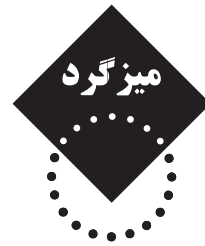


بخش دوم و پایانی میزگرد «ارزیابی، رتبه بندی و سنجش اعتبار در بنگاههای اقتصادی»

# رتبه‌سنجی اعتباری



## پیش شرط حضور در بازارهای مالی و سرمایه

علی کیال

### اشاره

موسسه‌های اعتبارسنجی با توجه به مسئولیت خود، ریسک اعتباری بنگاههای اقتصادی و سایر سازمانهای انتشاردهنده ابزار بدهی را به گونه‌ای ارزیابی می‌کنند که خریداران اوراق قرضه، بانکها و دستگاههای نظارتی بتوانند سنجش ریسک اعتباری این سازمانها را مورد استفاده قرار دهند. به بیان دیگر میلیاردها ریال اوراق بهادار بر پایه ارزیابی موسسه‌های اعتبارسنجی خریداری می‌شود و در صورتی که درجه اعتباری یک بنگاه اقتصادی کاهش یابد، سهامداران یا سعی می‌کنند هر چه زودتر سهام خود را به فروش رسانند و یا اینکه هیئت مدیره، بنگاه اقتصادی را تحت فشار قرار داده تا مدیران را تغییر داده و استراتژی‌های جدیدی را به اجرا بگذارند.

این نکته نیز نباید مورد غفلت قرار گیرد که بحران مالی و اقتصادی اخیر دنیای غرب که اقتصاد کشورهای مختلف را نیز تحت تاثیر قرار داد، اهمیت و نقش موسسه‌های اعتباری را نیز به مراتب بیش از گذشته آشکار ساخته است. در همین راستا باید یادآور شد که اعتبارسنجی و رتبه‌بندی شرکتها موجب روشن‌تر شدن فضای کسب و کار در کشور شده و به مدیران، سیاستگذاران و برنامه‌ریزان کمک می‌کند تا شناخت دقیق‌تری از ساختار مالی سازمانها و بنگاههای اقتصادی داشته باشند.

در شماره گذشته و در نخستین بخش میزگرد صاحب‌نظران شرکت‌کننده در بحث، ضمن بیان دیدگاههای خود بر نکات عمده‌ای تاکید داشتند که پاره‌ای از آنها چنین است:

- در بخش رتبه اعتباری نه تنها شاخص‌های کمی و مالی، بلکه شاخص‌های کیفی از جمله جایگاه استراتژیک و رقابتی بنگاه مورد ارزیابی قرار می‌گیرد.
  - یکی از بحث‌های اساسی در هر اقتصادی، «شفافیت اقتصادی» است که اگر وجود نداشته باشد، شاخص‌ها با خطر مواجه می‌شوند.
  - موضوع تعیین سطح اعتبار، مشتریان زیادی دارد و تنها مختص سیستم بانکی و بازار سرمایه نیست.
  - باید تلاش کنیم که نظام ارزیابی در حوزه‌های مختلف داشته باشیم؛ زیرا هر حوزه‌ای به ابزارهای متفاوتی برای سنجش نیاز دارد.
  - سنجش اعتبار در بازارهای پولی و مالی و رتبه‌بندی در بازار سرمایه صورت می‌گیرد.
  - در کشور ما شرکتهایی که خود را متخصص اعتبارسنجی می‌دانند، در معرض تمام خطرهای ریسک فعالیت خود قرار دارند.
- در شماره حاضر نیز خوانندگان با بخش دیگری از اظهارنظرها، پیشنهادها و دیدگاههای میهمانان میزگرد پیرامون موضوع مورد بحث آشنا خواهند شد.
- بخش میزگرد تدبیر پیشاپیش ضمن تبریک فرارسیدن سال نو و آرزوی رفع تنگناها و شکوفایی هر چه بیشتر اقتصاد و صنعت کشور، امیدوار است برگزاری چنین میزگردهایی فتح بایی برای این گونه مباحث شده و به شفافیت و روان‌سازی اقتصاد و بازارهای پولی و مالی کشور منجر شود.

**محمد جلیلی:** دکترای مدیریت مالی، مدیرعامل شرکت مشاوره رتبه‌بندی اعتباری ایران



**علی سعیدی:** دکترای مدیریت بازرگانی با گرایش مالی، مشاور مالی، سرمایه‌گذاری و بورس اوراق بهادار، عضو هیات علمی دانشگاه، مدیر پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس



**علی اصغر صباغ:** دکترای اقتصاد از آمریکا، دارای سوابق طولانی مدیریت در بازارهای پولی و مالی بین‌المللی، مدیرعامل شرکت ارزیابی و سنجش اعتبار مشتریان مهر خاورمیانه



**اسفندیار کریم زاده‌گان:** دکترا از دانشگاه کالیفرنیا، دارای تجارب و سوابق ممتاز مدیریتی، مدیرعامل شرکت خدمات مشاوره و تامین منابع مالی ایدرو



**حسن مهدی‌زاده:** مشاور مالی بین‌المللی، عضو انجمن سلطنتی مدیران مالی انگلستان، رئیس هیات مدیره گروه مشاوران سرمایه‌گذاری و مدیریت استراتژیک کارآمد سازان



اگر هم قویترین  
بانکداران بین المللی  
که مهندسان مالی  
بسیار قوی هستند،  
در داخل سیستم  
بانکی ما بگذارید به  
هیچوجه نمی توانند  
از مدیران فعلی ما  
بهرتر کار کنند؛ زیرا  
مدل بانکهای ما  
بخشنامه ای است.

حوزه در بانکها کار می کنند، نداریم. بعد از چند سال که صحبت از رتبه بندی و اعتبارسنجی می کنید، مدیر شعبه بانک، خبری از اعتبارسنجی ندارد. نکته دوم در مورد شهروندان و آنانی است که تسهیلات را اخذ می کنند، این گروه را باید از راههای مختلف مطلع کرد و به آنها گفت که در این مسیر چه منافی در آینده شامل حال آنها خواهد شد.

من پیشنهاد دادم که بانکها این کار را به صورت زیربنایی از خود شروع کنند و فرهنگ سازی را به صورت ایجاد اعتبارسنجی داخلی مشتریان خود، ولو با نداشتن تمام اطلاعات آغاز کنند و این سیستمها را یک به یک در بانکها به وجود آورند تا در آینده خود را به سیستم کلی تری وصل کنند. رفته رفته این سیستم در تمام بانکها به صورت On Line درمی آید و می تواند به سیستم کلی نظام سنجش اعتبار (در بانک مرکزی یا وزارت اقتصاد) وصل شود.

**مهدی زاده:** شما (آقای دکتر صباغ) اشاره به شروع فعالیت بانکها به صورت جزیره ای کردید تا به مرور به شبکه کلی تری وصل شوند. اگر هر بانکی از نرم افزاری مجزا در این رابطه استفاده کند، آیا بعدها می توان تمام آنها را سازگار کرد و به اعتبارسنجی ملی رسید؟

**صباغ:** انجام این کار از لحاظ سخت افزاری و نرم افزاری عادی و شدنی است؛ زیرا سیستمهای عامل در دنیا در این مورد بسیار محدود هستند و تمام آنها را می توان به راحتی به یک سیستم کلی و یکپارچه تبدیل کرد، سیستمهای سنجش اعتبار در دنیا به نحوی طراحی می شوند که قابلیت اتصال به دیگر سیستمها را داشته باشند. اما با پیشنهادی که من دادم موجب می شود در تمام بانکها یک به یک فرهنگ سازی صورت گیرد.

در مورد موضوع ثبات استقرار در یک آدرس (Time at address) که آقای دکتر جلیلی به آن اشاره کردند، باید بگویم که ما اعتقاد داریم در هر کشوری بایستی

نظام سنجش اعتبار بر پایه آنچه که در آن کشور وجود دارد بومی شود. به عنوان مثال در امریکا ممکن است تنها ۲۵ درصد افراد از خودشان خانه داشته باشند، ولی ۷۵ درصد اجاره نشین باشند، بنابراین اگر تغییر آدرس صورت گیرد، ممکن است اثر زیادی در رتبه بندی ایشان نداشته باشد. ولی در کشوری دیگر مانند کشور خودمان این طور نیست و اغلب ما چندین سال در یک آدرس استقرار داریم. بنابراین باید بسنجیم که چند درصد افراد جامعه ما مجبور می شوند هر چند سال یکبار تغییر مکان دهند.

نکته دیگر غیر شفاف بودن عرضه سهام در بازار سرمایه ماست. نداشتن رتبه بندی شفاف در بازار سرمایه باعث می شود که بعضی از شرکتها قادر به جذب سرمایه نباشند و یا اینکه کارگزاران نتوانند سهام را به راحتی مبادله کنند.

**کریم زادگان:** برای ۸ شرکتی که ما به عنوان مشاور رتبه سنجی آنها بودیم، مؤسسه اعتبار سنجی، کوچکترین شکایتی از صورتهای مالی شرکتها نداشتند، بنابراین نباید فکر کنیم که استانداردهای ما در تهیه صورتهای مالی از دیگر کشورها عقب تر است، اتفاقاً سیستمهای حسابداری ما در بنگاههای بزرگ به استانداردها نزدیک هستند.

**مهدی زاده:** ممکن است استانداردها را رعایت کنیم، اما همان طور که دوستان در صحبت های خود اشاره کردند، می بایستی حسابرسها را نیز ارزیابی کرد؛ زیرا حسابرسها جزو گروهی هستند که نمی توانند برای کارشان تبلیغ داشته باشند، بلکه اعتبارشان را از جامعه کسب می کنند، اما بعضی دیگر از گروهها و افراد هستند که باید بر اساس یک سری شاخصهای مناسب، آنها را اعتبار سنجی کرد.

**کریم زادگان:** از دید یک مؤسسه اعتبارسنجی که در کشوری که جزو گروه اقتصادهای نوظهور دسته بندی می شوند فعال است، اطلاعاتی که از بنگاههای اقتصادی دریافت نمودند رضایت بخش بوده است. حتی به اعتقاد

همان گونه که در بخش نخست میزگرد نیز اشاره شد، شاخصها در کشورهای مختلف متفاوت است، برای مثال، شاخصی که در یک کشور مثبت است، ممکن است در کشوری دیگر منفی باشد. بنابراین پرسش این است که ما در بررسی شاخصهای ارزیابی، مسئولیت را برعهده چه کسی یا چه کسانی قرار می دهیم؟ با این پرسش، به بررسی مشکلات شاخصها می پردازیم.

**صباغ:** بنده مهمترین مشکل را در دایره های مدیریت ریسک می دانم که در بانکهای ما به وجود آمده اند، گروههایی هستند که اجازه نمی دهند به کسانی که حرفه ای تر از خودشان باشند وارد معرکه شوند و مکمل آنها باشند. به عنوان مثال یکی از مدیران معتبر بانکها در دایره ریسک می گفت: عمر مدیریتی من بسیار کوتاه است، من باید چیزی را ارائه کنم که قبل از اینکه بروم به نام من نوشته شود، اعم از اینکه ۵ یا ۵۰ درصد خطا داشته باشد. بانکهای ما از دادن اطلاعات امتناع می کنند و نگرانند که مشتریان خوب خود را از دست بدهند. در صورتی که به اعتقاد من با تلاشی که صورت گرفته باید در طول این مدت اطلاعات به طور کامل داده می شد.

ما فرهنگ سازی دقیقی چه در خصوص آنانی که تسهیلات می گیرند و چه در خصوص کسانی که در این

من مشکل ما نداشتن داده‌های آماری، نداشتن مؤسسه‌های اعتبار سنجی و شفاف نبودن داده‌ها نیست، سوال این است که در کشورهایی چون مالزی، بنگلادش، اندونزی که مؤسسات رتبه‌سنجی در سطح ملی دارند، آیا تمام صورت‌های مالی شفاف است؟ مشکل اصلی ما در موضوع اعتبارسنجی، نداشتن محرک لازم است. به عنوان مثال تنها ابزار ما در بازار سرمایه اوراق مشارکت است با سود ثابت مشارکت و تعیین بانکی. بنابراین نه ریسکی وجود دارد و نه بازار ثانوی است، در این فضا چه نیازی به رتبه‌سنجی

ضمانت وزارت امور اقتصادی و دارایی محدود بوده است. سالیان سال، بنگاه‌های اقتصادی از منابع مالی که اروپایی‌ها برای توسعه صادرات پوشش بیمه‌ای می‌دهند و بانک‌های اروپایی با اشتیاق فراوان پروژه‌های ایرانی را تامین اعتبار می‌نمایند، پروژه‌ای که به عنوان مثال وزارت نیرو آنرا اجرا می‌کند، و وزارت اقتصاد و دارایی آنرا تضمین می‌کند. رتبه‌سنجی در کشور ما ضرورتی ندارد. حتی بنگاه‌های اقتصادی مانند شرکت ملی صنایع پتروشیمی، به اتکای صادرات خود تامین اعتبار می‌کنند فاقد رتبه اعتباری

**مهدی زاده:** همان بنگاه اقتصادی که گردش مالی بالایی دارد ممکن است سهمش در بورس باشد، ما چرا سهم را به بورس می‌بریم؟ قطعاً قصد ما فقط فاینانس کردن و گرفتن پول از بانک نیست، اگر آزاد بگذاریم، خود شرکت قادر به افزایش سرمایه خواهد بود تا از طریق افزایش سرمایه حق تقدم چاپ کند و آن را در بازار عرضه کند، متأسفانه شرکتی که سهم خود را به بورس آورده خریداری برای سهم آن وجود ندارد، چون شاخص‌های مالی که سهامداران مدنظر دارند، رعایت نمی‌کند. بعضی از شرکتها فکر می‌کنند که



است؟  
قانون بحث نهادهای بازار سرمایه و ابزارهای مالی اگر عملیاتی شود، آن وقت محرک لازم در فضای کشورمان به وجود خواهد آمد، مشکلاتی چون مسائل آماری و اطلاعات قابل حل هستند.  
به نظر می‌رسد که در بحث رتبه‌بندی به دلیل آنکه اجازه ندادیم ابزارهای بازار سرمایه توسعه پیدا کنند، بحث رتبه‌سنجی نیاز و ضرورت پیدا نکرده است.  
در پاسخ به این سوال که در تأمین منابع مالی جایگاه رتبه‌سنجی کجاست؟ باید بگویم: طبق تجربه من، تأمین منابع مالی در ایران و تسهیلات اعتبارات با

می‌باشند. هرچند رتبه‌سنجی می‌توانسته است در فرایند اعتبارسازی بنگاه‌های مذکور مفید واقع شود، ولی ضرورت و الزامی در آن نمی‌دیدند. تنها در یک مورد، وقتی بانک مرکزی ایران اوراق قرضه در بازار بین‌المللی منتشر کرد از رتبه‌سنجی استفاده کرده است. ما بنگاه اقتصادی داریم که ۵ میلیارد دلار گردش سالیانه دارد، ولی نمی‌تواند به اتکای خود ۳۰ میلیون دلار از بازارهای مالی بین‌المللی تأمین نماید رتبه‌سنجی بنگاه‌های اعتباری می‌تواند هویت و ریسک اعتباری بنگاه‌های مذکور را تعریف و دسترسی بنگاه‌های مذکور به نام مالی در بازار سرمایه را تسهیل نماید.

اگر سهم خود را وارد بورس کنند، دیگر مشکلی نخواهند داشت و اعتبار لازم را کسب کرده‌اند، این فکر اشتباه است.  
وقتی از بانک درخواست وام می‌کنیم با ما بخشنامه‌ای برخورد می‌شود، در نتیجه ممکن است شرکتی در بخش صنعت نتواند اعتبار را کسب کند، به همین دلیل شرکتی در بخش کشاورزی تأسیس می‌کند تا بتواند تسهیلات و اعتبار بگیرد و آن را به بخشی که دلخواهش می‌باشد، می‌برد. آیا مدیران بانک‌های ما، مدیران ریسک اعتباری هستند یا مدیران بخشنامه‌ای؟ اگر مدیران بانک‌ها مدیران بخشنامه‌ای باشند، حتی اگر سیستم

رتبه‌بندی هم داشته باشیم، کمکی به آنها نخواهد کرد؛ چون باید پول را بر مبنای بخشنامه تفکیک کند.

در مورد رتبه‌بندی هم باید بگویم در هیچ جایی به اندازه سیستم بانکی ما به انجام رتبه‌سنجی اعتباری تأکید نشده است. نرخ سود و یا هزینه تأمین مالی مشتری اعم از حقیقی یا حقوقی تابع رتبه اعتباری نیست، اگر نرخ سود و هزینه‌های مالی مشتری هم تابع رتبه اعتباری‌اش باشد، آن‌گاه درصد برمی‌آید که وضعیت اعتباری یا رفتار اعتباری خود را بهبود ببخشد. در بازار سرمایه هم مانند این مشکل وجود داشته است و هیچگاه غیر از سهام، ابزار دیگری در اختیار نداشته‌ایم، اوراق مشارکت ما بر اساس قانون، دو تضمین دارد که فضای رتبه‌بندی را از بین می‌برد و مهمترین آن، این است که سیستم بانکی تضمین بازخرید روی قیمت اسمی را دارد، به همین دلیل اوراق مشارکت ما در واقع ابزاری برای تأمین مالی نبوده است، ممکن است بانک مرکزی رقمهای درشت انتشار اوراق مشارکت را گزارش دهد، ولی اگر در کنار آن بازخرید اوراق مشارکت را مشاهده کنید متوجه می‌شوید که تأمین مالی صورت نگرفته است و بعضی از اوقات برای شرکت‌های دولتی که اجازه دریافت تسهیلات از بانک‌ها را نداشتند، انتشار اوراق مشارکت روشی برای دور زدن و دریافت وام شده است. کاری که ما در بازار سرمایه انجام داده‌ایم این است که اوراق مشارکتی از این پس در بورس پذیرفته خواهند شد که

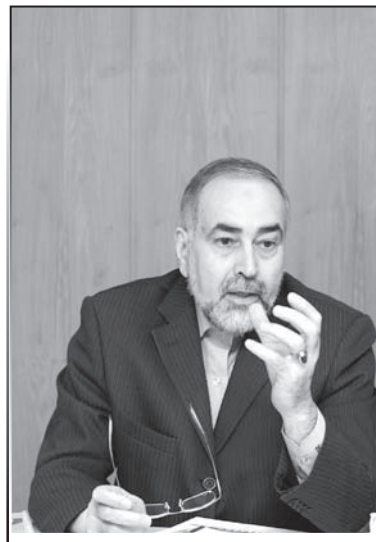
رتبه‌بندی هم داشته باشیم، کمکی به آنها نخواهد کرد؛ چون باید پول را بر مبنای بخشنامه تفکیک کند.

**سعیدی:** در مورد ۸ شرکتی که آقای کریم‌زادگان به آن اشاره کردند اگر مشکلی نداشتند به اعتقاد من علت آن در دو نکته است: اول اینکه این ۸ شرکت همه زیر مجموعه ایدرو بودند و شما هم از طریق مدیرعامل ایدرو وارد شدید، ضمناً شرکت‌های زیرمجموعه ایدرو صورت‌های مالی خوب و مناسبی دارند، دلیل دیگر اینکه شما متخصصان خوبی بودید که هر اطلاعاتی را که capital Intelligence نیاز داشت، به راحتی در اختیارش می‌گذاشتید.

**صباغ:** بله با صحبت آقای دکتر سعیدی موافقم، در ضمن اینکه اعتبارسنجی اغلب بحث بنگاه‌های اقتصادی بزرگ و معتبر است.

**سعیدی:** متأسفانه ما متوجه شدیم که شرکت‌های غیربورسی که زیر مجموعه هولدینگ‌های بزرگ دولتی نیستند مشکل دارند، حتی شرکت‌هایی که در بورس هستند از لحاظ صورت‌های مالی دچار مشکلاتی هستند، چنانکه یکی از بندهایی که دائماً در بورس اعلام می‌شود این است که شرکت بزرگی که سالهاست کار می‌کند، چرا گزارش‌های ۶ ماهه خود را به موقع آماده نکرده است؟

در مورد تنوع ابزار باید این نکته را یادآور شوم که علت این است که اقتصاد ما، بانک محور است و شما اگر جلسات دیگری هم برگزار کنید، ناخودآگاه بحث فاینانس شما به سوی بانک خواهد رفت. اگر هم قویترین بانکداران بین‌المللی که مهندسان مالی بسیار قوی هستند، در داخل سیستم بانکی ما بگذارید به هیچوجه نمی‌توانند از مدیران فعلی ما بهتر کار کنند؛ زیرا مدل بانک‌های ما بخشنامه‌ای است و حتی نحوه نگارش قراردادهای تسهیلات را بانک مرکزی به شما به عنوان مدیرعامل دیکته می‌کند، بنابراین



مهدی زاده:

**می‌بایستی حسابرس‌ها را نیز ارزیابی کرد؛ زیرا حسابرس‌ها جزو گروهی هستند که نمی‌توانند برای کارشان تبلیغ داشته باشند، بلکه اعتبارشان را از جامعه کسب می‌کنند.**

**بعضی از شرکتها فکر می‌کنند که اگر سهام خود را وارد بورس کنند، دیگر مشکلی نخواهند داشت و اعتبار لازم را کسب کرده‌اند، این فکر اشتباه است.**

**آیا مدیران بانک‌های ما، مدیران ریسک اعتباری هستند یا مدیران بخشنامه‌ای؟ اگر مدیران بانک‌ها، مدیران بخشنامه‌ای باشند، حتی اگر سیستم رتبه‌بندی هم داشته باشیم، کمکی به آنها نخواهد کرد؛ چون باید پول را بر مبنای بخشنامه تفکیک کنند.**

**رفتارهای ما نیازمند تغییر است و باید سعی کنیم از رفتارهای بخشنامه‌ای، دوری کنیم.**

**شاخص و اعتبار سنجی، زمانی معنا خواهد داشت که فضا رقابتی بوده و ریسک وجود داشته باشد.**

به عنوان یکی از اعضای کشورهای عضو اگو پیشنهاد داده ایم که در بورس‌های مجموعه کشورهای عضو اگو که خدمات خود را به شکل منطقه‌ای ارائه می‌دهند رتبه‌بندی ایجاد شود تا ریسک سیستمی بازار کاهش یابد.





سعیدی:

**اقتصاد ما، بانک محور است و شما اگر جلسات دیگری هم برگزار کنید، ناخودآگاه بحث فایننس شما به سوی بانک خواهد رفت.**

**در هیچ جا به اندازه سیستم بانکی ما، بر انجام رتبه‌سنجی اعتباری تأکید نشده است.**

**اوراق مشارکتی از این پس در بورس پذیرفته خواهند شد که توسط مؤسسه رتبه‌بندی اعتباری دارای مجوز از سازمان بورس به عنوان یک نهاد مالی تأیید شده، رتبه داشته باشند.**

**تمام ابزارهای بدهی شامل اجاره، استئنا، اوراق رهنی و ... باید رتبه اعتباری داشته باشند.**

**فضای تأمین مالی بسیار عالی با لحاظ کردن مشوق‌های مالیاتی در کشور فراهم شده است.**

**در آینده لازم است تمام شرکتی‌هایی که در بورس پذیرفته می‌شوند رتبه اعتباری کسب کنند.**

خود را به شکل منطقه‌ای ارائه می‌دهد رتبه‌بندی ایجاد شود تا ریسک سیستمی بازار کاهش یابد.

**مهدی زاده:** واقعا چه ضرورت‌هایی برای رتبه‌سنجی بنگاههای اقتصادی ایران وجود دارد. چرا بنگاههای اقتصادی می‌بایست مورد رتبه‌سنجی قرار گیرند، نقش رتبه‌سنجی در تامین منابع مالی (از منابع بانکی و غیربانکی) چیست؟ آیا بنگاههای اقتصادی ایران توانسته‌اند بدون رتبه‌سنجی از منابع بانکی بین‌المللی اعتبار دریافت کنند؟

**کریم زادگان:** در پاسخ باید عرض کنم رتبه‌بندی اعتباری بنگاههای اقتصادی ایران، پاسخ به یک ضرورت تاریخی است. به عبارت دیگر همان تحولات و منطبق تاریخی که پایه گذار موسسه‌های رتبه‌سنجی در دنیا شد، امروزه بحث رتبه‌سنجی اعتباری بنگاههای اقتصادی در ایران را به امری اجتناب‌ناپذیر تبدیل کرده است. گسترش بازارهای مالی، وابستگی روزافزون فعالیتهای اقتصادی به منابع مالی و اعتبارات بانکی، گسترش بازار اوراق قرضه و نیاز وام‌دهندگان برای حصول اطمینان از اعتبار وام‌گیرندگان، رتبه‌سنجی اعتباری را به عنوان یک پیش‌نیاز اصلی برای ورود به بازارهای مالی و سرمایه مطرح کرده است. به طور کلی رتبه‌سنجی اعتباری شاخصی است از:

- سودآوری و بینه مالی بنگاه
  - ریسک سرمایه‌گذاری در بنگاه
  - توانایی بنگاه در بازپرداخت اصل و سود وامهای دریافتی
- رتبه‌سنجی اعتباری ظرفیت بنگاههای اقتصادی را برای تامین مالی افزایش می‌دهد. روشهای تامین مالی هم عبارتند از:

اعتبارات بانکی شامل:

- ۱) تسهیلات اعتبارات صادراتی - به اتکای ضمانت دولتی ( Sovereign Guarantee - antee)، تسهیلات اعتباری به اتکای اعتبار بنگاه اقتصادی (Corporate Finance)، تسهیلات اعتباری پروژه محور (Boo, Bot) Project Finance
- ۲) انتشار اوراق قرضه و مشارکت (Bond,

توسط مؤسسه رتبه‌بندی اعتباری دارای مجوز از سازمان بورس به عنوان یک نهاد مالی تأیید شده، رتبه داشته باشد. بنابراین سعی کردیم این مقررات را ایجاد کنیم تا بستر لازم برای فعالیت این مؤسسات ایجاد شود. دومین کار ما این بوده است که تمام ابزارهای بدهی شامل اجاره، استئنا، اوراق رهنی و ... باید رتبه اعتباری داشته باشند. ما اوراق را طراحی کرده‌ایم و تنها معطل قانون مالیاتی آن بودیم، چون موضوع مالیات به خلق ابزارهای مالی جدید اجازه نمی‌دهد. این قانون سرانجام توسط شورای نگهبان تأیید شد و اکنون قابل اجراست. بنابراین فضای تأمین مالی بسیار عالی با لحاظ کردن مشوق‌های مالیاتی در کشور فراهم شده است، که تمام اینها به رتبه‌بندی اعتباری نیاز دارند. در نهایت مجموعه بازار سرمایه در حال حاضر در فضایی قرار دارد که تلاش ۳ساله‌ای برای ایجاد رتبه‌بندی اعتباری در آن انجام شده است و از روز اول سعی می‌کردیم که یک موسسه بین‌المللی در کنار یک نهاد متخصص ایرانی شکل بگیرد که این رتبه‌ها بیرون از مرزهای ایران نیز اعتبار داشته باشد.

در خصوص این موضوع که چرا یک سهمی در بورس فروش نمی‌رود، نیاز است توضیحاتی ارائه شود و به دنبال این هستیم که بانک‌ها و همچنین سایر شرکتها در شرایط پذیرش خود، داشتن رتبه اعتباری را وارد کنند، ولی در واقع چون هنوز رتبه‌بندی‌های اعتباری ما شکل نگرفته و دوره آزمایشی خود را طی نکرده‌اند، از قرار دادن این مقررات فعلا صرف‌نظر کردیم. البته در برنامه‌های آینده لازم است تمام شرکتی‌هایی که در بورس پذیرفته می‌شوند رتبه اعتباری کسب کنند. تا جایی که در جریان هستم در بعضی از کشورها، بانک‌ها در صورتی می‌توانند سپرده بپذیرند که از سه نهاد معتبر بین‌المللی رتبه داشته باشند. بنابراین بانک‌ها، لیزینگ‌های بزرگ و مؤسسات مالی - اعتباری در کشورها با داشتن رتبه اعتباری کار خود را انجام می‌دهند.

ما به عنوان یکی از اعضای کشورهای عضو اوکوپیشنهاد داده‌ایم که در بورس‌های مجموعه کشورهای عضو اوکو که خدمات





جلیلی:

**دوستان اشاره کردند که محرک لازم برای ایجاد فضای رتبه‌بندی در کشور وجود ندارد، اما خوشبختانه در نظام بانکی این موضوع صادق نیست و رتبه‌بندی در این سیستم ضروری است.**

**تجربه در دنیا نشان داده است که مرحله رشد و تکامل این سیستم‌ها (گزارشگری اعتباری) به ۷-۵ سال زمان نیاز دارد و ما خوشبختانه در ایران طی ۳ سال، این مسیر را طی کرده‌ایم.**

**شاید لازم باشد مانند بسیاری دیگر از کشورها صورت چهارمی را به صورت‌های مالی خود اضافه کنیم و در کنار ترازنامه، سود و زیان و صورت وجه نقد، صورت ارزش افزوده را درج کنیم.**

**باید فرهنگ سازی کنیم تا شرکتهای ما علاوه بر صورت‌های مالی که بیانگر وضعیت حسابداری ایشان است، وضعیت اقتصادی خود را نیز منعکس کنند.**

### (Participation Bond

۳) عرضه سهام بنگاه اقتصادی (Equity Market)

۴) مشارکت (سرمایه‌گذاران داخلی و بین‌المللی).

در زمینه ارتباط رتبه‌سنجی اعتباری و تامین اعتبار باید عرض کنم که تسهیلات اعتبار صادراتی (Export Credit Facility) بر مبنای ضمانت کشوری (Sovereign Guarantee) وزارت امور اقتصادی و دارایی، سیستم بانکی، بنگاههای اقتصادی (وزارتخانه ذی‌ربط) نیازی به رتبه‌سنجی اعتباری ندارد.

اما در زمینه تامین مالی بر مبنای اعتبار بنگاه اقتصادی (Corporate Credit)، تامین مالی بر مبنای عواید پروژه (Project F-nance)، بحث اعتبار سنجی اهمیت پیدا می‌کند.

همچنین در انتشار اوراق قرضه و یا مشارکت (Sukuk) در بازارهای منطقه‌ای و بین‌المللی، رتبه‌سنجی اعتباری یک پیش‌نیاز است.

بنابراین رتبه‌سنجی اعتباری یکی از پیش‌نیازهای اصلی در فرایند تامین مالی و اعتبارسازی بنگاههای اقتصادی است. همچنین اعتبارسنجی بنگاههای اقتصادی را می‌بایست یک سرمایه‌گذاری (در مسیر اعتبارسازی) تلقی کرد که بازدهی آن در یک فرایند اعتبارسازی قابل ارزیابی خواهد بود.

علاوه بر اینها رتبه‌سنجی اعتباری بنگاه اقتصادی را در مسیر جدیدی از شفافیت اطلاعاتی و تنوع بخشی به منابع تامین مالی و عدم اتکا به سیستم‌ها و ضمانت‌های دولتی جهت تامین مالی قرار می‌دهد.

جلیلی: دوستان اشاره کردند که محرک لازم برای ایجاد فضای رتبه‌بندی در کشور وجود ندارد، اما خوشبختانه در نظام بانکی این موضوع صادق نیست و رتبه‌بندی در این سیستم ضروری است و حتی امروز که ما به آن پرداخته‌ایم هنوز ۳۰ سال عقب هستیم و خوشبختانه به تازگی گامهای خوبی

در این مسیر برداشته‌ایم و در یک سال گذشته ۲/۵ میلیون اطلاعات قابل اعتماد داریم به معنای اینکه تمام تسهیلاتی که از ابتدای سال ۸۸ توسط بانک‌ها پرداخت شده علی‌رغم تنوع سیستم بانک‌های ما جمع شده‌اند؛ زیرا پروتکلی برای فرمت دریافت اطلاعات قرار داده‌ایم که هر اطلاعاتی وجود داشته باشد با Covertor ها قابل تبدیل و قابل استفاده هستند. در مورد خروجی کارهایی که انجام شده باید بگویم در چند ماه گذشته بیش از ۳۰۰ هزار اعلام از این سیستم در سطح شعب گرفته شده است، اما در این مورد نیازمند فرهنگ‌سازی و آموزش بیشتر هستیم، در این سیستم ۵ نوع گزارش اعتباری ارائه می‌شود که دقیقاً مانند گزارشهای مالی، کارکردهای خودشان را دارند و فقط کارمندان و استفاده‌کنندگان را آموزش حرفه‌ای می‌دهیم. لازم به ذکر است که به این سیستم نام گزارشگری اعتباری را اطلاق کرده‌ایم به این معنا که این گزارشها در اختیار استفاده‌کننده قرار می‌گیرد، حال اینکه تصمیم‌گیرنده (کارمند یا مدیر اعتباری) می‌تواند تصمیم نهایی بگیرد یا نیازمند کمک بیشتری است و اگر ما این گزارشها را با مدل‌های اعتبار سنجی، به امتیاز تبدیل کنیم، خیلی بهتر خواهد بود. بنابراین این سیستم به راه افتاده و باید بدانیم که مراحل تکامل آن تدریجی است و برای نهادینه شدن آن، نیازمند کارهای فرهنگ‌سازی هستیم، تجربه در دنیا نشان داده است که مرحله رشد و تکامل این



در چند سال گذشته تعهدات بدهی متکی به وثیقه تبدیل به ابزار مطلوبی برای سرمایه‌گذاران شد، اما بسیاری از ابزارهای مالی متکی به مطالبات رهنی با ریسک اعتباری بالا بودند و این نقطه آغاز بحران بود.





### صباغ:

**بنده مهمترین مشکل را در دایره‌های مدیریت ریسک می‌دانم که در بانک‌های ما به وجود آمده‌اند.**

**ما فرهنگ‌سازی دقیقی چه در خصوص آنانی که تسهیلات می‌گیرند و چه در خصوص کسانی که در این حوزه در بانک‌ها کار می‌کنند، نداریم.**

**ما اعتقاد داریم در هر کشوری باید نظام سنجش اعتبار بر پایه آنچه که در آن کشور وجود دارد سازگار شود.**

**نداشتن رتبه‌بندی شفاف در بازار سرمایه باعث می‌شود که بعضی از شرکتها قادر به جذب سرمایه نباشند و یا اینکه کارگزاران نتوانند سهام را به راحتی مبادله کنند.**

**بانک‌های ما از دادن اطلاعات امتناع می‌کنند و نگرانند که مشتریان خوب خود را از دست بدهند.**

مردم نیست. بنابراین رفتارهای ما نیازمند تغییر است و باید سعی کنیم از رفتارهای بخشنامه‌ای دوری کنیم. شاخص و اعتبار سنجی زمانی معنی خواهد داشت که فضا رقابتی و ریسک وجود داشته باشد.

**کریم زادگان:** وقتی بانک‌ها مورد ارزیابی رتبه سنجی قرار می‌گیرند، یکی از عناصر این است که مدیریت ریسک در چه وضعی است؟ امروز کارشناسان و مدیران ریسک در بانک‌های خصوصی و یا حتی غیر خصوصی مظلوم واقع شده‌اند و نقش ایشان به عنوان تصمیم‌ساز جا نیفتاده است، ولی این راه باز خواهد شد. یکی از محرک‌هایی که در سیستم ما ایجاد شده این است که، آیا ما می‌خواهیم با سیستم و استانداردهای «بازل» پیوند بخوریم؟ آیا سیستم بانکی ما می‌خواهد که در یک پیوند جهانی منطبق شود؟ اگر چنین باشد خود به عنوان یک عامل محرک ثانوی بحث مدیریت ریسک را در بانک‌ها جلو خواهد برد.

**مهدی زاده:** ممنون می‌شوم که آقای کریم زادگان در مورد نقش موسسه‌های اعتبارسنجی و نیز چگونگی نظارت بر این‌گونه موسسه‌ها، نظر خود را بیان فرمایند.

**کریم زادگان:** در خصوص چگونگی نظارت بر موسسه‌های اعتبارسنجی، فکر می‌کنم آقای دکتر سعیدی از سازمان بورس و اوراق بهادار باید اظهارنظر نمایند و اصولاً این موضوع ابعاد بسیاری دارد که شاید لازم باشد میزگرد مستقلی در این زمینه با حضور نمایندگان سازمان بورس و اوراق بهادار و دیگر صاحب‌نظران تشکیل شود.

اما در خصوص نقش موسسه‌های اعتبارسنجی در بحران اخیر بازارهای بین‌المللی سرمایه، وقتی نشانه‌های اولیه بحران ظاهر شد، موسسه‌های اعتبارسنجی از موج انتقادات از عملکرد بانکها در امان ماندند، اما با گسترش دامنه بحران و وخیم تر شدن شرایط بازارهای سرمایه، این وضعیت تغییر کرده و سازمانهای ناظر و سرمایه‌گذاران به تدریج نگاهشان را به

سیستم‌ها (گزارشگری اعتباری) ۷-۵ سال زمان نیاز دارد و ما خوشبختانه در ایران طی ۳ سال این مسیر را طی کرده‌ایم. در مورد مدیریت خلق ارزش افزوده که دوستان به آن اشاره کردند باید به این نکته توجه کنیم که ارزش اقتصادی در اطلاعات حسابداری ما منعکس نمی‌شود و شاید لازم باشد مانند بسیاری دیگر از کشورها صورت چهارمی را به صورت‌های مالی خود اضافه کنیم و در کنار ترازنامه، سود و زیان و صورت وجه نقد، صورت ارزش افزوده را درج کنیم. باید فرهنگ سازی کنیم تا شرکتهای ما علاوه بر صورت‌های مالی که بیانگر وضعیت حسابداری ایشان است، وضعیت اقتصادی خود را نیز منعکس کنند، این موضوع یک پیش‌نیاز مهم در موضوع رتبه‌بندی است؛ زیرا اغلب در این حوزه نگرش اقتصادی وجود دارد و بیشتر به وجه اقتصادی عملکرد بنگاهها توجه می‌شود.

**مهدی زاده:** به تازگی بحث سیستم مدیریت خلق ارزش (Value base Ma - agement System) را در ایران شروع کرده‌ایم که بیشتر موضوع Economic value added را مدنظر دارد و آقای دکتر جلیلی درست می‌فرمایند که گزارشهای مالی وارد این مباحث نمی‌شوند، در صورتی که اینها پایه Rating هستند، آقای دکتر صباغ به موضوع سود عادلانه اشاره کردند که چگونه باید شاخص‌های تعیین سود عادلانه مشخص شوند؟ حتی تا جایی که می‌دانید گزارشهای مالی تا مدتی EPS شرکت را ذکر نمی‌کردند، در صورتی که EPS به عنوان یک شاخص مالی مورد استفاده قرار می‌گیرد. مشکل دیگر ما این است که گاهی به درستی از شاخص‌ها استفاده نمی‌کنیم. نکته دیگر اینکه وقتی بانک‌ها قصد دادن اعتبار را دارند. اعتبار بر مبنای فاینانس پروژه محور نمی‌دهند، بلکه از مشتری خود Colatral از جمله ملک و خانه سراغ می‌گیرند در صورتی که اگر بانک مدیریت ریسک پروژه را برعهده گیرد، دقت بیشتری در کارش خواهد داشت. بانک‌های خارجی معتقدند که کارشان نگهداری خانه و ملک





### کریم زادگان:

**نباید فکر کنیم که استانداردهای ما در تهیه صورتهای مالی از دیگر کشورها عقبتر است، اتفاقاً سیستمهای حسابداری ما در بنگاههای بزرگ به استانداردها نزدیک هستند.**

**در کشورهایی چون مالزی، بنگلادش، اندونزی که مؤسسات رتبه‌سنجی در سطح ملی دارند، آیا تمام صورتهای مالی شفاف است؟**

**چنانچه قانون مربوط به نهادهای بازار سرمایه و ابزارهای مالی عملیاتی شود، در آن صورت محرک لازم در فضای کشورمان به وجود خواهد آمد.**

**یکی از محرکها این است که آیا سیستم بانکی ما می‌خواهد با مقتضیات جهانی منطبق شود؟ این عامل به عنوان یک عامل محرک ثانوی بحث مدیریت ریسک را در بانکها جلو خواهد برد.**



نقش این گونه موسسه‌ها در ایجاد بحران معطوف نمودند.

موسسه‌های اعتبارسنجی قرار است که ریسک اعتباری بنگاههای اقتصادی و سایر سازمانهای انتشاردهنده ابزار بدهی نظیر اوراق قرضه شرکتی و دولتی را ارزیابی نمایند به گونه‌ای که سرمایه‌گذاران (خریداران اوراق قرضه)، بانکها و دستگاههای نظارت و سایر ناظران بازار بتوانند این ارزیابی‌ها را برای سنجش ریسک اعتباری مورد استفاده قرار دهند. درحقیقت میلیاردها دلار اوراق بهادار (ابزارهای مالی بدهی) بر مبنای ارزیابی موسسه‌های اعتبارسنجی انتشار یافته و خریداری می‌شود. در صورتی که درجه اعتباری یک بنگاه اقتصادی تنزل نماید، سهامداران یا سعی می‌کنند از شر سهام خود خلاص شوند و یا اینکه فشار می‌آورند که بنگاه اقتصادی مدیران خود را تعویض کرده و خط مشی‌های جدیدی اتخاذ کند. اما موسسه‌های رتبه‌سنجی علاوه بر ارزیابی ریسک اعتباری اوراق قرضه در زمینه ابزارهای مالی با ساختارهای ویژه نظیر تعهدات بدهی متکی به وثیقه (CDO) نیز خدمات ارزیابی ارائه می‌دهند. این ابزارها پرتفولیوهای پیچیده‌ای از اوراق بهادار با بازدهی ثابت هستند که متکی به زیرشاخه‌های مختلفی‌اند به گونه‌ای که هر زیرشاخه به اموال و دارایی‌های با درجه ریسک اعتباری متفاوت متکی است. این همان ورطه‌ای بود که موسسه‌های اعتبارسنجی را گرفتار کرد. طی چند سال گذشته تعهدات بدهی متکی به وثیقه (CDO) تبدیل به ابزار مطلوبی برای سرمایه‌گذاران شد، اما بسیاری از این ابزارهای مالی متکی به مطالبات رهنی با ریسک اعتباری بالا بودند و این نقطه آغاز بحرانی فراگیر شد که دامنه آن بانکها و مؤسسات مالی را در سطح جهانی فراگرفته است.

نقش موسسه‌های اعتبارسنجی در ایجاد بحران از دو جنبه قابل بررسی است: اول اینکه موسسه‌های اعتبارسنجی حق‌الزحمه خود را از موسسه‌های انتشاردهنده ابزار بدهی (اوراق بهادار) و یا سازمانهای طراح ابزار مالی نظیر CDO دریافت می‌کنند. از نقطه نظر منتقدان

این بدان معنی است که این موسسه‌ها نمی‌توانند ارزیابی دقیقی و بی‌طرفانه‌ای از ریسک‌های احتمالی ابزار مالی داشته باشند. دومین نکته مورد اشاره منتقدان آن است که متدولوژی اعتبارسنجی و گروه بندی CDOها به گونه‌ای است که امکان اینکه سرمایه‌گذاران بتوانند میزان واقعی ریسک این ابزار مالی را تشخیص دهند فراهم نمی‌سازد. رتبه‌های اعتباری با درجه AAA اعطا شده توسط موسسه‌های رتبه‌سنجی به ابزار مالی پیچیده این تلقی را در سرمایه‌گذاران ایجاد کرده است که این ابزار مالی از هر نوع ریسکی مصون هستند، اما معلوم شد که در واقع تمامی اوراق بهادار با درجه اعتباری AAA لزوماً از اعتبار همسانی برخوردار نیستند. آنچنان که در بحران مالی اخیر نشان داده شد، ابزار مالی با ساختار ویژه به گونه‌ای متفاوت با اوراق قرضه متعارف بنگاههای اقتصادی رفتار می‌کند.

بدیهی است یکی از نتایج بحران مالی اخیر در بازارهای بین‌المللی سرمایه آن بود که دستگاههای نظارت نحوه نظارت بر موسسه‌های اعتبارسنجی و بویژه موضوع تضاد منافع را مورد تجدیدنظر قرار دهند. موسسه‌های اعتبارسنجی نیز تجدیدنظر در روشها و برخی از مدل‌های اعتبارسنجی را در رشته کار خود قرار داده‌اند. با وجود این اشتباه خواهد بود اگر مقرر شود به لحاظ بحران مالی رتبه‌سنجی اهمیت خود را از دست داده است، برعکس برخی از موسسه‌های رتبه‌سنجی که با ما در ارتباط بوده‌اند معتقدند که بحران اخیر، اهمیت و نقش موسسه‌های اعتبارسنجی را به مراتب بیشتر نشان داده است.

**تدبیر:** باسپاس فراوان از صاحب‌نظران، مدیران و کارشناسان محترم شرکت‌کننده در بحث، امید است مباحث این میزگرد که در دو شماره تقدیم علاقه‌مندان بویژه مدیران بنگاهها و سازمانها شد، به عنوان یک فتح باب در اهمیت و ضرورت اعتبارسنجی و رتبه‌بندی تلقی شده و در تصمیم‌گیری‌های مدیران ما برای حضور در صحنه اقتصاد و بازارهای جهانی سودمند واقع شود. □