



بازار بدهی
امروز نسبت
به دهه گذشته
فعال تر، متنوع تر
و شاداب تر
شده است. در
دوره‌هایی که
بازار سهام با
رکود و نوسان
مواجه است،
بازار بدهی به
محلی برای پارک
نقدینگی و تداوم
جریان سرمایه
در اقتصاد تبدیل
می‌شود. با این
حال، هنوز
برخی انحراف‌ها
مانند معامله
غیرشفاف اوراق
پیمانکاران در
بیرون از بورس
و اضافه شدن ۵
تا ۶ درصد هزینه
واسطه‌ها دیده
می‌شود

بودجه جاری بدل شد و صندوق توسعه نیز با تسهیلات ارزان قیمت و بدون نظارت مؤثر، کارایی مالی و توسعه‌ای خود را از دست داد. اکنون نیز می‌توان از منابع صندوق توسعه ملی بهره گرفت و امسال منابع آن بیشتر صرف انرژی‌های تجدیدپذیر شد (غیر از آنچه صرف دفاع و کسری بودجه شد). شرط موفقیت آن است که از مدل اعطای تسهیلات مستقیم فاصله بگیریم و صندوق را در جایگاه شریک یا سرمایه‌گذار بنشانیم، نه وام‌دهنده. این منابع باید با نرخ‌های متناسب با ریسک پروژه، در چهارچوب صندوق‌های بخشی یا پروژه محور تخصیص یابد تا اثر توسعه‌ای واقعی داشته باشد. تنها در این صورت صندوق توسعه ملی نقش خود را به عنوان صندوق ثروت ملی ایفا می‌کند و از منبعی راكد و رانتی به نهادی مولد و اثرگذار در توسعه اقتصادی کشور بدل می‌شود.

■ بازار بدهی برخلاف کشورهای توسعه یافته به صورت تاریخی در ایران عمق زیادی ندارد. آیا دلیل آن صرفاً «دسترسی به منابع ارزان تر بانکی» و نیز «تورم بالا» بوده یا دلایل دیگری هم وجود دارد؟ بازار بدهی در ایران به طور تاریخی به کندی رشد کرده است، زیرا ساختار تأمین مالی کشور به شدت بانک محور بوده و تورم مزمن باعث شده ابزارهای بدهی بلندمدت جذابیت خود را از دست بدهند. در کنار این دو عامل، نبود نهادهای رتبه بندی اعتباری مستقل، ضعف شفافیت مالی شرکت‌ها، ناپایداری سیاست‌های اقتصادی و دخالت‌های دولت در نرخ‌ها و انتشار اوراق نیز مانع شکل گیری بازار بدهی پویا شده است. در واقع، بنگاه‌ها و حتی دولت‌ها تا سال‌ها ترجیح می‌دادند به جای استفاده از بازار سرمایه، از تسهیلات بانکی استفاده کنند، زیرا این مسیر کوتاه‌تر، در دسترس تر و کمتر مشروط به افشا و نظارت بود. با این حال، در سال‌های اخیر بازار بدهی ایران به تدریج ساختارمندتر شده و شکل‌های جدیدی یافته است. اکنون می‌توان از وجود نوعی «منحنی بازده» در بازار بدهی سخن گفت که از اوراق دولتی با کمترین نرخ آغاز می‌شود و به ترتیب به اوراق شرکت‌های بزرگ، شهرداری‌ها، شرکت‌های متوسط و کوچک و در نهایت اوراق مبتنی بر تأمین مالی جمعی می‌رسد. این روند نشان می‌دهد که بازار بدهی در حال تفکیک بخشی و تخصصی شدن است. با این حال، هنوز مهم‌ترین سهم این بازار متعلق به اوراق دولتی است، زیرا دولت بزرگ‌ترین و معتبرترین ناشر محسوب می‌شود و در عمل جهت نرخ‌ها را تعیین می‌کند.

مشکل اصلی در این میان همچنان ضعف نهادهای اعتبارسنجی و وابستگی شدید به ضمانت‌نامه‌های بانکی است. بسیاری از شرکت‌ها برای انتشار اوراق ناچارند ضمانت بانکی بگیرند که هزینه‌ای قابل ملاحظه بر پروژه تحمیل می‌کند. این وضعیت در عمل مانع توسعه واقعی بازار سرمایه است، چون بازار بدهی به جای ایستادن روی پای خود، بر دوش شبکه بانکی حرکت می‌کند. راه حل این مسأله، گسترش نظام اعتبارسنجی حرفه‌ای، تقویت نهادهای تضمین غیربانکی و فراهم کردن زیرساختی است که بازار سرمایه بتواند خود نقش تضمین کننده را ایفا کند. در مجموع، بازار بدهی امروز نسبت به دهه گذشته فعال تر، متنوع تر و شاداب تر شده است. در دوره‌هایی که بازار سهام با رکود و نوسان مواجه است، بازار بدهی به محلی برای پارک نقدینگی و تداوم جریان سرمایه در اقتصاد تبدیل می‌شود. با این حال، هنوز برخی انحراف‌ها مانند معامله غیرشفاف اوراق پیمانکاران در بیرون از بورس و اضافه شدن ۵ تا ۶ درصد هزینه واسطه‌ها دیده می‌شود. این اوراق باید هرچه سریع تر در شبکه رسمی بورس و فرابورس ادغام شوند تا هزینه‌های اضافی از دوش پیمانکاران و نهایتاً دولت برداشته شود. اگر این مسیر ادامه یابد و دولت و نهادهای مالی بزرگ به سمت شفاف سازی و حذف هزینه‌های غیررسمی حرکت کنند، بازار بدهی بسیار محتمل است که به یکی از پایه‌های پایدار تأمین مالی کشور تبدیل شود. ▮



قرارداد و سازوکارهای مالی قابل سنجش تبدیل می‌کند و به جای امید به گشایش بیرونی، بر ظرفیت بازار سرمایه داخلی و انضباط قراردادی تکیه می‌کند.

خواننده این سطور نباید چنین ببیند که نویسنده از وضعیت کنونی کشور بی اطلاع است. اجرای پیشنهادهای بالا منوط به اندکی گشایش در عملکرد دولت است، چرا که در شرایط تعلیق فعلی، دولت حتی به همان حداقل منابعی که بدان اشاره شد نیز دسترسی ندارد.

■ از ابتدای تأسیس حساب ذخیره ارزی در دولت سیدمحمد خاتمی تا تبدیل آن به صندوق توسعه ملی، هدف ذخیره منابع حاصل از صادرات مواد فسیلی برای ایجاد ثروت ماندگار و توسعه صنایع برای نسل‌های آینده عنوان شده است. اما نرخ‌های پایین تسهیلات این صندوق در بازه‌هایی از زمان باعث رویگردانی و عدم توجه به سایر روش‌های تأمین مالی شد. آیا هنوز هم می‌توان از منابع صندوق توسعه ملی برای توسعه اقتصاد کشور استفاده کرد؟

بله، اما با درک درست از تفاوت مأموریت این دو نهاد و بازنگری در شیوه عملکرد آن‌ها. حساب ذخیره ارزی در آغاز بیشتر هدفی غیر از سرمایه‌گذاری را دنبال می‌کرد؛ مأموریتش متعادل کردن نوسانات درآمد ارزی کشور بود تا دولت در دوره‌های فراوانی تولید و افزایش قیمت نفت، مازاد ارز را جذب نکند و از ورود بی‌رویه آن به اقتصاد جلوگیری شود. این حساب ابزاری بود برای حفظ تعادل ارزی، نه برای سرمایه‌گذاری یا توسعه بلندمدت.

اما صندوق توسعه ملی با رویکردی توسعه‌گرا ایجاد شد تا بخشی از عواید نفت و گاز را به سرمایه‌گذاری مولد داخلی و بین‌نسلی تبدیل کند. در عمل، هیچ‌یک از این دو سازوکار به هدف اصلی خود نرسیدند و هر کدام در مسیر خود به بیراهه رفتند؛ حساب ذخیره به منبع تأمین