

## ایران

## و

## بازارهای سرمایه بین‌المللی



از: حمید حیدری

سبب شد که نرخ رشد سالانه GDP به قیمت‌های ثابت سال ۱۳۶۱، طی دهه ۱۳۶۰ در سطح ۱/۷ درصد محدود شود که در مقایسه با ظرفیت بالقوه رشد اقتصادی کشور در حد ۸ درصد، در سطح بسیار پایین قرار داشت.

در سالهای بعد نیز علی‌رغم افزایش نرخ پس‌انداز داخلی، به‌علت عدم وجود منابع کافی جهت سرمایه‌گذاری و از طرف دیگر عدم هدایت بهینه منابع پس‌انداز در تبدیل شدن به جریان درست سرمایه‌گذاری، همچنان نرخ رشد اقتصادی در سطوح پایین‌تری از قابلیت‌های بالقوه قرار داشت به‌نحوی که در سالهای ۷۰ تا ۱۳۷۷، متوسط نسبت پس‌انداز ناخالص به GDP که معادل ۱۹/۵ درصد بود با متوسط نسبت سرمایه‌گذاری به GDP که ۱۶/۳ درصد بود، تفاوت قابل ملاحظه‌ای داشت و این نشان می‌داد که منابع پس‌انداز داخلی انتقال درست و کافی در تبدیل شدن به جریان سرمایه‌گذاری و استفاده از سرمایه‌های خارجی، نداشته است که این مطلب از عدم احساس امنیت برای سرمایه‌گذاری حکایت می‌کند و نهایتاً دلیل قانع‌کننده‌ای برای کاهش نرخ رشد اقتصادی طی این سالها بوده است.

همچنین حجم بالای هزینه‌های دولتی طی سالهای ۷۰ تا ۱۳۷۷ و کاهش شدید درآمدهای دولتی ناشی از تنزل قیمت نفت، نه‌تنها میزان پس‌انداز بخش دولتی را کاسته بلکه موجبات کسری بودجه دولت را فراهم آورده که به تورم‌های نسبتاً بالایی نیز همراه بوده است. لذا این امر موجب شد تا سرمایه‌گذاری در بخش‌های عمرانی و زیربنایی نیز با محدودیت منابع مالی و سرمایه، روبرو شود.

سهم هزینه‌های جاری در ترکیب هزینه‌ها را انجام داده است اما هنوز تا مقصد نهایی در جهت شفافیت بودجه، بهبود ترکیب درآمدها و کاستی از میزان مخارج غیرضروری در برطرف کردن شکاف بین منابع پس‌انداز و سرمایه‌گذاری، راهی دراز بالی است.

## رشد پایدار در اقتصاد ملی

دولت ایران مصمم است که با هدف‌گذاری کنترل تورم در سطح یک رقمی، حفظ بودجه متوازن و مهار کسری، اتخاذ سیاست‌های ارزی مناسب و مشارکت گسترده‌تر سهام در فعالیتهای اقتصادی و بالاخره جلب سرمایه‌های خارجی و مشارکت در بازارهای سرمایه بین‌المللی از طریق تنوع‌بخشیدن به ابزارهای مالی، به سمت هدف رشد پایدار غیرتورمی، حرکت کند.

دستیابی به این هدف یعنی نرخ رشد پایدار غیرتورمی، مستلزم تحقق نرخهای بالای پس‌انداز و سرمایه‌گذاری است. کشور ما طی دهه ۱۳۶۰ به‌دلیل مشکلات درگیر در جنگ تحمیلی و بی‌اعتمادی حاکم بر فعالیتهای اقتصادی، روند نزولی نرخهای پس‌انداز و سرمایه‌گذاری را تجربه کرد به‌طوری که نرخ رشد GDP به قیمت‌های ثابت سال ۱۳۶۱ در برخی سالها منفی و یا نزدیک به صفر بوده و مقایسه نسبت پس‌انداز ناخالص داخلی به GDP، معادل ۱۸/۹ درصد با نسبت سرمایه‌گذاری دولتی و خصوصی به GDP معادل ۷/۶ و ۹/۳ درصد، حاکی از شکافی عمیق میان منابع قلیل پس‌انداز و سرمایه‌گذاری است. در واقع علی‌رغم پایین بودن نرخ پس‌انداز داخلی، حتی منابع موجود نیز به‌دلیل بی‌ثباتی اقتصادی و جو عدم اطمینان، به تشکیل سرمایه تبدیل نمی‌شد و این

سرمایه به‌عنوان یک عامل مهم، نقش غیرقابل انکاری در رونق اقتصادی کشورهای درحال توسعه دارد زیرا می‌تواند به‌صورت ای‌زاری مفید سبب انباشت پس‌انداز برای سرمایه‌گذاری در کارهای مولد باشد، به‌شرط آنکه از آن استفاده بهینه شود.

وجود بدهی‌های کلان، عامل اصلی بروز بحران در کشورهای جنوب شرقی آسیا نبود بلکه این بحران از ساختار نامطلوب مالی - مدیریت ناصحیح منابع - عدم انعطاف‌پذیری نظام ارزی جهت مقابله با کسری تراز پرداختها و شرایط نامساعد خارجی نشأت گرفت، لذا کشور ما که همواره علاوه بر عدم تخصیص بهینه منابع داخلی موجود به جریان سرمایه‌گذاری، با کمبود منابع خارجی نیز مواجه بوده، لازم است تا به‌استفاده از تجارب این کشورها و با تنوع بخشیدن به ابزارهای مالی و ورود به بازارهای سرمایه بین‌المللی، راه را برای نیل به هدف عدم وابستگی به درآمدهای نفتی و استفاده از ظرفیت بالقوه رشد اقتصادی، هموار سازد.

## بحران در کشورهای آسیای جنوب شرقی

تجارب حاصل از بحران کشورهای جنوب شرقی آسیا، حاکی از آن است که مواردی نظیر عدم شفافیت بودجه - یافت ناصحیح درآمدها - ساختار نامناسب پرداختهای دولت به‌لحاظ سوبسیدها - اتکا بیش از حد به سرمایه‌های کوتاه‌مدت خارجی با ریسک بالا - عدم مدیریت صحیح ریسک ازجمله عوامل موثر در شکل‌گیری بحران مذکور بوده‌اند. هرچند کشور ما طی سالهای اخیر برخی تعدیلهای ساختاری در جهت افزایش درآمدهای مالیاتی و کاستن از



**ساختار نامطلوب مالی، مدیریت ناصحیح منابع، عدم انعطاف‌پذیری نظام ارزی برای مقابله با کمتری تراز پرداختها از جمله عوامل بحران شرق آسیا بود**



**با اتخاذ سیاستهای پولی و ارزی منسجم و بازنگری در قوانین و مقررات موجود می‌توان به رشد اقتصادی ۸ درصد دست یافت**



**از طریق انتشار اوراق قرضه بین‌المللی به‌عنوان راهکاری ارزان و نامحدود می‌توان زمینه ورود به بازارهای سرمایه بین‌المللی را فراهم کرد**

### مقایسه نرخ رشد اقتصادی

کشور ما به دلیل برخورداری از نرخ‌های پس‌انداز نازل و عدم دسترسی مناسب به منابع مالی خارجی در مقایسه با کشورهای جنوب شرقی آسیا، شاهد رشد پایین‌تری بوده است. طی سالهای اخیر کشورهای جنوب شرقی آسیا، به‌واسطه بالا بودن نرخ‌های پس‌انداز و سرمایه‌گذاری، نرخ رشد اقتصادی در حد ۱۰ درصد را تجربه کرده‌اند حال آنکه در کشور ما متوسط نرخ رشد GDP به قیمت‌های ثابت ۱۳۶۱، معادل ۵/۳ درصد بود.

### انتشار اوراق قرضه بین‌المللی

همان‌طوری که گفتیم دستیابی به رشد اقتصادی پایدار غیرتورمی در گرو برخورداری از بازار پول و سرمایه گسترده و قوی است و یکی از راهکارهای اصولی در برنامه‌های اقتصادی دو دهه اخیر که مورد بی‌توجهی قرار گرفته است، انتشار اوراق قرضه (ریالی - ارزی) است.

حجم انتشار این اوراق در جهان بین ۳ تا ۴ هزار میلیارد دلار است و سهم ایران از این مقدار صفر است. هرچند در سالهای اخیر تلاشهای گسترده‌ای در کشور برای جذب سرمایه‌گذاری خارجی، دریافت وام، خطوط اعتباری یورانس و غیره انجام گرفته، اما زیاد موفق نبوده است. دلیل این امر عدم شفافیت قوانین و مقررات در خصوص امکان خروج منافع حاصل از سرمایه‌گذاری و اصل آن، عدم امکان تبدیل و انتقال ارز حاصل از سرمایه‌گذاری و ضعف شدید مؤسسات بیمه و یا مؤسسات مالی تضمین‌کننده سرمایه‌گذاری است و اوراق قرضه بین‌المللی در مقایسه با سایر ابزارهای تامین منابع مالی نظیر اعتبارات استقراضی مدت‌دار و فاینانس،

هزینه‌های جانبی کمتری دارد. هرچند که محدودیت‌های استفاده از این نرخ اعتبارات هم در مقایسه با اوراق قرضه، بیشتر است. زیرا کشور استقرارکننده ملزم است که خریدهای خود را از کشور اعتباردهنده یا یک شرکت مشخص که از قبل تعیین می‌شود، انجام دهد و در این شکل امکان تنظیم الگوی توسعه اقتصادی مناسب با ظرفیتهای واقعی اقتصاد برای کشور قرض‌گیرنده، مشکل‌تر می‌شود ولی انتشار اوراق قرضه بین‌المللی، بدون قید و شرط است و به‌عنوان راهکاری ارزان و نامحدود جهت ورود کشور به بازارهای سرمایه بین‌المللی، قابل استفاده است. مواجهه دولت ایران با بحران بدهیهای خارجی طی سالهای ۷۲ تا ۱۳۷۴، همراه با شوکهای کاهش قیمت نفت، لزوم حرکت اقتصاد ایران به سوی کاستن از وابستگی به درآمدهای نفتی را مطرح می‌سازد و در این راستا، تنوع‌بخشیدن به ابزارهای مالی قابل استفاده مثل انتشار اوراق قرضه بین‌المللی و مدیریت صحیح به‌کارگیری از این ابزار در جهت جلب و حمایت منابع مالی خارجی برای اجرای طرحهای توسعه‌ای، زیربنایی، اقتصادی و تولیدی؛ همان‌طوری که در برنامه‌های اول و دوم و طرح ساماندهی اقتصادی کشور نیز مورد تاکید قرار گرفته است. بسیار ضروری است و غنای منابع زیرزمینی کشور به‌ویژه نفت، به‌عنوان پشتوانه محکمی برای انتشار اوراق قرضه ارزی، بر جذابیت این اوراق در صحنه بین‌المللی، می‌افزاید.

چون اوراق قرضه، بی‌نام و قابل انتقال انتشار می‌یابد می‌تواند علاوه بر جذب سرمایه‌های بین‌المللی، موجب جذب سرمایه‌های ایرانیان مقیم خارج نیز بشود و همه

موفقیت این طرح در گرو شفافیت و ثبات قوانین و مقررات و عملکرد اقتصادی کشور است.

### نتیجه‌گیری

بررسیهای انجام شده حکایت از ظرفیت بالقوه رشد اقتصادی کشور در حد ۸ درصد دارد و حصول چنین نرخ رشدی، مستلزم اتخاذ سیاستهای پولی - مالی و ارزی منسجم و بازنگری در قوانین و مقررات موجود، است. تجربه بحران اخیر در کشورهای جنوب شرقی آسیا به دلیل ساختار نامطلوب مالی و مدیریت ناصحیح منابع و ریسک، حکایت از لزوم توجه به این امر مهم و اتخاذ سیاستهای اصولی در جهت دستیابی به نرخ رشد پایدار غیرتورمی می‌کند چون محدود بودن منابع پس‌انداز داخلی، رشد اقتصادی را محدود می‌سازد لذا تسهیل جریان سرمایه از طریق روشهای معقول تامین منابع مالی بین‌المللی مثل «بیع متقابل BUY BACK» و «سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی FDI» و انتشار اوراق قرضه «BONDS ISSUANCE»، براساس تجربه موفق سایر کشورهای جهان، قابل الگوبرداری است و می‌تواند منابع مالی مورد نیاز اجرای پروژه‌های سرمایه‌گذاری را تامین و فاصله بین منابع پس‌انداز و سرمایه‌گذاری را کاهش و پیشرفت اقتصادی کشور را سبب گردد.

● مقاله با اقتباس از گزارشی که بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران در آذرماه ۱۳۷۸ در زمینه بررسی امکان ورود ایران به بازارهای سرمایه بین‌المللی تهیه کرده، نوشته شده است.

● حمید حیدری: مشاور معاونت امور اقتصادی وزیر صنایع