



و بسته بودن حساب سرمایه، نرخ مناسب تسهیلات برای سرمایه چگونه محاسبه می‌شود؟

نرخ تأمین مالی منابع صندوق توسعه ملی برابر با ۸ درصد است؛ شامل ۵٫۵ درصد سهم صندوق توسعه ملی و ۲٫۵ درصد سهم بانک‌های عامل. البته این نرخ‌ها در سال‌های مختلف براساس مصوبات هیأت امنای صندوق توسعه ملی متفاوت بوده است. بازگشت منابع صندوق هیچ ارتباطی با نرخ تسهیلات یا نرخ تأمین مالی نداشته است. حتی در سال‌هایی که نرخ تأمین مالی سهم صندوق یک درصد بوده، همان منابع نیز به صندوق بازگشته‌اند. مهم‌ترین عامل در عدم بازگشت منابع را می‌توان شکست حساب ذخیره ارزی دانست؛ تجربه تلخ این شکست و عادت سرمایه‌گذاران به افزایش نوسانات نرخ ارز، همراه با عدم بهره‌برداری به‌موقع از پروژه‌ها به دلیل تأخیر در پرداخت منابع، از عوامل اصلی بوده‌اند.

بنابراین، عدم بازپرداخت مطالبات صندوق توسعه ملی هیچ ارتباطی با نرخ تأمین مالی نداشته است. نرخ‌ها در سال‌های مختلف متفاوت بوده‌اند و در هر مورد، مشکلاتی وجود داشته که مانع بازگشت منابع به صندوق شده است.

■ از ابتدای تأسیس حساب و صندوق ذخیره ارزی تا امروز، هدف آن ذخیره منابع حاصل از صادرات منابع زیرزمینی برای نسل‌های آینده عنوان شده است. اما می‌توان گفت نرخ‌های پایین سایر عرضه‌کنندگان اعتبار، به‌ویژه نظام بانکی، عامل عدم توجه به سایر روش‌های تأمین مالی بوده است. با وجود افزایش نوسان تورم، آیا هنوز هم می‌توان از منابع صندوق توسعه ملی برای توسعه استفاده کرد؟

البته این پرسش به‌طور دقیق شفاف نیست و می‌توان گفت تا حدی اشتباه مطرح شده است. بانک‌ها هیچ‌گاه تأمین مالی ارزی مناسبی نداشتند، زیرا اساساً منابع ارزی قابل توجهی در اختیار نداشتند. سرمایه‌گذاری ارزی عمدتاً از محل منابع صندوق توسعه ملی انجام شده و برای بخش خصوصی حدود ۴۰ میلیارد دلار سرمایه‌گذاری صورت گرفته است؛ در حالی که بانک‌ها چنین منابعی نداشتند.

شاید همین الزام به بازپرداخت ارزی و وجود اساسنامه محکم صندوق باعث شده است که هر طرحی نتواند به‌راحتی از منابع صندوق استفاده کند. عدم شفافیت و نبود تصمیم‌گیری قاطع درخصوص حساب ذخیره ارزی موجب شکست آن حساب (ماده ۶۰) شد؛ زیرا بازپرداخت ارزی در آن جدی گرفته نمی‌شد و با کمترین نوسانات نرخ ارز، مشکلات بزرگی ایجاد شد.

در مقابل، صندوق توسعه ملی در دوره فعالیت خود با افزایش نرخ ارز بسیار شدیدتری نسبت به زمان حساب ذخیره ارزی مواجه بوده است. با این حال، وجود اساسنامه محکم که به قانون تبدیل شده و به تأیید مقام معظم رهبری رسیده، موجب شده روابط صندوق و سرمایه‌گذاران بسیار مستحکم باشد.

■ تورم بالا، ریسک‌های ساختاری و نبود چشم‌انداز مناسب باعث می‌شود مردم اوراق یا سررسید بلندمدت را خریداری نکنند. برای حل این مشکل در کوتاه‌مدت چه باید کرد؟ و راه حل بلندمدت چیست؟ عدم اعتماد به اوراق بلندمدت یا سرمایه‌گذاری‌های طولانی‌مدت موجب شده است که تمایل چندانی به این نوع سرمایه‌گذاری‌ها وجود نداشته باشد.

از سوی دیگر، نرخ تورم بالا نیز عامل مهمی بوده است. زمانی که نرخ تورم رسمی کشور بیش از ۴۰ درصد اعلام می‌شود، خرید یک گواهی سپرده پنج‌ساله با بازدهی ۳۰ درصد برای یک شخص حقیقی جذابیتی نخواهد داشت. در چنین شرایطی، سرمایه‌گذاری بلندمدت در عمل فاقد انگیزه کافی است.

بنابراین، برای هدایت مردم به سمت



شفاف نبوده است. بنابراین دو عامل اصلی، یعنی عدم اعتماد و عدم آشنایی با ضوابط و امکان تأمین مالی از طریق بازار سرمایه، نقش مهمی داشته‌اند.

سومین موضوع، عمق بازار سرمایه است؛ اینکه تا چه میزان امکان سرمایه‌گذاری و تأمین مالی وجود دارد. بویژه در زمینه تأمین مالی ارزی، در عمل این امر از طریق بازار سرمایه امکان‌پذیر نبوده و بیشتر از طریق صندوق توسعه ملی انجام شده است؛ صندوقی که اساسنامه آن نیز مبتنی بر فعالیت بانک‌ها بوده است.

■ در کشورهای دارای منابع زیرزمینی، در چهارچوب یک برنامه توسعه، آیا سرمایه‌گذاری منابع حاصل از صادرات آنها روی همان صنایع یا صنایع مرتبط مانند پالایش و پتروشیمی عقلانی است؟ برخی کارشناسان معتقدند که این منابع باید به سمت صنایع جدید و واردات فناوری و دانش در حوزه‌های جایگزین مانند تراشه‌ها یا بیوتکنولوژی هدایت شوند.

در خصوص منابع زیرزمینی باید توجه داشت که معمولاً در کشورهای که دارای چنین منابعی هستند، اشخاص یا نهادهایی که این منابع را از مسیرهای غیرشفاف به دست می‌آورند، به دنبال سرمایه‌گذاری‌هایی می‌روند که بازدهی مطمئن و ریسک اندکی داشته باشد. از آنجا که این کشورها غالباً دارای منابع فسیلی هستند و این منابع همچنان بازدهی مثبت نشان می‌دهند، تمایل دارند سرمایه‌های خود را در همین حوزه‌ها مانند نفت و گاز متمرکز کنند. این کشورها معمولاً توسعه یافته نیستند و کمتر به فکر وارد کردن فناوری‌های نوین می‌افتند. اگر واقعاً به دنبال وارد کردن فناوری بودند، در زمره کشورهای جهان سوم یا در حال توسعه باقی نمی‌ماندند. بنابراین اگر هدف آن است که منابع زیرزمینی به سمت فناوری‌های نوین هدایت شود، باید این حوزه‌ها جذاب شوند؛ به این معنا که نشان داده شود تجهیزات و سرمایه‌گذاری در راستای فناوری می‌تواند بازدهی مناسبی برای کشور به همراه داشته باشد.

■ پرسشی که مطرح می‌شود در خصوص نرخ سالانه مؤثر تأمین مالی ارزی است. در حال حاضر نرخ سالانه مؤثر تأمین مالی ارزی برای مصارف منابع صندوق توسعه ملی چقدر است؟ آیا دلیل معوق شدن برخی از تسهیلات، نرخ پایین بوده است؟ در نبود شرکای خارجی

