

اوراق قرضه و جایگاه آن در بازار سرمایه کشور

جمع بندی و نتیجه گیری

بخش پایانی

یونس سام دلیری و رافیک نظریان

خود داشته و به عبارت دیگر، عادت به اسراف و تبذیر داشته باشند.

در بیشتر کشورهای در حال توسعه که میزان پس انداز عمومی خیلی محدود و ناچیز است، تنها علت آن فقر افراد و نداشتن درآمد کافی نیست، بلکه علل دیگری نیز تأثیر فراوان دارد.^(۱)

یکی دیگر از علل عدم تشکیل پس انداز و سرمایه، فقدان تشکیلات مناسب بانکی و بازار پول و بورس اوراق بهادار است. باید توجه داشت که امروزه نقش درآمدهای نفتی به مانند دهه ۱۳۵۰ برای تأمین هزینه های اصلاحات اقتصادی کافی نیست و شاید به زحمت بتواند منابع مالی لازم برای اصلاحات اجتماعی و طرح های عام المنفعه مانند راه ها و سدها و... را تأمین کند و توسعه کشاورزی و صنعتی کشور باید با سرمایه های خصوصی انجام پذیرد. به علاوه، هیچ کشوری - اعم از پیشرفته یا در حال توسعه - قادر نیست که تمام کارهای عمرانی را با بودجه عمومی کشور انجام دهد، بلکه کشورهای اخیر غالباً برای موازنه بودجه جاری خود نیز دچار مشکل هستند. در نتیجه، بهترین و مفیدترین سرمایه گذاری برای کشورهای در حال توسعه، سرمایه گذاری خصوصی داخلی و سرمایه گذاری عمومی است که می توانند خطر بیشتری را به عهده گرفته و تعهدی برای استرداد فوری یا آتی آنها نیست.

وظیفه دولت ها و بانک های مرکزی در مبارزه با تورم این است که این قوه خرید اضافی را که بیش از میزان عرضه کل کشور است، به وسایل متناسب مانند تشویق پس انداز عمومی و انتشار اوراق قرضه برای کارهای عمرانی و مالیات اضافی عادلانه از ید افراد خارج کنند و میزان عرضه و تقاضا را موازنه دهند.

از طرف دیگر، باید توجه داشت که افزایش میزان اعتبارات که سبب افزایش محصول و جبران نقصان عرضه خواهد شد، از نظر اقتصادی چندان صحیح

کم توسعه یافته، مانند ایران ایفا کنند.

بازارهای سرمایه در ایران بیش از آن که ضعیف باشند، نامتشکل اند. بخش عمده ای از سرمایه های پولی و مالی، به طرق پراکنده و در معامله های پنهان، وارد فعالیت های دادوستد مالی و خرید و فروش کالاهای اقتصادی می شوند. مقدار زیادی از سرمایه گذاری ها در فعالیت های بازرگانی و تولیدی یا فعالیت های فصل مشترک این دو، از طریق معاملات پولی و وام گیری هایی صورت می گیرند که تقریباً هیچ نقشی در اقتصاد ندارند.

مطالعه تجربه مراحل توسعه و پیشرفت کشورهای صنعتی مبین آنست که پیشرفت های اقتصادی در این کشورها، همواره توأم با تغییرات اساسی اجتماعی و سیاسی بوده است و این عوامل نقش مهمی را در افزایش پس انداز و سرمایه گذاری و توسعه اقتصادی داشته اند.

بدون اصلاح همه جانبه و

کارآمد کردن سیستم اقتصادی و

تولید و رشد - حتی در صورت

موفقیت در تقویت بازارهای

سرمایه متشکل - هیچ تضمینی

وجود ندارد که این بازارها نقش

تاریخی گذشته خود را ایفا کنند.

ثبات اوضاع سیاسی و عادات ملی و اعتقادات مذهبی نیز در بعضی از کشورها نقش مهمی در سرمایه گذاری دارد. در بعضی از کشورها ممکن است افراد اصولاً مخالف سرمایه گذاری در اوراق قرضه و گرفتن بهره باشند، یا تمایلات و عادات عمومی آنها کم یا بیش متوجه سرمایه گذاری در فعالیت های غیراقتصادی باشد، یا تمایل به خرچ کردن کلیه درآمد

در این سلسله مقالات، پس از بررسی کلی نقش بازارهای سرمایه و عوامل مؤثر بر آنها و تشریح موانع و مشکلات بازارهای سرمایه در ایران، به بررسی تاریخچه اسناد خزانه و اوراق قرضه در ایران پرداختیم و روند انتشار اوراق قرضه در سال های مختلف را مرور کردیم و ضمن بررسی خصایص مهم مکانیسم اوراق قرضه در کنترل حجم پول و نقش آن در تأمین کسری بودجه دولت و دیگر ویژگی ها و آثار مترتب بر آن، سرانجام، علل عدم استقبال بخش خصوصی از خرید اوراق قرضه را مورد توجه قرار دادیم.

اینک در بخش پایانی این مقاله به ارایه یک جمع بندی و نتیجه گیری خواهیم پرداخت و امیدواریم که این بحث حساس را در شماره های بعد و از زوایای دیگر مورد توجه قرار دهیم.

باتک و اقتصاد

جمع بندی

تجربه تاریخی رشد اقتصادی، از درون بازارها، در کشورهای صنعتی از رابطه مثبت بازارهای سرمایه با میزان رشد اقتصادی حکایت دارد. در بیشتر موارد، رشد اقتصادی با رشد بازارهای سرمایه - به طور اعم - همراه بوده است.

پیوستگی شدید بین ماهیت و عناصر درونی بازارهای سرمایه غیرمتشکل فعلی در ایران، با ماهیت و انگیزه های سرمایه گذاری و یا نظام توزیع درآمد چنان است که احیای مستقل این بازارها را به اصلاح همه جانبه و ساختار اقتصادی کشور منوط می سازد. بدون اصلاح همه جانبه و کارآمد کردن سیستم اقتصادی، تولید و رشد - حتی در صورت موفقیت در تقویت بازارهای سرمایه متشکل - هیچ تضمینی وجود ندارد که این بازارها نقش تاریخی گذشته خود را در دور تاریخی تازه در کشوری

نیست و در صورتی که وسایل تولید و مصرف کافی موجود نباشد، ممکن است تورم بیشتری را ایجاد کند.

نتیجه گیری

معاملات اوراق قرضه دولتی (عملیات بازار آزاد) در کشورهای صنعتی با بازارهای مالی و پولی تکامل یافته، به عنوان یکی از ابزارهای مؤثر سیاست پولی همواره مورد استفاده دولت‌ها قرار می‌گیرد. در بیشتر کشورهای در حال توسعه، از جمله ایران، این ابزار به دلایل مختلف از کارایی قابل توجهی برخوردار نبوده و بخش خصوصی استقبالی در حد کشورهای صنعتی از خرید اوراق قرضه دولتی نمی‌نماید. انتشار و فروش اوراق قرضه توسط دولت برای تأمین کسری بودجه، استقراض از بازارهای پولی و مالی داخل کشور بوده و نتایج زیانبار و پیامدهای سیاسی استفاده از وام خارجی را به همراه ندارد. از سوی دیگر، این سیاست اثری محدودکننده بر حجم نقدینگی داشته و به مثابه ابزاری برای کنترل نقدینگی می‌تواند مورد استفاده قرار گیرد، زیرا منجر به بسط عرضه پول در اقتصاد کشور نشده و نسبت به روش‌های دیگر که اثری افزایشی بر عرضه پول و افزایش نرخ تورم دارند، ارجحیت دارد.

بازارهای سرمایه در ایران پیش از آن که ضعیف باشند، نامتشفک اند.

با توجه به نقدینگی متورم بخش خصوصی در ایران و سرمایه‌های سرگردانی که به فعالیت‌های سوداگرانه و غیرتولیدی مانند تجارت داخلی و خارجی و یا خریدوفروش مستغلات و... می‌پردازند (و این امر خود عاملی تشدیدکننده در جهت افزایش قیمت‌ها

می‌باشد) به نظر می‌رسد که استفاده از سیاست فروش اوراق قرضه دولتی به افراد و بخش خصوصی را (در صورتی که بتوان تمایل و انگیزه‌های اقتصادی، مذهبی و ملی خرید این اوراق را برای افراد و مؤسسات خصوصی فراهم آورد) به عنوان سیاستی انقباضی و ضد تورمی بتوان پیشنهاد نمود.

در سال‌های پس از انقلاب اسلامی، به دلیل محدودیت‌های نسبی که در فعالیت‌هایی مانند تجارت خارجی و داخلی، خریدوفروش زمین و... برای افراد و بخش خصوصی بوجود آمد، ولی می‌توان اظهار داشت که در شرایط کنونی زمینه مناسبی برای جلب و جذب نقدینگی متورم افراد و بخش خصوصی وجود دارد و این زمینه به دلایل پیدایش رکود و تشدید آن در اقتصاد کشور تقویت هم شده است. چنانچه حدود و ثغور مالکیت و فعالیت‌های بخش خصوصی به‌طور صریح و روشن تعیین شود و انگیزه‌های اقتصادی مناسب با تعیین جایزه اوراق قرضه در سطحی بالاتر از سود سپرده‌های بانکی و حدوداً در سطح نرخ تورم ایجاد شود، به نوعی که در شمار معاملات ربوی نیز محسوب نشود و با تبلیغات با ایجاد انگیزه‌های مذهبی و ملی خرید اوراق قرضه دولتی تشویق شود و اصولاً بازار دست دوم معاملات و خریدوفروش این اوراق مورد تشویق دولت قرار گیرد و اطمینان مردم به نقدینگی این اوراق جلب شود، می‌توان انتظار استقبال بخش خصوصی از خرید این اوراق را داشت.

استفاده از اوراق قرضه سه نتیجه عمده و اساسی زیر را در پی خواهد داشت:

نتایج مالی انتشار و فروش اوراق قرضه:
مسأله نوسان درآمدهای عمومی دولت به‌علل مختلف از قبیل وضع و نحوه تولیدات داخلی، فروش و حمل‌ونقل کالاها، موعد پرداخت مالیات‌ها، نوسانات در درآمدهای صادراتی کشورهای در حال توسعه و

عدم اطمینان کامل از بازارهای بین‌المللی سبب یکسان نبودن درآمد عمومی در فواصل مختلف سال می‌شود. ولی در مقابل، نوسانات درآمدهای عمومی هزینه‌های ماهانه دولت نسبتاً ثابت بوده و در رأس موعد بایستی پرداخت شوند. برای ایجاد تعادل و موازنه در این امر، تدابیر متعددی اتخاذ می‌شود که از جمله آنها توسل به انتشار و فروش اوراق خزانه می‌باشد. با فروش این اوراق، کسری درآمد به موقع خود ترمیم می‌شود و در ظرف سال که وصول عواید مالیاتی افزایش می‌یابد، می‌توان اوراق مزبور را مستهلک ساخت. در مواقع غیرعادی مانند جنگ و غیره نیز که ضرورت پیدا می‌کند، باز وسیله مزبور راه مؤثری برای جمع‌آوری عواید لازم می‌باشد.

تجهیز سرمایه‌های کوچک از طریق انتشار اوراق قرضه (به‌ویژه اوراق کوتاه‌مدت) وسیله‌ای است که از رکود بی‌حاصل پس‌اندازهای مردم و بانک‌ها جلوگیری می‌کند و این منابع را به نفع همه به کار می‌اندازد.

لذا تجهیز سرمایه‌های کوچک از طریق انتشار اوراق قرضه (به‌خصوص اوراق کوتاه‌مدت) وسیله‌ای است که از رکود بی‌حاصل پس‌اندازهای مردم و بانک‌ها جلوگیری نموده و آنها را به نفع همه به کار می‌اندازد و از آنجایی که اوراق کوتاه‌مدت خزانه روزبه‌روز قابل استرداد و هر آن قابل فروش و تبدیل به وجه نقد است، مردم یا مؤسسات مالی که روی عادت یا روی مال‌اندیشی و احتیاج همواره مقدار زیادی وجه



نقد را را کد نگه می‌دارند، به خرید اوراق قرضه تشویق می‌شوند و ضمن این که در این اثنا درآمدی برای خود کسب می‌نمایند، وجوه را کد خود را هم برای استفاده در اختیار دولت قرار می‌دهند.

مزیت دیگر خرید این اوراق برای مردم اینست که نگاهداشتن اوراق مزبور از نگهداری وجوه نقد آسانتر و بی‌خطرتر است. جوامعی که از نظر تنوع و تکامل مؤسسات مالی نسبتاً مبتدی می‌باشند، معمولاً امکانات زیادی برای انتشار اوراق قرضه بلندمدت ندارند و ناگزیرند که از اوراق کوتاه‌مدت - که متأسفانه هزینه انتشار و بهره آنها زیادتر است - استفاده نمایند. در این جوامع، چون سرمایه‌داران کوچک نمی‌توانند میزان درآمد و هزینه آینده خود را پیش‌بینی کنند، لذا بیشتر احتیاج به داشتن وجه نقد یا اوراقی سهل‌الانتقال دارند و خرید اوراق کوتاه‌مدت با وضع آنها بیشتر تطبیق می‌کند. از طرف دیگر، ملاحظات دیگری مانند ثبات ارزش پول و روشن‌نبودن وضع آتی اقتصاد مانع از این است که پس‌اندازهای کوچک به خرید اوراق قرضه بلندمدت اختصاص یابند. بنابراین، انتشار و فروش اوراق قرضه خزانه در کشورهایی که دارای ثبات و استحکام و قوام مالی لازم نبوده و با معاملات اوراق قرضه آشنایی ندارند، معمولاً با انتشار اوراق کوتاه‌مدت آغاز می‌شود. خریداران اوراق کوتاه‌مدت در این کشورها هم علاوه بر مردم عادی، شرکت‌ها و مؤسسات خصوصی یا عمومی (که مقداری سرمایه نقدی برای رفع حوایج دورانی و فصلی آماده دارند) می‌باشند. بدون اوراق قرضه، وجوه مزبور غالباً به صورت وجه نقد و یا سپرده‌های دیداری نگهداری می‌شود و چون سرمایه‌های مزبور تا هنگام استفاده احتمالی بلااستفاده می‌ماند، لذا صاحبان آنها معمولاً سودی هم دریافت نمی‌دارند.

پس از استقرار گام اول، یعنی انتشار اوراق قرضه کوتاه‌مدت، انتشار اوراق میان‌مدت و بلندمدت وسیله

مؤثری برای جلب سایر وجوه پس‌اندازهای را کد است. در کشورهای درحال توسعه، یکی از وسایل مؤثری که دولت‌ها همواره از آن برای عملیات تولیدی و عمرانی استفاده می‌نمایند، انتشار همین اوراق است و مخصوصاً در مواردی که ارزش آتی اوراق بلندمدت به نسبت بالافتن شاخص قیمت‌ها تضمین می‌شود و مزایای مالیاتی به آنها داده می‌شود، بازده آنها با سود سایر عملیات تولیدی مناسب می‌باشد.

تأمین هزینه‌های دولت از طریق انتشار اوراق قرضه، نه تنها از آثار تورمی و نامساعد چاپ اسکناس یا دریافت اعتبار از بانک مرکزی جلوگیری می‌نماید، بلکه توسل بدین روش؛ مبنای مدیریت مالی و مسوولیت‌پذیری متصدیان امور مالی دولت می‌شود و میزان استقرار را محدود می‌سازد.

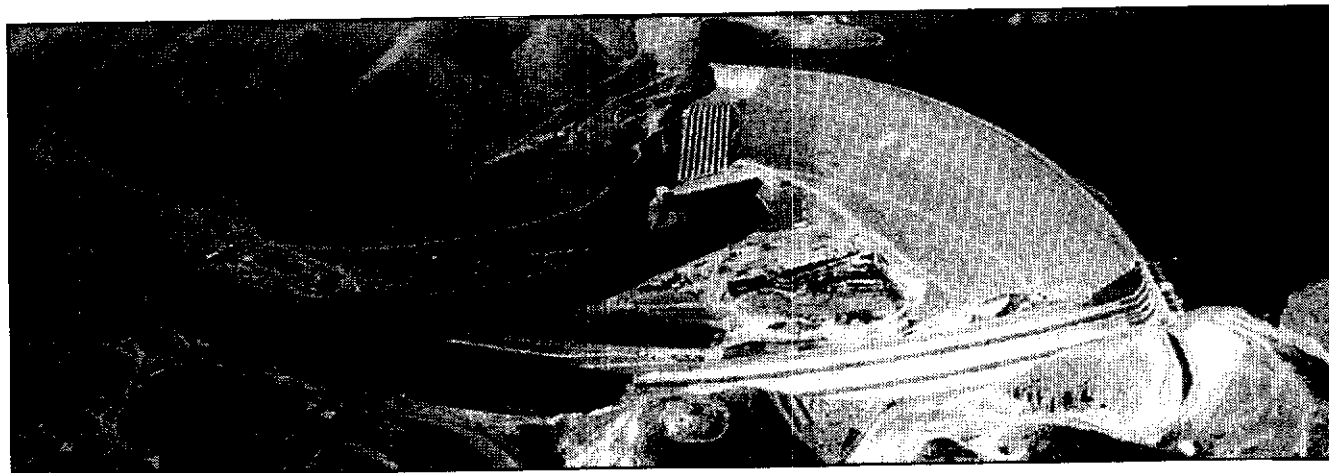
استفاده دولت‌ها از انتشار اوراق قرضه و خزانه به جای استقراض مستقیم از بانک‌های مرکزی، دارای مزایا و اثرات مفیدی از نقطه‌نظر اقتصاد عمومی کشور می‌باشد، از جمله مزایای مزبور برای اقتصاد کشور همان محدودیت آزادی عمل دولت در اقدام به استقراض هنگفت و مداوم از بانک است. تأمین هزینه‌های دولت از طریق انتشار اوراق قرضه، نه تنها از آثار تورمی و نامساعد چاپ اسکناس یا دریافت اعتبار از بانک مرکزی جلوگیری می‌نماید، بلکه توسل بدین روش، مبنای مدیریت مالی و مسوولیت متصدیان امور مالی دولت را تقویت می‌کند

و میزان استقراض را حتی المقدور به میزان درآمدهای مالیاتی و قدرت استرداد و تسویه قروض مزبور محدود می‌سازد. از آنجایی که وثیقه اوراق مزبور در واقع، اعتبار دولت و قدرت آن در وضع و وصول مالیات‌ها می‌باشد، طبیعی است که در انتشار این اوراق رویه محتاطانه‌تر و مأل اندیشه‌تری اتخاذ خواهد شد، حال آن که در توسل به بانک مرکزی، رعایت آن نکات کمتر به نظر می‌رسد.

از طرف دیگر، انتشار اوراق مزبور از طرف وزارت دارایی هر کشور که متصدی جمع‌آوری عواید عمومی و پرداخت هزینه‌ها و تنظیم مالیه است، به تهیه سیاست مالی - به مفهوم صحیح کلمه - کمک می‌کند و چون بانک مرکزی نیز از نظر سیاست پولی کشور در امر انتشار و فروش اوراق قرضه ذینفع است، لذا مشارکت این دو رکن اساسی مالی و پولی کشور در تنظیم اوراق مزبور قوام و استحکام بیشتری به سیاست اقتصادی و مدیریت امور عمومی کشور خواهد داد.

نتایج پولی و فروش اوراق قرضه: سیاست پولی هر کشور عبارت از تدابیری است که مقامات مسوول (معمولاً بانک مرکزی) برای تنظیم و تطبیق عرضه و تقاضای پول با احتیاجات اقتصادی کشور اتخاذ می‌نمایند. هرچه مقامات پولی یک کشور در اجرای این وظیفه به وسایل بهتری مجهز بوده و بهتر بتوانند بر میزان عرضه پول، تقاضای پول و بالاخره نحوه توزیع پول و اعتبار دخالت کنند، احتمال موفقیت آنان در اجرای سیاست پولی بیشتر خواهد بود.

کشورهای توسعه‌یافته نظر به تجارب ممتد گذشته و وجود مؤسسات متعدد و متنوع مالی و بانکی و بازارهای پول و سرمایه و غیره توانسته‌اند روش‌های مؤثری را برای نیازهای اقتصادی خود هماهنگ سازند، ولی کشورهای درحال توسعه که یا فاقد مؤسسات مالی و بانکی واسطه بوده و یا اینگونه



و تجربه نظری نیز در سیستم اجتماعی این جوامع ضروری است، لذا سیاست عمومی دولت‌ها در کشورهای درحال توسعه نایستی فقط متوجه سعی در تغییر و بهبود سازمان اقتصادی و تولیدی گردد و بایستی با تکیه بر وسایل مستقیم و غیرمستقیم، سازمان‌ها و ارزش‌های اجتماعی نیز با سازمان اقتصادی آن هماهنگ شوند.

اعطای شرایط مناسب به پس‌اندازکنندگان، مدت کوتاه سررسید، معافیت بهره متعلقه از مالیات، سهولت و سرعت خریدوفروش و استرداد، تهیه بازار دایمی برای اوراق مزبور (مثل بازار بورس اوراق بهادار تهران و عامل فروش مانند بانک مرکزی) همه و همه عواملی هستند که به موفقیت این برنامه وسیع آموزشی که در واقع، نشاندهنده روش صحیح مدیریت امور مالی است، کمک می‌نمایند. تجربه نشان داده است که اگر انتشار اوراق خزانه و عواید حاصله از فروش آنها به طرح‌هایی که با زندگی روزانه مردم سروکار دارد، اختصاص داده شود، در اجرای عملیات و معاملات مزبور موفقیت بیشتری حاصل می‌شود. به عبارت دیگر، جلب اعتماد و آشنایی نزدیک مردم با مزایای شرکت در معاملات اوراق خزانه و قرضه، امری کاملاً ضروری است. ■

زیر نویس

۱) دکتر علی‌اکبر خسروپور / نقش سرمایه‌های خصوصی در اقتصاد کشور / بهمن‌ماه ۱۳۴۲.

به مقامات مسوول سیاست پولی فرصت می‌دهد که در تنظیم سیاست مزبور با درایت و واقع‌بینی بیشتری به‌وظایف خود عمل نمایند. در کشورهای توسعه‌یافته، بانک‌های مرکزی با استفاده از خریدوفروش اوراق قرضه مستقیماً در میزان عرضه و تقاضای پول دخالت نموده و با استفاده از اصول افزایش و یا کاهش ذخایر بانک‌های بازرگانی، عرضه پول را با احتیاجات اقتصادی کشور متناسب می‌نمایند. در ایالات متحده آمریکا خریدوفروش اوراق قرضه (عملیات بازار باز) مهمترین وسیله کنترل عرضه پول بوده و در واقع، وظیفه تعیین میزان پول لازم را به‌دست بانک مرکزی آمریکا سپرده است.

نتایج اجتماعی انتشار و فروش اوراق قرضه: مسأله انتشار و فروش اوراق قرضه و عادت‌دادن و آشنانمودن مردم کشورهای درحال توسعه، با مشکلات بسیاری روبروست که بستگی مستقیم با علوم اجتماعی دارد. روش انتشار اوراق مزبور صرفنظر از تأمین عواید موقتی برای دولت‌ها و تجهیز پس‌اندازهای کوچک، جنبه آموزشی داشته و در حقیقت، مقدمه فعالیت‌های بازرگانی و تولیدی تازه است.

آشنایی مردم کشورهای درحال توسعه با نحوه معاملات اوراق قرضه دولتی، قدم بزرگی در تربیت و آشنایی با این اسناد و استفاده از آنهاست و طبعاً در تعمیم آنها به بخش خصوصی کشور نیز مؤثر می‌باشد. نحوه فعالیت‌های اقتصادی، پس‌انداز و سرمایه‌گذاری در هر کشور با آداب و عادات عمومی سیستم اجتماعی، سیاسی و بالاخره مذهبی آن کشور بستگی نزدیکی دارد و در تعیین ارزش‌های اجتماعی و انگیزه فعالیت‌های اقتصادی تنها توسل به تدابیر اقتصادی کافی نیست و باید کلیه عوامل اقتصادی و غیراقتصادی را به‌حساب آورد. به عبارت دیگر، چون به‌موازات اجرای هر نوع تغییر و تحول اقتصادی، تغییر

مؤسسات آنها، در مراحل اولیه ایجاد و رونق خود می‌باشند، تجارب و تخصص کافی در این امر ندارند و به‌علاوه، فقدان بازارهای پول و سرمایه و عدم عادت مردم به استفاده از تسهیلات بانکی و اعتباری، فرصتی را برای ایجاد روش‌های لازم و متناسب برای اجرای سیاست در دست متصدیان مربوط فراهم نمی‌آورد. از جمله مشکلات و نقایص اساسی این کشورها، همانا ضعف یا فقدان بازار پول است، یعنی با آن که در هر زمان عده‌ای تمایل به گرفتن وام‌های کوتاه‌مدت و عده دیگری تمایل به اعطای این نوع وام‌ها دارند، اما سازمان و ارتباط منظمی که به‌سهولت بتواند این دو طرف را همواره در دسترس یکدیگر قرار دهد، غالباً وجود ندارد. نتیجه نبودن این بازارها هم عدم‌استفاده کامل از منابع پولی موجود و عدم حساسیت عرضه و تقاضای پول و بالاخره تشدید اثرات کمبود سرمایه و ترقی غیرمتناسب نرخ بهره است. در حالی که با ایجاد و تقویت بازار پول، میزان عرضه و تقاضا بیشتر و در نتیجه، قیمت پول (بهره) در بازار کمتر می‌شود و نه تنها وسیله مؤثری برای بهره‌برداری از منابع مالی و پس‌اندازها به‌دست می‌آید، بلکه وسیله مناسبی برای اجرای سیاست پولی کشور ایجاد می‌شود. مشارکت و حمایت جدی دولت در این بازار در صورتی که با حمایت و همکاری سایر دستگاه‌های دولتی هماهنگ بوده و به واقعیات اقتصادی و مالی کشور توجه نماید، نه تنها می‌تواند به تدریج موجبات ارضای نیازمندی‌های متقاضیان وام‌های کوتاه‌مدت را فراهم آورده و از پس‌اندازهای کوچک استفاده نماید، بلکه به‌علت این که عرضه و تقاضای پول در بازار مزبور دارای حساسیت و گرایش بیشتری می‌شود، مآلاً باعث تنزل قیمت (بهره) پول خواهد شد.

از طرف دیگر، ایجاد بازار مزبور از فشار بانک‌ها و مؤسسات مالی و خود دولت به بانک مرکزی می‌کاهد و

