسید اوراق بهادار دولتی با چه افق زمانی تنظیم شود. به عبارتی سررسید اوراق بهادار دولتی می‌تواند کوتاه مدت، میان مدت و بلندمدت تنظیم شود. هرچقدر سررسید اوراق بهادار دولتی بلندمدت تر باشد، این امر نشان می‌دهد که دولت بدنبال سیاست‌های مالی مبتنی بر قاعده است. سیاست‌های مالی مبتنی بر قاعده نه تنها برای دولت حسن شهرت بدنبال می‌آورد (و دولت می‌تواند از پیامدهای مطلوب این حسن شهرت در سیاست‌گذاری‌های پولی و مالی بهره‌مند شود)؛ بلکه منجر می‌شود قراردادهای برنامه‌ریزی‌های بلندمدت در کسب و کارهای اقتصادی و امور سرمایه‌گذاری شکل بگیرند. در نتیجه‌ی همین امر نیز، بازارهای مالی به ثبات گرایش پیدا می‌کنند و حتی کارایی بازارهای مالی می‌تواند بهبود یابد. اگر دولت به سیاست‌های حسن شهرت خود پایبند باشد، به این مفهوم که دولت نرخ بازدهی سایر اوراق (اوراق کوتاه مدت و میان مدت) خود را طوری تعیین نکند که با نرخ بازدهی اوراق بلندمدت خود در

تناقض باشد، در این حالت عاملین اقتصادی در بازار سرمایه تصمیمات خود را بر مبنای نرخ بازدهی اوراق با سرسید بلندمدت تنظیم خواهند کرد، این امر به تنهایی شرایطی را فراهم می‌کند که عاملین اقتصادی در بازار سرمایه با افق بلندمدت وارد مقوله‌ی تامین مالی و سرمایه‌گذاری شوند. در چنین شرایطی، به احتمال زیاد، عمق بازار سرمایه افزایش می‌یابد و شرایط برای جذب اوراق بهادار دولتی، بدون کاهش اندازه بازار سهام و اوراق غیردولتی نیز فراهم می‌شود.

۹-۷ توجه به نقدشوندگی و کارایی بازار در زمان انتشار اوراق دولت

هر چند ممکن است در میان مدت و بلندمدت بازار سرمایه در ارتباط با جذب سرمایه‌های مالی برای خرید اوراق بهادار دولتی بدون کاهش اندازه‌ی بازار سهام می‌تواند موفق عمل کند، اما در تمامی افق‌های زمانی، بخصوص کوتاه مدت؛ باید ظرفیت بازار سرمایه در انتشار اوراق بهادار دولتی به شدت مورد توجه قرار گیرد. در واقع انتشار اوراق بهادار اسلامی باید در حدی صورت گیرد که نقدشوندگی کلی بازار و کارایی آن را کاهش ندهد.

۹-۸ توجه به استراتژی‌ها کاهش نرخ تامین مالی دولت با بازخرید اوراق با نرخ بالای قبلی و باز انتشار با نرخ‌های

پایین در مقاطعی که امکان پذیر است

یکی از کارهایی که در کشورهای در حال توسعه انجام می‌شود بازخرید اوراق دولت در بازار در زمان قبل از سررسید آنها بر اساس مکانیزم‌های مختلف بازار سرمایه است. این عمل منجر می‌شود بخشی از اوراق مالی دولت در بازار سرمایه از نقدشوندگی بالایی برخوردار باشند. این موضوع منجر به افزایش جذابیت اوراق بهادار دولتی و همچنین افزایش بازدهی آنها برای سرمایه‌گذاران می‌شود. ضمن آنکه دولت می‌تواند در زمانی که بازار در شرایط مساعد کارایی و نقدشوندگی قرار دارد اوراق بازخرید شده را دوباره به بازار با نرخ پایین‌تر نیز تزریق کند که این موضوع منجر می‌شود نرخ بازدهی اوراق دولت به عبارت نرخ پرداخت‌های دوره‌ای دولت بر روی اوراق کاهش می‌یابد.

۱۰ نتیجه گیری

عدم نگاه سیستمی به اقتصاد کشور و تصمیمات جزیره‌ای در مورد انتشار اوراق بهادار - بخصوص اوراق مبتنی بر دین - عدم توجه به ساختار زمانی نرخ بهره و سیاست‌های نا صحیح در ارتباط با تعیین نرخ بدون ریسک در اقتصاد و تعیین دستوری نرخ سود بانکی، بر هم زنده نرخ‌های بازدهی در اقتصاد کشور خواهد بود و این عامل منشا بسیاری از شوک‌های اقتصادی می‌شود. مساله دیگری که باید توجه داشت ورود در بازی پانزی است. ادعا بر این است که ایجاد بدهی توسط دولت‌ها به نسبت تولید ناخالص داخلی در حال افزایش است و در برخی کشورها این نرخ به بیش از ۱۰۰ درصد اقتصاد نیز می‌رسد و بدهی دولت ج.ا.ایران از این نرخ فاصله زیادی دارد. اما باید توجه داشت که در مورد ایران ملاحظات وجود دارد. اول آنکه اقتصاد ایران یک اقتصاد دولتی است؛ دولتی که به صورت مداوم اندازه آن افزایش یافته است. هر چند در این زمینه عدد دقیقی وجود ندارد اما برآوردها نشان می‌دهد که ۸۰ درصد اقتصاد ایران در دست دولت قرار گرفته است. از سوی دیگر، بدهی دولت تقریباً ۴۰ درصد تولید ناخالص داخلی است، ۷۰ درصد از این میزان بدهی دولت به بخش خصوصی است. لذا بدهی دولت به بخش خصوصی حدود ۱/۴ برابر درآمدهای بخش خصوصی است. مسلماً در کشورهای برخوردار از بازارهای بدهی توسعه یافته این رقم بخشی از درآمدهای بخش خصوصی خواهد بود چرا که سهم بخش خصوصی در اقتصاد در مقایسه با بخش دولتی آنها به مراتب بزرگتر است. نوع استقراض و متعهد کردن دولت نسبت به نیازهای مختلف نیز متفاوت است که به این مساله نیز باید توجه داشت؛ به این معنا که آیا این استقراض به نیازهای جاری دولت تخصیص می‌یابد یا به امور عمرانی، آیا این امور انتفاعی است و یا غیر انتفاعی؟ و نکته دیگر اینکه کشورهای دیگر معمولاً بر اساس چرخه تجاری خود و شناختی که نسبت به طول دوره‌های رونق و رکود اقتصاد خود دارند اقدام به انتشار اوراق می‌نمایند در حالی که کشور ما متأسفانه طی تقریباً نیم قرن گذشته همواره دولت با کسری بودجه مواجه بوده است؛ و همه این موارد از فاکتورهای مورد توجه در انتشار اوراق بهادار اسلامی توسط دولت می‌باشد. لذا اگر بپذیریم که نرخ‌های اوراق دولتی در ایران نشان دهنده نرخ بدون ریسک اقتصاد می‌باشد بنابراین حد بالای این نرخ، انتظار صرف ریسک برای سرمایه‌گذاران بخش خصوصی ایجاد می‌نماید و همین امر می‌تواند جذابیت فعالیت‌های مولد را کاهش دهد. لذا توجه به امور مالی و توجه به ریسک علاوه بر بازدهی در انتشار اوراق دولتی ضروری می‌نماید. از دیگر ملاحظات مهم در ارتباط با توسعه بازار بدهی دولت ضرورت استقلال و در عین حال هماهنگی بین سیاست‌های پولی، مالی و مدیریت بدهی است. باید در نظر داشت که هرگونه عدم اطمینان نسبت به سیاست‌های دولت و

بانک مرکزی در سایر ابزارهای سرمایه گذاری می تواند موفقیت و عمق بازار سرمایه را نیز مورد خدشه قرار دهد. موضوع خیلی مهم دیگر ضرورت توجه به مساله بازی پانزی در انتشار اسناد خزانه اسلامی است. اسناد خزانه اسلامی اگرچه مورد تایید فقهی قرار گرفته است اما ملاحظات اقتصادی و مالی در انتشار این اوراق از اهمیت زیادی برخوردار است که می تواند به ایجاد جریان پانزی در اقتصاد بینجامد و اعتبار دولت در فضای بین المللی را مورد سوال قرار دهد. دولت جمهوری اسلامی ایران می تواند با افق های زمانی بلندمدت و تعیین نرخ در آن افق برای ثبات مالی و اقتصادی کشور موثر باشد و نااطمینانی را در سایر بخش های اقتصادی از بین ببرد و انگیزه های برای سرمایه گذاران خارجی نیز ایجاد نماید. ضمن اینکه، مهندسی مالی بر روی بدهی های دولت و استفاده از ابزارهای ساختار یافته می تواند نرخ پرداخت های دوره ای اوراق بهادار اسلامی دولتی را کاهش و همچنین نقدشوندگی اوراق دولتی را افزایش دهد. ظرفیت بازار سرمایه برای جذب اوراق بهادار دولتی مصوب قانون بودجه ۱۳۹۷ نیز در صورتی فراهم خواهد بود که ملاحظات مذکور رعایت شود.

۱. خلاصه تحولات اقتصادی کشور (سال‌های مختلف)، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، اداره بررسی‌های اقتصادی.
۲. سلمانی، یونس (۱۳۹۷)، نقش اندازه و ترکیب دارایی‌ها و بدهی‌های (ترازنامه‌ی) دولت در اقتصاد ایران، رساله دکتری، دانشگاه تربیت مدرس، دانشکده مدیریت و اقتصاد.
۳. سلمانی، یونس (۱۳۹۶)، نقش ترازنامه دولت (نقش اندازه و ترکیب دارایی‌ها و بدهی‌های (ترازنامه) دولت در اقتصاد ایران، رساله دکتری، دانشگاه تربیت مدرس، دانشکده اقتصاد و مدیریت.
۴. کریمی ریزی، مجید و سلمانی، یونس. (۱۳۹۶)، بررسی و تبیین انواع اوراق بهادار اسلامی متناسب با نیازهای تامین مالی دولت جمهوری اسلامی ایران (طرح پژوهشی)، وزارت امور اقتصاد و دارایی، معاونت اقتصادی.
۵. کریمی ریزی، مجید و سلمانی، یونس. (۱۳۹۶)، موانع و ملاحظات مربوط به انتشار اوراق بهادار اسلامی دولتی، سازمان بورس اوراق بهادار تهران، مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی، شهریور ماه ۱۳۹۶، کد گزارش ۲۰۱۷-۱۶-۹۶.
۶. کریمی ریزی، مجید، عسکری مهدی و مصطفوی علی. (۱۳۹۵). تأمین مالی پروژه‌های زیرساختی بر مبنای الگوی تسهیم ریسک از طریق انتشار صکوک استصناع توسط دولت؛ تحقیقات مالی اسلامی. در حال چاپ
۷. Alesina, A., & Tabellini, G. (۱۹۹۰). A positive theory of fiscal deficits and government debt. *The Review of Economic Studies*, ۵۷(۳), ۴۰۳-۴۱۴.
۸. Barro, R. J. (۱۹۷۴). Are government bonds net wealth? *Journal of political economy*, ۸۲(۶), ۱۰۹۵-۱۱۱۷.
۹. Bernoth, K., Von Hagen, J., & Schuknecht, L. (۲۰۰۴). Sovereign risk premia in the European government bond market.
۱۰. Castellanos, J. (۱۹۹۹). Developing government bond markets. *Financier*, ۶(۱), ۱۷.
۱۱. Claessens, S., Klingebiel, D., & Schmukler, S. L. (۲۰۰۷). Government bonds in domestic and foreign currency: the role of institutional and macroeconomic factors. *Review of International Economics*, ۱۵(۲), ۳۷۰-۴۱۳.
۱۲. Cukierman, A., & Meltzer, A. H. (۱۹۸۹). A political theory of government debt and deficits in a neo-Ricardian framework. *The American Economic Review*, ۷۱۳-۷۳۲.
۱۳. Currie, E., & Velandia, A. (۲۰۰۰). Risk management of contingent liabilities within a sovereign asset-liability framework. En: XII Seminario Regional de Política Fiscal: compendio de documentos-Santiago: CEPAL, ۲۰۰۰-p. ۳۰۷-۳۳۳.
۱۴. Elmendorf, D. W., & Mankiw, N. G. (۱۹۹۹). Government debt. *Handbook of macroeconomics*, ۱, ۱۶۱۵-۱۶۶۹.
۱۵. Mohanty, M. S. (۲۰۰۲). Improving liquidity in government bond markets: what can be done? *BIS papers*, ۱۱, ۴۹-۸۰.
۱۶. Panizza, U. (۲۰۰۸). Domestic and external public debt in developing countries.
۱۷. Togo, E. (۲۰۰۷). Coordinating public debt management with fiscal and monetary policies: an analytical framework (Vol. ۴۳۶۹). *World Bank Publications*.
۱۸. Turner, P. (۲۰۰۲). Bond markets in emerging economies: an overview of policy issues. *BIS papers*, ۱۱, ۱-۱۲.