

طراحی ابزار تأمین مالی دولت در اقتصاد اسلامی*

ندیم الحق و عباس میر آخور**

ترجمه: رضا کاشف قربانپور

چکیده

احکام مذهبی در مورد اوراق بهادار با درآمد ثابت، استفاده از ابزارهای متعارف خزانه داری را در اقتصادهای اسلامی محدود کرده است. اوراق بهادار مبتنی بر داراییهای حقیقی^۱ و با نرخهای شناور که نرخ معادل با نرخ مشاهده شده بخش خصوصی را پس از تعدیل نسبت به اضافه بهای ریسک^۲ پرداخت می‌کنند، از بیشترین نیازهای ابزار سیاست‌گذاری در این کشورهاست.

مشکل اصلی در اینجا بدست آوردن آن نرخ بازدهی است که مبتنی بر سهم سود^۳ حاصل از فعالیت بخش خصوصی باشد. در اقتصادهای عادی، این نرخ

همان نرخ بهره است ولی در یک اقتصاد اسلامی، این نرخ باید از مشاهده فعالیت‌های بخش خصوصی استخراج شود. این مقاله اولین تلاش در جهت تشخیص یک روش شناسایی جایگزین برای برآورد چنین نرخ بازدهی است و با استفاده از این نرخ بازده است که می‌توان در اقتصادهای اسلامی، اوراق دولتی را منتشر و عرضه نمود. اینک مقاله چندین رهیافت، از نسبت‌های ساده گرفته تا شاخص‌های بازاری کلی و پیچیده‌تر را بحث می‌کند. ما توصیه می‌کنیم که انتظارات درباره عایدی‌های آتی^۴، که عنصر مهمی از قیمت‌های بازار بورس است مثل عناصر سوداگرانه^۵ که به دفعات بخش خصوصی به آن مبتلا

می‌شود و نیز تغییرات فصلی، از نرخ بازده بخش خصوصی که به این منظور استخراج می‌شود، بیرون کشیده شود. علاوه بر این لازم است که برای استخراج نرخ بازده اوراق دولتی، برآوردی از اضافه بهای ریسک که با ناتوانیهای خصوصی مرتبط است، [از این نرخ] بیرون کشیده شود.

ما امیدواریم که این دامنه از معیارهای پیشنهاد شده، برای کشورهای با مراحل مختلف توسعه و در گروههای متنوعی از کشورهای اسلامی، انتخاب روشی مناسب با سطح توسعه بازارهایشان را ممکن سازد.

این مقاله همچنین ویژگیهای مبادله‌ای این ابزار نظیر قیمتگذاری را بحث می‌کند. علاوه بر این، موضوعات عملی گسترش بازار این ابزار هم بررسی شده است.

۱- مقدمه

بدلیل اعتبار نظریه بانکداری اسلامی و قابلیت اجرای آن در طول دهه گذشته، بانکداری خصوصی و عملیات مالی غیر بهره‌ای^۶ به‌طور فوق العاده‌ای رشد یافته است.

عملیات بانکداری اسلامی با حجم بازار بالغ بر ۱۶۰ میلیارد دلار و رشد سالیانه ۱۰ تا ۱۵ درصد، در نزدیک به صد کشور ایجاد شده است. (بانک اسلامی، ۱۹۹۷).

اما تأمین مالی دولتی^۷ مبتنی بر غیر از بهره، مسأله غامضی است که در حالت کلی، روش قابل قبولی که شرایط قانونی اسلامی را تأمین کند برای آن وجود ندارد. به عبارت ساده‌تر، در یک سیستم اسلامی کلیه نرخهای بازده در بخش مالی از طریق فعالیت‌های بخش حقیقی^۸ تعیین شده است. این شرط برای دولتهایی که عادت دارند مخارج را بدون نیاز به توجیه مالی عملیاتی که برعهده دارند تأمین بدهی کنند یا اینکه در اغلب موارد بر سر منابع مالی با بخش خصوصی رقابت نمایند، موجبات دشواریهایی را پدید آورده است.

هدف این مقاله پیشنهاد روش غیر بهره‌ای برای حرکت منابع به سوی پروژه‌های توسعه‌ای و زیربنایی دولت از طریق انتشار اوراق مشارکت ملی^۹ (NPP) است که ممکن است به عنوان ابزار مدیریت پولی نیز به کار برود. ترتیب این مقاله به صورت زیر است:

در بخش‌های ۱ و ۲ مفاهیم مختلفی بحث می‌شود که معرفی این ابزار و روش‌های محاسبه نرخ بازده متناظر با آن را تسهیل می‌کند، در بخش ۳ مباحث مربوط به بهای اضافه ریسک بحث می‌شود، در بخش‌های ۴ و ۵ زمان سررسید^{۱۰} و ویژگی‌های هزینه‌ها و مبادله اوراق موردنظر بررسی می‌شود و در بخش ۶ تکنیک‌های گسترش بازارهای اولیه و ثانویه برای (NPP) نتیجه‌گیری می‌شود.

این مقاله خلاصه‌ای از یافته‌های اصلی را هم شامل می‌شود.

۲- مفاهیم عمومی

در حال حاضر یک توافق عمومی وجود دارد که سیستم مالی اقتصاد در نبود یک نرخ بهره^{۱۱} از پیش معین، کاملاً مبتنی بر دارایی‌های خالص است و حجم سرمایه فیزیکی هم در بازار به ازای دارایی‌های خالص ارزشگذاری می‌شود. اهمیت سیستمی که بدون مداخله مقامات مرکزی عمل می‌کند، همانند رژیم مبتنی بر نرخ بهره، در این است که سیستم قیمت‌ها از طریق نرخ بازده تعیین شده توسط بازار و بدست آمده از

فعالیت‌های بخش حقیقی، امکان کارکرد آزادانه داشته باشد تا تضمینی بر سهمیه بندی کارآمد منابع مالی کمیاب باشد. با وجودی که در چنین سیستمی، تأمین مالی بخش خصوصی را می‌توان بر پایه یک دارایی حقیقی ترتیب داد، اما وقتی که دولت برای عملیات خودش نیاز به جابجایی وجوه نقد داشته باشد، دردرساز خواهد بود. به احتمال قوی ماهیت عملیات دولتی به گونه‌ای است که اجازه مشارکت یکسان و برابر را برای کارگزار خصوصی نمی‌دهد.

اگرچه ممکن است مخارج دولتی اجازه مطالبه برابر توسط افراد را ندهد اما مخارج عمومی روی پروژه‌های توسعه‌ای و زیربنایی را - که اغلب اصلی‌ترین رقم بودجه دولتی است - می‌توان از طریق مشارکت برابر، تأمین مالی نمود.

در این رهیافت مخارج عمومی دولت به دو بخش دارایی ساز^{۱۱} و غیر دارایی ساز تقسیم می‌شود. بخش اول توسط مشارکت برابر و بخش دوم از طریق مالیات تأمین مالی می‌شود.

اسلام مالکیت عمومی و مشترک دارایی‌ها را مشروع می‌داند، حتی زمانی

که تفکیک ناپذیر باشد؛ مشروط بر اینکه مطالبات مالک را بتوان طوری در بازار قیمتگذاری کرد که در صورت لاینحل ماندن موضوع مالکیت، صاحبان داراییهای حقیقی بتوانند مطالبات خود را نقد کنند. بنابراین مخارج سرمایه‌ای^{۱۲} را می‌توان از طریق مشارکت برابر، تأمین مالی نمود؛ مشروط بر اینکه بازار برای مبادله سهام وجود داشته باشد.

پس موضوع اصلی، هنگامی که جدولهای مشخص^{۱۳} مثل نرخ بهره‌های ثابت و از پیش تعیین شده وجود ندارد تا فعالان بازار بتوانند تصمیم‌گیری کنند، تعیین نرخ بازدهی است که نگهداری دارایی ایجاد شده توسط دولت را جبران کند.

در یک سیستم اسلامی، نرخ بازده داراییهای مالی به وسیله نرخ بازده بخش حقیقی که به عنوان جدول تصمیم‌گیریهای سرمایه‌گذاری^{۱۴} پدیدار می‌شود، تعیین خواهد شد (خان و میرآخور، ۱۹۸۸).

در کار میرآخور (۱۹۹۶) همچنین نشان داده شده است که این نرخ قابل ارجاع را می‌توان با محاسبه هزینه سرمایه^{۱۵} به وسیله q توبین^{۱۶} و در مقابل

نرخ بازده انتظاری پروژه‌های عمومی و خصوصی تقریب زد.

همچنین می‌توان ادعا کرد که چون عایدی انتظاری دارندگان اوراق بهادار^{۱۷} از سود سهام انتظاری استخراج شده است، ارزش تنزیل شده جریان عایدی‌های انتظاری با نرخ بازدهی جاری، همان ارزش بازاری اوراق بهادار و قیمت عرضه سرمایه است. در مورد اوراق بهادار دولتی می‌توان طرف تقاضای بازار را هم برای این ابزار تشکیل داد. علاوه بر این ارزش اسمی^{۱۸} اوراق بهادار، طول دوره سررسید و سود سهام انتظاری، طرف عرضه بازار را برای اوراق بهادار دولتی تشکیل می‌دهد.

انتظارات صاحبان داراییهای حقیقی و دولت، نهاده^{۱۹} لازم برای بازار را فراهم می‌کند تا حجم و قیمت تسویه‌کننده بازار^{۲۰} را برای اوراق بهادار دولتی تعیین کند و در آن قیمت، نرخ بازده اجتماعی^{۲۱} برای پروژه‌های سرمایه‌گذاری عمومی به عنوان نرخ تنزیل محسوب می‌شود. در تعادل، نرخ بازده اجتماعی به گونه‌ای است که منفعت نهایی اجتماعی^{۲۲} پروژه‌های سرمایه‌گذاری دولتی با هزینه

فرصت^{۲۳} تهیه خدمات این پروژه‌ها برابر شود. اما بدلیل ماهیت این پروژه‌ها که کالای عمومی^{۲۴} است منافع اجتماعی نهایی ممکن است به‌طور صحیح قابل اندازه‌گیری نباشد.

اما می‌توان ادعا کرد که دقیقاً بدلیل همین ویژگیهای پروژه‌های توسعه‌ای و زیربنایی، نرخ بازده اجتماعی آنها باید بزرگتر از یا حداقل برابر با نرخ بازده بخش خصوصی باشد، در غیراینصورت هیچ توجیهی وجود ندارد که دولت‌ها این پروژه‌ها را در زمینه موضوعات مالی عهده‌دار شوند (چودزی و میرآخور، ۱۹۹۷).

با این استدلال می‌توان برای اوراق بهادار دولتی غیر بهره‌ای، برگه‌های را انتشار داد و در بازار داراییهای حقیقی مبادله کرد و در زمان سررسید، وعده پرداخت نرخ بازده‌ای را داد که به‌طور مجازی جانشین متوسط نرخ بازده داراییهای تشکیل دهنده آن^{۲۵} شده و با نرخ بازده بخش خصوصی برابر است. این روش را می‌توان علاوه بر تأمین مالی پروژه‌های جدید، طوری به کار برد که بدهی دولت به بانک مرکزی بر اثر تأمین مالی پروژه‌های قبلی نیز از میان

برداشته شود، چون این بدهی را می‌توان به صورت اوراق بهادار درآورد؛ مشروط بر اینکه پذیرهنویسی از طریق «اوراق مشارکت ملی» (NPP) باشد که در بازارهای سهام قابل مبادله است.

این اوراق بهادار دولتی با قوانین اسلامی همخوانی دارد. علاوه بر این فتوای جدید یک مقام مذهبی برجسته به بانک مرکزی ایران اجازه داده است که بر مبنای سببی از داراییهای شامل پروژه‌های توسعه‌ای و زیربنایی تکمیل شده که منبع تأمین مالی آن اعتبار مستقیم بانک مرکزی به دولت بوده است؛ اوراق بهادار منتشر کند. این حکم به بانک مرکزی اختیار می‌دهد که درآمد حاصل از فروش این اوراق بهادار را به حساب بدهی دولت به بانک بنویسد. این اوراق بهادار در غیاب اسناد خزانه داری متعارف، ابزار قدرتمندی از سیاست پولی غیرمستقیم فراهم می‌آورد.

۳- استخراج نرخ بازده

اوراق مشارکت ملی

چون نرخ بازده اوراق مشارکت ملی با نرخ بازده بخش حقیقی اقتصاد جایگزین می‌شود، لازم است اطمینان

حاصل شود که رفتار سوداگرانه (بورس بازی) و درآمدهای بادآورده ناشی از بازارهای مالی بخش خصوصی، نرخ بازده اوراق مشارکت ملی را دچار نوسان نمی‌کند. با توجه به این ملاحظات، منطقی است که استدلال شود نرخ بازده بخش خصوصی، با وجود معلوم نبودن در یک لحظه خاص، به‌طور متوسط در طول زمان پایدار است.

از نظر آماری ما انتظار داریم که این نرخ بازده از یک توزیع ایستا^{۲۶} بدست آمده باشد. بنابراین نرخ بازده‌ای که برای این اوراق تضمین می‌شود باید در طول زمان، نسبتاً پایدار و منعکس‌کننده اوضاع و احوال سرمایه‌گذاری در کشور باشد. با چنین نرخی برای هر برگه، می‌توان این ابزار را به‌طور گسترده‌ای قابل مبادله^{۲۷} نمود و لذا به عنوان یک ابزار سیاست پولی، بسیار مناسب است.

محل طبیعی جستجوی معیار نرخ بازده بخش خصوصی، بازار بورس اوراق بهادار^{۲۸} است. اما قیمت‌های بازار بورس شامل سه عنصر است که باید به‌طور جداگانه بررسی شوند تا علامتی^{۲۹} از نرخ بازده صحیح بخش خصوصی بدست آید:

الف - متوسط عایدی‌های آینده که عنصر مهمی از قیمت‌های بازار بورس است؛

ب - عناصر سوداگرانه (بورس بازی) که به دفعات بر بازار تأثیر می‌گذارد؛
ج - تغییرات فصلی؛

اگر قیمت‌های سهام به کار بروند باید به‌طور مناسب آنها را با استفاده از تکنیک‌های آماری صافی نمود تا علامت مناسبی از نرخ بازده بدست آید. می‌توان تحقیقی انجام داد تا شاخص مورد نیاز برای تغییرات گذشته رشد GDP اسمی^{۳۰} را دقیقاً بدست آورد؛ مشروط براینکه این رشد به‌طور تقریبی جایگزین رشد انتظاری بخش خصوصی شود. علاوه بر این استفاده از قیمت‌های سهام و یا شاخص‌های آن باید بر مبنای تعیین درجه رقابت و کارایی بازار باشد. در حالتی که بازار سطحی و کم مایه بوده و امکان آربیتراژ کامل از طریق رقابت نباشد، به سختی می‌توان از داده‌های بازار سهام اطلاعاتی درباره نرخ بازده بدست آورد، چون فرایند کشف قیمت‌ها ممکن است دچار اختلال شود.

الف - مشکلات بازارهای مالی نوظهور

با توجه به وضعیت نسبتاً محدود توسعه بازارهای مالی در کشورهای اسلامی، تعیین متوسط نرخ بازده بخش خصوصی مشکل است و مشکلتر از آن بدست آوردن نوع بازدهی است که با توجه به درست‌نمایی^{۳۱} اختلالات و رفتار سوداگرانه در بازارهای نوظهور، برای اوراق مشارکت ملی موردنیاز است.

چنین نرخ بازدهی را باید به‌طور آرمانی از دو بازار سهام و اوراق مشارکت بدست آورد و آن هم هنگامی میسر است که این دو بازار شروع به فعال شدن در مراحل پیشرفته‌تر می‌کنند. اگرچه بازار سهام در بسیاری از کشورهای اسلامی شروع به فعالیت کرده است اما آزمونهای مقدماتی نشان می‌دهد که فرضیه کارایی بازار برآورده نشده است. علاوه براین، در خط مشی‌های اسلامی، توسعه بازار اوراق شرکتی سهامی گسترشی در حد هیچ یا بسیار ناچیز داشته‌اند. براساس شاخصی که به تنهایی بر مبنای قیمت‌های بازار سهام داخلی باشد، عدم مزیت‌های زیر وجود خواهند داشت:

الف - اوراق دولتی و بازار سهام دارای

نرخ‌های بازده کاملاً مرتبط با یکدیگر خواهند بود؛

ب - بازار سهام برای استنباط نرخ بازده بازار بسیار کوچک است؛

ج - دولت، بانک مرکزی و بانکهای تجاری انگیزه خواهند داشت که برای بررسی ارتباط با بازار اوراق مشارکت ملی، در بازار سهام مداخله کنند؛

د - سوداگران انگیزه خواهند داشت که از بازار سهام برای دستکاری بازده‌های اوراق مشارکت ملی استفاده کنند.

برای جبران این عوامل، وارد کردن یک شاخص بین‌المللی را می‌توان در نظر گرفت که آشکارا مزیت برونزابدن^{۳۲} نسبت به اقتصاد را داراست و براحتی قابل مشاهده است و محیط مالی خارجی^{۳۳} را نشان می‌دهد. بنابراین انتخاب شاخص مناسب، اعتبار اوراق مشارکت ملی را افزایش داده و آن را مطلوبتر می‌کند. علاوه براین، با جهانی شدن^{۳۴} و همگرایی بازارهای مالی بین‌المللی، کاملاً منطقی است که فرض نماییم نرخ‌های رایج در کشورهای اسلامی باید قیمت‌های کمیابی سرمایه در کل جهان را نشان بدهد. اما

وارد کردن یک شاخص بین‌المللی در محاسبه نرخ بازده اوراق مشارکت ملی ممکن است عدم مزیت‌هایی را هم بدنبال داشته باشد که شرایط بازار داخلی را به‌طور کامل نشان ندهد. بنابراین اگر انتخاب شاخص طوری باشد که پایدار بوده و تا حدودی نشانگر شرایط منطقه‌ای باشد، تنزیل در بازارهای ثانویه نرخ بازدهی را ایجاد می‌کند که شرایط و ملاحظات داخلی را بیشتر نشان می‌دهد.

متأسفانه تاکنون شاخص منطقه‌ای مناسبی برای خاورمیانه در دسترس نیست که بتوان از آن استفاده نمود. شاخصهای موجود نسبت به پوشش منطقه‌ای بزرگتر هستند: شاخص بازارهای ادغام شده شرکتهای مالی بین‌المللی و شاخص جهانی مورگان استانلی.

باید برای انتخاب این شاخصها جست‌وجو کرد و خواص آنها هم باید در انتخاب مناسبترین شاخص بررسی شود. در اجرای این تحقیق و تفحص، معیار قابل کاربرد، یافتن شاخصی است که:

الف - براحتی قابل مشاهده و در

سترس باشد؛

ب - نسبتاً پایدار باشد؛

ج - به‌طور کلی با اقتصاد داخلی هم‌جهت باشد؛

نیازی نیست که نرخهای بازده در بخش خصوصی فقط از این شاخص بزرگتر عملکرد بازار قابل استنباط باشند ممکن است خیلی از کشورهای اسلامی بازارهایی داشته باشند که به قدر کافی گسترش نیافته است تا برآورد دقیقی را از آن کسب نمود. حداقل سه نرخ بازده مختلف که راهنمای تصمیم‌گیری در سرمایه‌گذاری است، را می‌توان به کاربرد تا برآورد نسبتاً قابل استفاده‌تری را حتی در شرایط توسعه بازارهای محدود، بدست آورد:

الف - عایدی هر سهم (EPS)

ب - نسبت قیمت به عایدی ۳۵

ج - بازده داراییهای حقیقی

سهامداران ۳۶ (ROE)

عایدی هر سهم

نووعاً عایدات هر سهم برای مقایسه عملکرد مالی یک شرکت انفرادی در طول زمان به کار می‌رود. این معیار برای

مقایسه بین شرکتها یا برای شاخصهای جمعی شده^{۳۷} که شرکتهای مختلف را مقایسه می‌کند، چندان مناسب نیست. مثلاً شرکتهای انفرادی با پایه سرمایه‌ای یکسان، می‌توانند هر تعداد سهام با ارزشهای اسمی مختلف منتشر کنند. این کار به این معنی است که دو شرکت با عملکرد مالی یکسان می‌توانند عایدات هر سهم بسیار متفاوتی داشته باشند. در عین حال می‌توان عایدات هر سهم را طوری تحت تأثیر ادغام و تقسیم سهام قرار داد که کمتر به عملکرد آن شرکت ربط داشته باشد.

نسبت قیمت به عایدی و سود سهام تقسیم شده^{۳۸}

نسبت قیمت به عایدی، درآمدهای خالص به ازای هر سهم را به قیمت بازاری سهام شرکت ارتباط می‌دهد. نسبت قیمت به عایدی، معیاری از بازده را ایجاد می‌کند که سرمایه‌گذاران، در قیمت‌های جاری بازار سهام از داراییهای حقیقی شرکت بدست می‌آورند. این نسبت همچنین معیار مفیدی از مناسب بودن قیمت‌های جاری سهام فراهم می‌آورد، اما به عنوان معیار

بازده اقتصادی زیر بنایی جاری، از محدودیت برخوردار است. به‌طور مثال، قیمت به عایدی در بازار سهام با وارد شدن در ارزیابی توانایی شرکت در مورد برگشت عایدی، بصورت آینده‌نگر^{۳۹} هستند.

علاوه بر این، چیزی که برای اوراق مشارکت ملی مورد نیاز است، معیار بازدهی است که روی زمان حال متمرکز شود. نسبت قیمت به عایدی ممکن است بسیار نوسانی باشد و در جاهایی که مبادلات پراکنده و ناچیز هستند، مثل بیشتر کشورهای اسلامی، این نسبت را می‌توان از ارزش ضمنی^{۴۰} آن در محیط بازار استخراج کرد. می‌توان استدلال مشابه این معیارها در مورد قیمت به عایدی را برای استفاده از سود سهام تقسیم شده بیان نمود.

بازدهی داراییهای حقیقی سهامداران

بازدهی داراییهای حقیقی سهامداران (ROE) معیار اصلی عملکرد مالی جاری است که عایدات جاری پس از کسر مالیات و بهره را به دارایی حقیقی جاری سهامداران مرتبط می‌کند. دارایی حقیقی سهامداران،

سرمایه اولیه شرکت است که از طریق
ارایه اولیه به علاوه انتشار سهام اضافی
به علاوه درآمدهای تقسیم نشده
تجمعی فراهم شده است. اساساً ROE
ارزش کسب شده سرمایه توسط
مدیریت را اندازه می‌گیرد که مالکان آن
را برگشت داده‌اند. همچنین ROE
برای مقایسه‌های بین دوره‌ای، بین
شرکتها و بین بخشها عملی مناسب
است.

ب - شاخص عمومی

نرخ بازده بخش خصوصی را می‌توان
در کلی‌ترین شکل بصورت زیر نوشت:

$$I = w_1 WI + w_2 PPI + w_3 LSI + w_4 ROG$$

که در آن

I، شاخص رشد است که نرخ
نامطمئن (یا تضمین نشده) بازده اوراق
مشارکت ملی را تعیین خواهد کرد.

WI، شاخص بازار بین المللی مثل
شاخص بازار ادغام شده IFC یا شاخص
جهانی مورگان استانیلی است.

LSI، معیاری از شاخص عملکرد
بازار در کشوری می‌باشد که این برگه
منتشر شده است (شاخص سهام یا
EPS یا سودسهام توزیع شده یا ROE

یا q متوسط برای کل اقتصاد)
PPI، متوسط وزنی بازده‌های بازار اوراق
مشارکت بازرگانی که در حال گسترش
است.

ROG، معیار نرخ بازده سرمایه
گذاریهایی دولتی که دلیل اصلی اوراق
مشارکت ملی است.

EPS، عایدات (درآمد) هر سهم را
نشان، دهد.

ROE، بازده دارایی خالص
(حقیقی) است.

w_1, \dots, w_4 : وزنهایی هستند که باید
تعیین شوند.

با استفاده از این فرموله سازی
عمومی می‌توان پیشنهادهای زیر را
بررسی و مدنظر قرار داد:

فقط $ROE (w_1 = w_2 = w_3 = w_4 = 1)$.
اگر ROG را بتوان برآورد کرد و توسط
بانک مرکزی گزارش نمود، جواب
ساده‌ای بدست می‌آید.

- فقط LSI (بر مبنای شاخص سهام)
 $(w_1 = w_2 = w_3 = 0, w_4 = 1)$. در اینجا باید به
خاطر داشت که بازار سهام مقید به
فشارهای سوداگرانه (بورس بازان) و سایر
فشارهاست که باید از نرخ بازده به کار
رفته برای اوراق مشارکت ملی خارج

شود.

انتخاب وزنها

انتخاب وزنها را باید مطابق با نیاز و به گونه‌ای اقتباس کرد که معیار پایداری از نرخ بازده بخش خصوصی استخراج شود. وقتی بازارهای محلی - یعنی بازارهای بورس و اوراق مشارکت ملی - به اندازه کافی گسترش یابند، باید آنها را با وزنه‌های مناسب وارد شاخص نمود. تا قبل از آن باید وزن آنها را محدود نمود. وزنه‌های تعیین شده مناسب را باید به وسیله بررسی‌های تجربی تعیین نمود و سپس آنها را ثابت نگاه داشت، هرچند که این وزنها را باید در فواصل گسسته و از قبل اعلام شده تغییر داد.

فرمول از پیش اعلام شده برای وزنها را می‌توان به صورت زیر نوشت:

$i = 1, 2, 3, 4, \dots$ (GDP/سرمایه‌ای شدن
بازاری^{۴۲} و تعداد سهام منتشر شده جدید و تعداد
دفعات دست به دست شدن)^{۴۱} $w_p = f$

این رابطه نشان می‌دهد که برخی فرمولها را می‌توان به گونه‌ای تغییر داد که سهم شاخص بازار سهام هم لحاظ شده و با گسترش و بسط این بازارها، میانگین وزن این شاخص هم افزایش یابد. رشد گردش سهام، گسترش سریع سهام منتشر شده جدید و افزایش

فقط LSI (بر مبنای EPS یا سود سهام تقسیم شده یا ROE) $(w_1, w_p, w_p = 0, w_p = 1)$ با توجه به مشکلات گسترش بازار سهام، جانشینهای نرخ بازده کل اقتصاد را می‌توان از برآوردهای EPS یا سود سهام توزیع شده و ROEها بدست آورد.

فقط PPI $(w_1, w_p, w_p = 0, w_p = 1)$ وقتی که بازار اوراق مشارکت ملی گسترش می‌یابد، میانگین وزنی بازده‌های اوراق مشارکت ملی راهنمای مناسبی برای آینده است.

یک شاخص عمومی‌تر

وزنها را می‌توان از یک یا همه w_i ها $(i = 1, 2, 3, 4, \dots)$ استخراج نمود. اما نیازمند یک بررسی موشکافانه و کار مداوم است. اگر لازم شود باید تلاشهای جستجوگرانه‌ای را انجام داد تا شاخص مناسب استخراج و حفظ شود.

آزمایش با وزنها و متغیرهایی که در عبارت «I» ذکر شده است آن شاخص پایدار و واقعی را لحاظ خواهد کرد که برای نرخ بازده گسترش یافته است.

سرمایه‌ای شدن بازار، شاخصهای توسعه بازار هستند.

ج - شرایط نهادی برای گسترش یک شاخص عمومی‌تر

چون شناور بودن اوراق مشارکت ملی، گرایش بلندمدت دولت را به گسترش این بازار نشان خواهد داد، ما پیشنهاد می‌کنیم که مقامات مربوطه این شاخص را تحت نظر داشته و گسترش دهند. این شاخص، در عمومی‌ترین شکل خود، برای تشویق به گسترش و اجرای آن بر مبنای بازار، نیاز به تحقیق جامعی خواهد داشت که به نوبه خود گسترش بازار را برای اوراق دولتی و بازرگانی در کشورهای اسلامی به دنبال خواهد داشت.

۴ - بازده اوراق دولتی: حذف بهای اضافه ریسک

به دلیل نوسانات بازار، اطلاعات نامتقارن^{۴۱} و امکان رفتار سوداگرانه، در قیمت‌های سهام هم مثل شاخصهای بازاری، بهای اضافه ریسک وارد می‌شود که برای سرمایه‌گذاران ریسک‌گریز^{۴۲} لازم است تا داراییهای ریسک‌دار را

نگهداری کنند. در بیشتر بازارها، اوراق دولتی داراییهای با بیشترین امنیت را نشان می‌دهند (که اغلب به عنوان «داراییهای بدون ریسک»^{۴۳} در نظر گرفته می‌شوند) و نرخ بازده آنها هم به عنوان جدول مقایسه همه سرمایه‌گذاران به کار می‌رود. در تعادل، نرخ بازده اوراق دولتی داخلی با نرخ بازده بازار سهام که نسبت به بهای اضافه ریسک تعدیل شده است، برابر خواهد بود.

این شاخص که با استفاده از تکنیکهای مورد بحث استخراج شده است، نرخ بازده بخش خصوصی را نشان می‌دهد. بنابراین باید بهای اضافه ریسک را از نرخ بازده بخش خصوصی کم کرد تا نرخ بازده‌ای بدست آید که بتوان برای اوراق دولتی به کار برد و تا حدودی هم ریسک مبتنی بر بازار از آن خارج شده باشد. مشکل در اینجا یافتن معیار مناسب نرخ بازده داراییهاست که به سیستم، اجازه شروع به کار را بدهد و از نظر کیفیت شبیه یافتن نرخ دولتی است. هر نوع نرخ وام یا سپرده‌گذاری بانکی (مثلاً نرخ خارجی تعدیل شده، نرخ ارز، یا نرخ معاملات داخلی مبتنی بر داراییهای حقیقی) یک پیشنهاد مناسب

خواهد بود اگر بر مبنای ملاحظات بازار تعیین شده باشند.

هر نرخ قابل ارجاع دیگری را که امکان به دست آوردن نرخ بدون ریسک را بدهد، می‌توان به کار برد. این نرخ را می‌توان از هر نوع استقراض پروژه‌های دولتی یا نرخ بازده بدست آمده از این پروژه‌ها استخراج نمود.

وقتی که سیستم اوراق مشارکت ملی گسترش یافت، نرخ بازده دوره بلافاصله قبل را می‌توان برای برآورد بهای اضافه ریسک به کار برد. از این نظر بهای اضافه ریسک همانند این شاخص، به‌طور منظم به هنگام و به روز^{۴۴} می‌شود. با استفاده از این نرخ، می‌توانیم بهای اضافه ریسک را به صورت زیر استخراج کنیم:

$$RP = R - \mu^I$$

که، RP بهای اضافه ریسک؛

μ^I میانگین شاخص I که از بالا بدست آمده است؛

کشور R ، نرخ بازده سپرده‌های بانکی یا پروژه‌های دولتی است.

بهای اضافه ریسک را می‌توان با استفاده از داده‌های دوره بلافاصله ماقبل محاسبه کرد. این فرمول را هم

مانند خود بهای اضافه ریسک، می‌توان دوره به دوره بهبود بخشید. اما با توجه به پایداری ترجیحات مشاهده شده در گوشه و کنار جهان و از طریق دوره‌های زمانی متفاوت، دلیلی وجود ندارد که تغییرات بزرگی را در این متغیر فرض کنیم.

پرداختی هربرگه NPP مطابق با رشد « I » طی دوره این برگه خواهد بود. این RP را باید از رشد « I » کم کرد تا نرخ بازده پایانی تعیین شود:

$$R_f = R_s - RP$$

که R_f ، نرخ بازده پایانی است که پرداخت می‌شود و R_s ، نرخ رشد « I » است که به‌طور مناسب هموار شده است تا رفتارهای سوداگرانه و غیره را تصحیح کرد.

۵ - سررسید و هزینه‌ها

اوراق مشارکت ملی را باید با موعد سررسید^{۴۵} عرضه کرد که با بهترین شکل با تقاضای بازار روبرو شود و در فرصت فراهم شده به سرعت در محیط گسترش یابد که مقادیر معوقه^{۴۶} [این اوراق] آنقدر باشند تا در جریان سیاست پولی مفید و موثر واقع شوند. به عنوان

۶ - ویژگیهای مبادله‌ای اوراق مشارکت ملی

مثل بسیاری از ابزارهای مالی، اوراق مشارکت ملی را می‌توان یک ابزار ترکیبی دانست. به‌طور پایه‌ای این ابزار ترکیبی از دو ابزار ضمنی است که عبارتند از: قراردادهای سلف^{۴۷} برای اقلام شاخص «I» و ورقه بهادار بدون بهره^{۴۸} با ارزش اسمی معادل این ابزار. تا هنگامی که سعی می‌شود با استفاده از این شاخص یک نرخ بازده هموار، پایدار و ایستا استخراج شود. قراردادهای سلف باید نسبتاً پایدار باشند تا منعکس‌کننده گذشته مناسب بازار همراه با عملکرد داراییهای حقیقی باشد. در این حالت مبادله بازار ثانویه باید بر قسمت برگه بهره تأثیر بگذارد. در نتیجه تغییرات در مبادله [این قسمت از برگه‌ها] گذاشته بازار داخلی را منعکس خواهد کرد و دقیقاً همان روشی است که باید برای ابزار سیاست پولی داخلی به کار گرفت.

۷ - گسترش بازارهای اولیه و ثانویه برای اوراق مشارکت ملی

تجربه بین‌المللی گرانبهایی برای

یک قاعده عمومی، موعد سررسید باید به عنوان ابزاری با تاریخهای کوتاه‌تر، یکساله یا کمتر باشد و زیان بالقوه کوچکتر سرمایه تحقق یافته را فراهم آورد.

در همین حال تمرکز روی مجموعه محدودی از سررسیدها، عمق بازار و متناظر با آن، نقدینگی را افزایش می‌دهد. می‌توان با محدود کردن انتشار اوراق به موعد سررسیدهای معدود و انتشار متوالی آنها این هدف را بدست آورد.

بحث درباره اینکه اوراق مشارکت ملی توسط چه کسی منتشر شود هم مهم است. در بیشتر کشورها این اوراق توسط دولت و با کارگزاری بانک مرکزی منتشر شده است. مهمتر از آن اینکه این هزینه به دو دلیل توسط دولت ایجاد می‌شود:

الف - بانک مرکزی سیاست پولی را برای دولت اجرا می‌کند؛
ب - سرمایه بانک مرکزی حفظ شده است؛

توصیه می‌شود که عموماً انجام این هزینه توسط دولت پذیرفته شود؛ چنانکه در کشورهای اسلامی هم چنین است.

کمک به گسترش بازارهای ملی جدید برای اوراق بهادار دولتی در اختیار است. اما برای انجام آن تحت شرایط اسلامی تجربه‌های اندکی وجود دارد. با این حال اگر بتوان مسیر هموار و پایداری را برای بازده آتی^{۴۹} اوراق مشارکت ملی استخراج نمود، فهرستی از عملیات، تکنیکها و بده - بستانها^{۵۰} را که عموماً همه جا در دسترس است، باید برای کشورهای اسلامی به‌طور گسترده به کاربرد. اما این نتیجه در یک محیط اسلامی مستلزم اجرای عملی خواهد بود و بانک مرکزی هم باید آمادگی تعدیل عملیات و تکنیکهای خودش را داشته باشد. در عین حال طراحی بازار را نمی‌توان به‌طور جداگانه ترسیم نمود و باید جزئیات آن را با توجه به ساختارهای ابزار، بازار و نهادهای موجود و منحصر به فرد هر کشور، منطبق و تعدیل نمود که با گسترشهای مستمر آن باید همراهی شود. به‌طور خلاصه، با وجودی که بازار اوراق بهادار دولتی که در اینجا مورد بررسی قرار گرفت، باید معیارهای بنیادی اقتصادی و مالی داشته باشد، فرصت مناسبی برای کشورهای اسلامی است که ترجیحات

خودشان را امتحان و تجربه کنند. توصیه‌های زیر را می‌توان با این بینش ارزیابی کرد.
الف - گسترش بازار اولیه برای اوراق مشارکت ملی

تکنیک مزایده^{۵۱}

می‌توان توصیه نمود که بانک مرکزی، اوراق مشارکت ملی را از طریق مزایده به فروش برساند. منطق مزایده که در سطح بین‌المللی یک عرف می‌باشد، دارای دو جنبه برجسته است: نخست اینکه اطلاعاتی را درباره شرایط و روند جاری بازار برای بانک مرکزی فراهم می‌آورد، و دوم اینکه در برابر شکست ناشی از قیمت‌گذاری نادرست توسط بانک مرکزی، بیمه خواهد شد؛ این شکست برای یک بازار جوان هزینه‌های فراوانی را به دنبال دارد.

دو نوع مزایده وجود دارد که هر دو شامل پیشنهاد قیمت مزایده‌ای است: مزایده‌های باقیمت یگانه و مزایده‌های باقیمتهای چندگانه. در هر دو، پیشنهاد قیمت به‌طور ترتیبی است و حراج کنندگان از بالاترین قیمت شروع به پایین آمدن می‌کنند تا هنگامی که همه

این ابزارهای عرضه شده به فروش برسد.

در مزایده‌های با قیمت‌های یگانه، همه پیشنهاددهندگان، پایین‌ترین قیمت برنده را می‌پردازند. در مزایده‌های با قیمت‌های چندگانه، هر پیشنهاد دهنده، قیمت پیشنهادی خودش را می‌پردازد. هیچ تئوری شفاف و روشنی برای ترجیح هریک از این دو روش بر دیگری وجود ندارد، به ویژه اینکه تباری، کناره‌گیری و ریسک‌گریزی هم در نظر گرفته شود. تقریباً همه کشورها از روش قیمت‌های چندگانه به عنوان یک راه عملی استفاده می‌کنند. پیشنهاد می‌شود که روش مزایده با قیمت‌های چندگانه برای اوراق مشارکت ملی قابل انطباق شود.

عدم مبادله اوراق بهادار با پول^{۵۲}

کارگزارانی که بخواهند سهام خود را به پول نقد تبدیل کنند باید به بازار ثانویه مراجعه کنند. اینکه اوراق مشارکت در هر زمان با ارزش اسمی آن قابل مبادله باشد به چند دلیل در دسرساز است. اول اینکه در صورت تغییر شرایط بازار، سرمایه‌گذاران هیچ هزینه‌ای را

نمی‌پردازند. علاوه بر این، از این رهگذر سرمایه‌گذاران حق ناشی از بازده تجمعی^{۵۳} بالاتر از حداقل عایدی تضمین شده توسط سرمایه‌گذاریهایی تولیدی یا زیربنایی را از دست می‌دهند. در صورتی که اوراق مشارکت ملی به عنوان ابزار سیاست پولی به کار می‌رود، خاصیت بازخرید زود هنگام، اطلاعات در دسترس مزایده را کاهش داده و کنترل بانک مرکزی را روی ترازنامه‌اش تضعیف خواهد نمود. توصیه می‌شود که بانک مرکزی به خریداران اطلاع دهد که اوراق مشارکت ملی، قبل از سررسید بازخرید نخواهد شد. اما صاحبان آنها حق خواهند داشت که اوراق مشارکت خود را به بازارهای ثانویه منتقل نموده و در آنجا تنزیل مناسب برای فروش یا خرید دوره باقیمانده تا سررسید از طریق سازوکار بازار انجام می‌شود.

مشارکت

برخی کشورها مشارکت در مزایده را محدود به بانکها و سایر نهادهای مالی می‌نمایند. مشارکت محدود، هزینه‌های اداری را کاهش و بازارهای ثانویه را گسترش دهد. در عین حال، در اغلب

موارد برای فروشندگان اصلی تعهداتی از قبیل شرکت مرتب در مزایده‌های زمان بندی شده، در نظر گرفته می‌شود تا برای مبادله در بازارهای ثانویه مقداری از موجودی ابزارهای مزایده‌ای حفظ شود. مشارکت آزاد امکان می‌دهد که همه سرمایه‌گذاران علاقمند، پیشنهاد بدهند. هرچند معمولاً محدود به حداقل قیمت پیشنهادی هستند. مزیت پیشنهاد قیمت آزادانه در این است که رقابت را افزایش داده و فاصله بین قیمت‌های بازارهای اولیه و ثانویه را محدود می‌کند.

اعمال محدودیت بر پیشنهاد های رقابتی

تعداد کمی از کشورها، تعداد پیشنهاد های رسیده از طرف یک پیشنهاد دهنده انفرادی را محدود می‌کنند و سایر کشورها، مقداری را که یک پیشنهاد دهنده انفرادی می‌تواند برنده شود محدود می‌نمایند. با وجودی که به راحتی می‌توان حدس زد که در چنین شرایطی رقابت بهبود خواهد یافت، عکس آن هم صحیح است. لذا اعمال محدودیت بر پیشنهاد های رقابتی سبب بروز پیچیدگی‌هایی می‌شود

که باید از آن دوری گزید

پیشنهاد های غیر رقابتی

در بسیاری از کشورها، پیشنهاد های غیر رقابتی امکان پذیر است، یعنی خریداران این ابزار را در سطح میانگین وزنی قیمت مزایده‌ای خریداری می‌کنند. پیشنهاد غیر رقابتی به سرمایه گذاران امکان می‌دهد که با عدم اطمینان و یا انتظارات شکل نیافته، در نرخهای بازار اقدام به خرید نمایند. ممکن است سرمایه گذاران بزرگ رقابت کنند و به طور همزمان، قیمت غیر رقابتی را به عنوان راهبرد تأمینی (جلوگیری از زیان) پیشنهاد کنند.

در برخی بازارها، پیشنهاد های غیر رقابتی به یک سقف حداکثر محدود شده است تا مانع استفاده از این قابلیت توسط سرمایه گذاران بزرگ شوند و یا به حداقل محدود می‌شوند تا از تعداد زیاد پیشنهاد دهندگان خلاص گردند.

قاعده قیمت حداقل

در برخی کشورها، پیشنهاد قیمتی محدود به قاعده حداقل قیمت برای هر مزایده انفرادی است، یعنی

پیشنهادهای پایین تر از قیمت از قبل اعلام شده قابل قبول نیست. ماهیت نوآوری اوراق مشارکت ملی، همانند فراهم شدن فرصتی که انتظارات سرمایه گذاران کشف می شود، نشان می دهد که نباید حداقل قیمت پیشنهادی تحمیل شود.

اعلام مزایده، زمان بندی و سایر جزییات

روشها و جزییات مزایده باید واضح و روشن باشد تا تضمین شود که همه اطلاعات در فرصت تقریباً یکسان در اختیار همه سرمایه گذاران قرار می گیرد. بانک مرکزی کشورهای اسلامی باید مثل بیشتر کشورها، تاریخ مزایده و مقدار مورد مزایده را با جزییات کامل اعلام نموده و مزایده ها را در فاصله های منظم برقرار کند.

ب - گسترش بازارهای ثانویه برای اوراق مشارکت ملی

بازارهای ثانویه با ارایه نقدینگی، بازارهای اولیه را گسترده تر و عمیق تر نموده سبب شفافیت و کشف مستمر قیمتها می شوند. همانطور که قبلاً هم

تأکید شده است، بانک مرکزی باید به خریداران اوراق مشارکت ملی توصیه کند قبل از زمان سررسید هیچ بازار خریدی صورت نخواهد گرفت. همچنین توصیه می شود که اوراق مشارکت ملی شرایط ثابت داشته، هیچ بازخرید زودهنگامی صورت نگیرد و منتشرکنندگان بخش خصوصی هم باید تشویق شوند تا به همین صورت رفتار کنند. لیکن اوراق مشارکت را می توان قابل تبدیل نمود و بانک مرکزی باید در جهت حمایت از تشکیل بازار ثانویه، گامهای تشویقی و حمایتی بردارد.

ساختار بازار

بازارهای ثانویه را می توان به شکلهای مختلف بنا کرد. در بازارهای ثانویه دوره ای^{۵۴} خریداران و فروشندگان به طور دوره ای گرد هم جمع شده و قیمت واحدی را برای تسویه بازار تعیین می کنند.

بازارهای دائمی^{۵۵} ممکن است بازارهای مزایده ای و یا بازارهای واسطه ای^{۵۶} باشد. در بازارهای مزایده ای، خریداران و فروشندگان به طور مستمر گرد هم جمع شده و

هرموقع که قیمت پیشنهادی فروشندگان با قیمت پیشنهادی خریداران یکی شود، فوراً بر معاملات تأثیر می‌گذارد. یک بازار واسطه‌ای از چندین مبادله‌گر (دلال یا واسطه) تشکیل می‌شود که موجودی‌هایی را نگهداری کرده، دائماً قیمت‌های خرید و فروش را اعلان می‌کنند. مبادله، هم بین واسطه‌ها و هم میان واسطه‌ها و مشتری‌ها صورت می‌گیرد.

در کشورهایی که بازارهای مالی کاملاً گسترش یافته‌ای دارند، بازارهای دائمی کاملاً جا افتاده است. اما در کشورهایی که بازارهای مالی جوانی دارند، ممکن است یک بازار ثانویه دوره‌ای ترجیح داده شود، تا آن هنگام که حجم مبادلات چنین تبدیل و تغییری را ایجاب کند. به عنوان مثال، با وجود اینکه در بازارهای دائمی اطلاعات اقتصادی و غیراقتصادی بسیار سریع در قیمت‌ها ظاهر می‌شوند، بازهم باید آنقدر جریان کافی از سفارش خرید و فروش وجود داشته باشد تا قیمت‌ها به‌طور هموار تعدیل شوند.

بازارهای ثانویه دوره‌ای برای اوراق بهاداری که به صورت پراکنده مبادله

می‌شوند بسیار مناسب هستند، چون سفارشات خرید و فروش در این بازارها انباشه می‌شوند. در بازارهای دوره‌ای یک قیمت تسویه‌کننده منحصر به فرد با هزینه پایین‌تری بدست می‌آید. به طور کلی در بازارهای دوره‌ای مبادلات سریع بر مبنای اطلاعات فوری همراهی نمی‌شود. اما در بیشتر کشورهای اسلامی، مبادله در بازارهای ثانویه دائمی به احتمال زیاد دچار نوسان خواهد شد. تصمیم‌گیری درباره مبادله بین زمان‌بر بودن^{۵۷} و نوسانی بودن^{۵۸} سؤالی است که احتمالاً از طریق تجربه سال‌های آتی و با گسترش مالی کشورهای اسلامی به بهترین جواب خواهد رسید.

در حال حاضر توصیه می‌شود که این کشورها یک بازار ثانویه دوره‌ای را برای اوراق مشارکت ملی تشکیل دهند.

روش بازار دوره‌ای

بازارهای دوره‌ای به‌طور منظم و دوره‌ای در یک مکان ثابت برپا می‌شوند. در طول دوره مزایده هر ابزار و زمان سررسید، مزایده‌گران یک قیمت آزاد قرار می‌دهند و مبادله‌گران بر مبنای سلیقه خودشان یا بر مبنای علاقه بیان

شده مشتری، به خرید و فروش در آن قیمت اقدام می‌کنند. سپس مزایده‌گران قیمت را رو به پایین یا رو به بالا تعدیل می‌کنند تا عرضه و تقاضای اضافی حذف شود. همه معاملات در این قیمت تعادلی که تسویه‌کننده بازار است تکمیل می‌شود.

نتیجه‌گیری

در اقتصادهای اسلامی احکام مذهبی در مورد اوراق بهادار با درآمد ثابت، استفاده از ابزار متعارف خزانه داری را محدود می‌کند. اوراق بهادار مبتنی بر داراییهای حقیقی و با نرخهای شناور که نرخی معادل با نرخ بازده مشاهده شده را پرداخت خواهند کرد و از بخش حقیقی پس از تعدیل نسبت به اضافه بهای ریسک به دست می‌آید، از بیشترین نیازهای ابزار سیاستگذاری در این کشورهاست. مشکل اصلی در اقتصاد مبتنی بر سهم سود، یافتن این نرخ بازده است.

در اقتصادهای متعارف، این نرخ همان نرخ بهره است. این مقاله اولین تلاش در جهت تشخیص یک روش‌شناسی جایگزین برای برآورد

چنین نرخ بازدهی است و با استفاده از این نرخ می‌توان در اقتصادهای اسلامی، اوراق دولتی منتشر کرده و عرضه نمود.

چندین رهیافت، از نسبتهای ساده گرفته تا شاخصهای بازاری کلی و پیچیده‌تر بحث شده است. امید است که این دامنه از معیارهای پیشنهاد شده به کشورهای با مراحل مختلف توسعه و درگروههای متنوعی از کشورهای اسلامی امکان بدهد که روشی مناسب با سطح توسعه بازارهای خودشان را انتخاب کنند. با وجود پیشنهاد این رهیافت، باید به مطالعه بیشتر شاخصها و معیارهای پیشنهاد شده توجه نموده و بر آن تأکید کرد. این کار را می‌توان با توجه به خصوصیات هر کشور و در سطح بین‌المللی انجام داد. حتی پس از انتشار اوراق مشارکت ملی این معیارها باید به اشکال مختلف تحت نظر بوده و بسط یابند. بنابراین ما توصیه می‌کنیم کشوری که خواهان انطباق با این رهیافت است برای آماده‌سازی و توسعه بازار اوراق مشارکت ملی گامهای زیر را طی کند:

۱ - این نکته حائز اهمیت است که

برخی از ادارات و مؤسسات مسؤولیت این شاخص را برعهده گرفته و آن را به کار ببرند و تحت نظر داشته باشند و به طور کلی این شاخص اختیار شده، به طور منظم گردآوری و به عموم افراد گزارش شود. شاید در برخی جاها بازار بورس بتواند این واکنش پذیری را عهده‌دار شود، چون در بازار بورس شاخصهای بازاری گردآوری می‌شود. علاوه بر این بازار بورس همانند پژوهشهای بانک مرکزی و ادارات سرپرستی بانکداری، می‌تواند نسبت به تجدیدنظر درباره گسترشهای این شاخص واکنش نشان داده و بررسی کند که آیا فشارهای سوداگرانه و غیر از آن علامت نرخ بازده جاری بخش خصوصی را دچار انحراف می‌کند یا خیر. این شاخص از طریق تجربه و بررسی‌های مداوم در طول زمان بهبود خواهد یافت.

۲ - باید متذکر شد که در بیشتر کشورهای مورد بحث، داده‌های مناسب برای مطالعه دقیق وجود ندارد. با این وجود، ما اعتقاد داریم که می‌توان از نسبتهایی مثل سود ناخالص به داراییهای کل یا بازده داراییهای حقیقی

که در اینجا بحث شد، به عنوان شاخص نرخ بازده بخش خصوصی استفاده کرد. این معیارها نسبت به قیمت داراییهای حقیقی که معیار خالصی از عایدات جاری هستند از این مزیت برخوردارند که جزء مورد انتظار در بخش خصوصی را هم شامل می‌شوند. در نتیجه با بدست آوردن این نسبتها برای گروه شرکتیهای تعریف شده (مثل ده عدد از بزرگترین شرکتها) طی چند سال گذشته، شاخص مناسبی را می‌توان نسبتاً سریع شکل داد.

۳ - وقتی که یک شاخص محاسبه شد، صرفنظر از اینکه چقدر نقص دارد، می‌توان برای بسط آن کار بیشتری را آغاز کرد.

بررسیها نشان خواهد داد که باید در توسعه چنین معیاری یک شاخص بین‌المللی هم وارد شود، که در ترکیب با شاخص داخلی وزن معینی از شرایط بازار خارجی را که پیش روی کشور است، منعکس خواهد کرد و همانند یک عنصر خاص این شاخص، نسبت به پیشامدهای داخلی، درونزا^{۵۹} نخواهد بود. وزنها را می‌توان همانند موارد پیشنهادی در قسمت سوم بند «ب»

تعیین کرد.

۴- وقتی یک شاخص به طور نهایی محاسبه شد می توان این ابزار را شناور کرده و بازارهای اولیه و ثانویه را از طریق به کارگیری تکنیکهای ذکر شده در بخش ۶ گسترش داد.

بی نوشتها

* - از مجموعه مقالات صندوق بین المللی پول مارس ۱۹۹۸.

** - مشاور و مدیر اجرایی صندوق بین المللی پول.

18_ Face Value.

19_ Input.

۲۰- Market clearing price منظور قیمتی است که طرف عرضه و تقاضای بازار را باهم برابر می کند.

21_ Social Rate of Return.

22_ Marginal Social Benefit.

23_ Opporunity Cost.

24_ Public Good .

25_ Underlying Assets.

26_ Stationary Distribution.

27_ Tradable.

28_ Stock Market.

29_ Signal.

۳۰- منظور تولید ناخالص داخلی است.

31_ Likelihood .

32_ Exogenous.

33_ External.

34_ Globalization.

35_ The price earning Ratio.

36_ The Return on Shareholder 's Equity.

37_ Aggregative Indexes.

38_ Dividend Yields.

39_ Forward Looking.

40_ Underlying Value.

41_ Turnover.

۴۲- $w_i = 1$ حذف شده است چون به وسیله $w_i = 1$ تعیین خواهد شد.

43_ Market Capitalization.

۴۴- Assymetric Information منظور این است که اطلاعات به صورت یکسان در دسترس همه قرار ندارد.

1_ Equity-based.

2_ Risk Premiums.

3_ Profit Share.

4_ Expectations of Future Earnings.

5_ Speculative.

6_ Non- interest.

7_ Government Financing.

8_ Real Sector.

9_ National Participatin Paper .

10_ Maturity.

11_ Asset-Creating.

12_ Capital Expenditure.

13_ Benchmark.

14_ Investment Decision.

15_ Cost of Capital.

16_ Tobin 's .

17_ Securities.

جداگانه به فروش رساندم

52_ ex ante

53_ Trade_off.

54_ Auction Techniqu.

55_ No Redemption

56_ Cumulative Return.

57_ Call Secondary Markets.

58_ Contiuous Markets.

59_ Dealer Markets .

60_ Timeliness.

61_ Volatility.

۶۲ Endogenous یعنی اینکه مقدار آن از خارج

سیستم معین می‌شود و نسبت به اتفاقات

درون اقتصاد مستقل عمل می‌کند.م

45_ Risk- averse.

46_ Risk-free Asset.

47_ Update.

48_ Ierm_to_maturity.

49_ Outstanding Volumes.

50_ Futures Contract.

۵۱ Zero Coupon bond اوراق بی‌سپهرداری

هستند که هیچ بهره‌ای را پرداخت نمی‌کنند

اما در سطح تنزیل شده قیمت مبادله‌ای آن با

پول، قیمتگذاری می‌شوند. این اوراق وعده

پرداخت پاداش را از طریق عایدی سرمایه

(Capital Gain) می‌دهند. این اوراق ممکن

است گاهی با برگه‌های پرداخت سود به‌طور

مجزا از اصل ورقه بهادار منتشر شوند و

می‌توان هربرگه سود و اصل آن را به‌طور