

تأمین مالی از طریق بدهی

Debt Financing

تأمین مالی مخارج دولت از طریق بدهی یکی از روش‌های تأمین بودجه دولت است که از طریق ایجاد بدهی برای دولت به بخش خصوصی تأمین می‌شود. در واقع، دولت‌ها برای تأمین مالی از شیوه‌های متفاوتی استفاده می‌کنند که هر یک از روش‌ها اثرات خاص خود را در اقتصاد خواهند داشت.

روش‌های تأمین مالی و تأمین مالی از طریق بدهی

طبیعتاً سه بازیگر اصلی در اقتصاد یعنی مصرف‌کننده، تولیدکننده و دولت از متقاضیان استفاده از سیستم تأمین منابع مالی در یک اقتصاد هستند. از این رو، متناسب با نیاز هر بازیگر و آثار آن در اقتصاد، روش‌ها و ابزارهای متفاوتی برای تأمین مالی طراحی شده است. در یک دسته بندی کلی، تأمین مالی به دو دسته تأمین مالی از منابع داخلی و از منابع خارجی تقسیم می‌شود. حال بسته به این که تأمین مالی برای بنگاه انجام می‌شود یا دولت، می‌توان این دسته بندی را گسترش داد. با توجه به تمرکز این مقاله بر بازیگر سوم یعنی دولت، به روش‌های تأمین مالی دولت و به طور خاص تأمین مالی از طریق بدهی اشاره می‌شود.

بخش عمده تأمین مخارج دولت‌ها عموماً از طریق مالیات، درآمدهای عمومی، استقراض از بخش خصوصی داخلی، استقراض از خارج از کشور، درآمدهای ناشی از منابع طبیعی و همچنین حق‌الضرب است که هر کدام تبعات خاص خود را در اقتصاد دارد. در کشورهای نفتی، عموماً نفت بخش قابل توجهی از درآمدها و تأمین مالی بودجه را به عهده دارد. با توجه به مشکلات تأمین مالی از طریق فروش منابع طبیعی از جمله نفت و گاز (برای مثال بیماری هلندی) و هم‌چنین معضلات حق‌الضرب (برای نمونه تورم) دولت‌ها ترجیح می‌دهند از روش‌های استقراض داخلی یا تأمین مالی مبتنی بر بدهی استفاده کنند.

ابزارهای تأمین مالی از طریق بدهی متنوع هستند. برای مثال در آمریکا سه ابزار اصلی تأمین مالی از طریق بدهی عبارتند از اوراق قرضه (Treasury Bonds) اسناد خزانه (Treasury Note) و اوراق خزان (Treasury Bills). اوراق قرضه، اوراقی است که سررسید آن‌ها بین ۱۰ تا ۳۰ سال است و سود آن به صورت سالانه محاسبه می‌شود و هر ۶ ماه پرداخت می‌شود. اسناد خزانه هم اوراق دولتی است که سررسید آن‌ها ۱ تا ۱۰ سال است و هر ۶ ماه یکبار سود آن پرداخت می‌شود. سود این اوراق نسبت به سود اوراق قرضه کمتر است. قیمت این اوراق در حراج‌های آنلاین مشخص و سپس در بازار ثانویه معامله می‌شوند. اوراق خزانه نیز سررسید کوتاه مدت دارند و عموماً از ۴ هفته تا حداکثر ۵۲ هفته (یک سال) سررسید می‌شوند. از این سه نوع اوراق منتشره، دولت آمریکا اوراق‌های فرعی‌ای را ابداع نموده که می‌توان به اوراق بهادار مصون از تورم اشاره کرد. دارندگان این اوراق، به گونه‌ای در برابر افزایش قیمت‌ها بیمه می‌شوند. بسته به نوع تعهد دولت، دارندگان اوراق، به جای قیمت اسمی درج شده روی اوراق، قیمتی متناسب با رشد قیمت‌ها دریافت می‌کنند (پایگاه اینترنتی وزارت خزانه‌داری آمریکا).

در ایران نیز برای تأمین مالی دولت چند ابزار طراحی شده است. اوراق مشارکت، صکوک و اسناد خزانه اسلامی سه ابزار اصلی تأمین مالی از طریق بدهی برای دولت هستند. اسناد خزانه اسلامی در سررسید به قیمت اسمی خود (یک میلیون ریال) توسط دولت خریداری می‌شوند و سودی به آن‌ها تعلق نمی‌گیرد و دارنده این اوراق از طریق اختلاف قیمت هنگام خرید اوراق با قیمت سررسید، بازدهی کسب می‌کند. این اسناد در سال ۱۳۸۷ توسط بانک مرکزی طراحی شد و در سال ۱۳۹۱ در قانون بودجه اجازه انتشار آن صادر شد. اما در عمل این اسناد اولین بار در سال ۱۳۹۳ منتشر و در مهرماه سال ۱۳۹۴ در فرابورس ایران عرضه شد (کریمی و بیات، ۱۳۹۶). سهم این اسناد از تأمین مالی به روش بدهی ۵۵ درصد در فاصله سال‌های ۹۲ تا ۹۶ است (دفتر مطالعات بخش عمومی وزارت اقتصاد و دارایی، ۱۳۹۷). در کل "بازار

بدهی در ایران، یک بازار کوچک با هزینه استقراض بالا و و سررسید نزدیک است" ((دفتر مطالعات بخش عمومی وزارت اقتصاد و دارایی، ۱۳۹۷).

آثار تأمین مالی از طریق بدهی بر اقتصاد

تأمین مالی از طریق بدهی به بخش خصوصی آثار متفاوتی می‌تواند داشته باشد. مدل‌های متفاوتی در بین اقتصاددانان درباره اثرات بدهی بر اقتصاد وجود دارد که طبیعتاً تحت تأثیر مکاتب فکری آن‌ها و در واقع فرضی است که در نظر می‌گیرند. برای مثال لردن معتقد بود بر اساس برابری ریکاردویی بارو، بدهی‌ها تأثیری بر تقاضای کل ندارند، زیرا افراد مقدار پس‌انداز خود را برای بازپرداخت بدهی در آینده بیشتر می‌کنند (Barro, 1974).

یکی از مهم‌ترین تفاوت‌های تأمین مالی از طریق بازار بدهی، کنترل تورم، و رشد سرمایه‌گذاری خصوصی و پس‌انداز داخلی است (Abbas & Christensen, 2010). ضمن این‌که بانک مرکزی می‌تواند با خرید و فروش اوراق بدهی دولتی در بازار ثانویه، اقدام به عملیات بازار باز نماید. همچنین، آزاد شدن منابع بانکی برای تأمین مالی بخش خصوصی یکی دیگر از تفاوت‌های تأمین مالی از طریق بدهی است. اگرچه ممکن است گسترش این نوع تأمین مالی خود اثرات جانشینی جبری (Crowding out effects) داشته باشد (Yared, 2019).

در سطح خرد نیز اساساً "بدهی دولت، نقش مهمی در رفتار شرکت‌ها دارد. افزایش عرضه اوراق قرضه، قیمت‌های نسبی دارایی‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهد به گونه‌ای که شرکت‌ها اوراق بدهی خصوصی کمتری را منتشر می‌کنند و خرید دارایی‌های نقدشان را زیاد می‌کنند" (Graham, Leary, & Roberts, 2014). درباره هزینه‌های رفاهی بدهی دولت، مقالات مختلف و بحث‌برانگیزی ارائه شده است. در مطالعه

اخیر، بلانچارد (۲۰۱۹) نشان داده است که در آمریکا در شرایطی که نرخ بهره پایین است، انتشار بدهی‌ها هزینه رفاهی و مالی کمتری نسبت به آنچه در محافل سیاست‌گذاری بحث می‌شود، دارد" (Blanchard, 2019).

هالیاسوس و توین (Haliassos & Tobin, 1991) مروری بر آثار تأمین مالی دولت در اقتصاد کلان انجام داده‌اند که بخش قابل توجهی از آثار تأمین مالی از طریق بدهی را پوشش می‌دهد.

کتاب‌شناسی

مروری اجمالی بر برخی از ارکان بازار بدهی در اقتصادهای پیشرو و پیشنهادات برای ایران. (۱۳۹۷). دفتر مطالعات بخش عمومی وزارت اقتصاد و دارایی.

کریمی، هومن و بیات، سعید. (۱۳۹۶). تحلیل آماری و آسیب‌شناسی بازار اسناد خزانه اسلامی. فصلنامه روند. شماره ۷۷، صفحات ۱۱۵-۱۴۶.

Abbas, S. A., & Christensen, J. E. (2010). The role of domestic debt markets in economic growth: An empirical investigation for low-income countries and emerging markets. *IMF Staff Papers*, 57(1), 209-255.

Barro, R. J. (1974). Are government bonds net wealth?. *Journal of political economy*, 82(6), 1095-1117.

Blanchard, O. J. (2019). Public debt and low interest rates. *American Economic Review*, 109(4), 1197-1229.

Graham, J., Leary, M. T., & Roberts, M. R. (2014). *How does government borrowing affect corporate financing and investment?* (No. w20581). National Bureau of Economic Research.

Haliassos, M., & Tobin, J. (1990). The macroeconomics of government finance. *Handbook of monetary economics*, 2, 889-959.

<https://home.treasury.gov/policy-issues/financing-the-government>

Yared, P. (2019). Rising government debt: Causes and solutions for a decades-old trend. *Journal of Economic Perspectives*, 33(2), 115-40.

زهرامیلا علمی

دانشکده اقتصاد، دانشگاه مازندران، مازندران، ایران