

## نگاهی به روش‌ها و ابزارهای تأمین مالی؛ با تأکید بر بازار بدهی

منوچهر مصطفی پور

کارشناس ارشد علوم اقتصادی، معاونت امور اقتصادی وزارت امور اقتصادی و دارایی

mostafapour@gmail.com

استفاده از ابزارهای بازار بدهی یکی از مهم‌ترین روش‌های تأمین مالی در کشورهای توسعه یافته می‌باشد. برای این منظور اوراق متنوع بدهی با سررسیدهای زمانی کوتاه‌مدت، میان‌مدت و بلندمدت پیش‌بینی شده که این اوراق در بازارهای داخلی کشورها یا در بازارهای بین‌المللی عرضه می‌شود. اقتصاد ایران به طور عمده متکی بر منابع و تسهیلات بانکی است که این امر ضمن وارد نمودن فشار بر منابع بانک‌ها و محدود کردن توان آنها در انجام بهینه فعالیت‌های بانکی، موجب می‌شود استفاده از ظرفیت‌های عظیم بازارهای سرمایه مغفول بماند. طی یک دهه اخیر بازار سرمایه جایگاه مناسبی در تأمین مالی کشور پیدا کرده است، هر چند که تا رسیدن به جایگاه مطلوب فاصله زیادی وجود دارد. موارد استفاده از ابزارهای بازار بدهی به عنوان بخشی از بازار سرمایه و جایگزینی برای بازار پول در کشور برای تأمین مالی محدود بوده و در ضمن بازار مشخصی برای وجود نداشته است. قانون رفع موانع تولید رقابت‌پذیر و ارتقای نظام مالی کشور زمینه استفاده از ابزارهای بازار بدهی را برای بخش دولتی و خصوصی به صورت گسترده فراهم نموده است. با این حال برای شکل‌گیری منسجم این بازار به ویژه برای کمک به تأمین مالی بخش خصوصی مقدماتی لازم است که هنوز عملی نشده است.

واژه‌های کلیدی: بازار بدهی، تأمین مالی، اوراق مشارکت

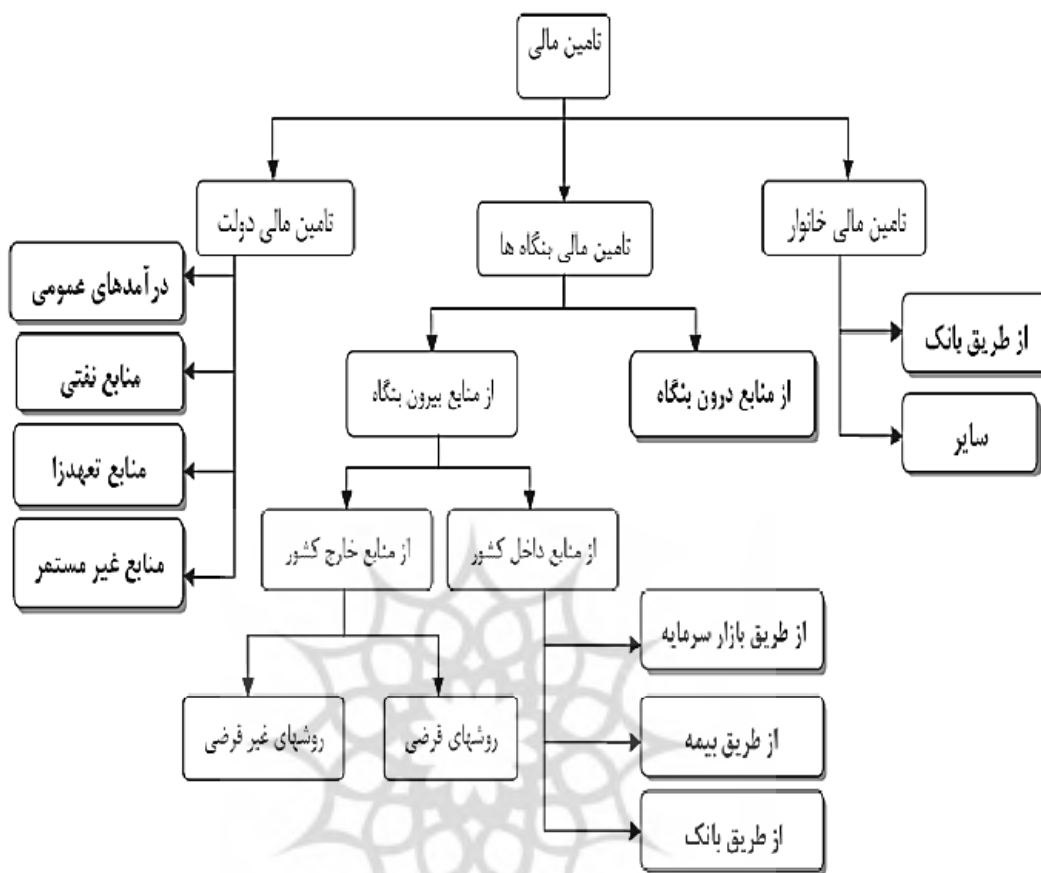
## ۱. مقدمه

تأمین مالی برای اجرای پروژه‌های زیربنایی و بهره‌برداری از محصولات و خدمات حاصل از آنها در حال حاضر به عنوان یکی از مهمترین چالش‌های پیش روی کشورها به ویژه در کشورهای در حال توسعه محسوب می‌شود. از آنجا که معمولاً در کشورهای در حال توسعه اجرای پروژه‌های بزرگ بر دوش دولت‌ها قرار دارد، از این ناحیه فشار زیادی بر روی بودجه دولت‌ها وارد می‌شود. لذا دولت‌ها ناچار هستند همانند یک بنگاه اقتصادی به روش‌ها و ابزارهای مختلف در پی جذب منابع مالی مورد نیاز خود باشند. روش‌ها و ابزارهای گوناگونی برای تأمین مالی وجود دارد که هر کدام دارای ویژگی‌ها و خواص مربوط به خود است و بسته به نیازها، توان مالی، شرایط سرمایه‌گذاری و میزان ریسک آن، این ابزارها و روش‌ها تبیین و به کار گرفته می‌شوند. گزارش حاضر روش‌ها و ابزارهای مختلف تأمین مالی را به طور اجمالی مورد بررسی قرار می‌دهد و با توجه به این که استفاده از ظرفیت‌های بازار بدهی برای تأمین مالی، به ویژه با تصویب قانون رفع موانع تولید رقابت‌پذیر و ارتقای نظام مالی کشور، در دستور کار دولت قرار گرفته، تمرکز بیشتری بر بازار بدهی به عنوان بخشی از بازار سرمایه می‌نماید.

## ۲. انواع روش‌های تأمین مالی

در تأمین مالی پروژه‌ها با توجه به نوع پروژه و صنعت مرتبط با آن، حجم مالی و زمان مورد نیاز در نظر گرفته شده برای پروژه، شرایط کشور میزبان پروژه از نظر امنیت سیاسی، اقتصادی و قوانین موجود در آن، میزان حساسیت پروژه در آن کشور می‌توان روش‌های مختلفی را برای تأمین مالی پروژه متصور شد.

همانطور که در نمودار ۱ مشاهده می‌شود، متقاضیان منابع مالی را می‌توان به سه دسته خانوارها، بنگاه‌ها و دولت تقسیم‌بندی نمود. منابع تأمین مالی دولت را می‌توان همانند بنگاه به دو دسته کلی منابع داخلی و منابع خارجی دسته‌بندی کرد. منابع خارجی تأمین مالی شامل روش‌های استقرایی و غیراستقرایی می‌شود که هر کدام شقوق مختلفی دارند. بازارهای مالی داخلی به طور عمده شامل بازار سرمایه، بازار پول و بازار بیمه می‌باشد.



نمودار ۱. دیاگرام منابع و متقاضیان تأمین مالی و بازارها و ابزارهای تجهیز منابع مالی

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
رتال جامع علوم انسانی

## ۱-۲. بازار سرمایه و ساختار آن

«بازار بدهی» در کنار «بازار سهام» و «بازار مشتقات» سه رکن اصلی بازار سرمایه را تشکیل می‌دهند. در واقع هدف بازار سرمایه تنظیم عرضه و تقاضای وجوه و ایجاد مکانیزمی برای تأمین مالی عمدتاً میان‌مدت و بلندمدت مخارج بخش خصوصی و دولتی است و عموماً دوره زمانی یک سال و بیشتر را در برمی‌گیرد. به طور کلی معاملات بازار سرمایه شامل دو گروه معاملات اوراق دارایی یا سهام و اوراق بدهی یا اوراق قرضه می‌شود.

بازار سرمایه از یک منظر دیگر به دو بازار اولیه و ثانویه تقسیم‌بندی می‌شود که در بازار اولیه، سهام و اوراق قرضه تازه منتشر شده مستقیماً از سوی دولت و یا شرکت‌ها عرضه می‌شود و چنانچه

ارزش واقعی بالاتر از ارزش اسمی باشد، مابه‌التفاوت آن به عنوان سود عاید دولت یا شرکت منتشرکننده می‌شود. در بازار ثانویه سهام و اوراق قرضه برای خرید و فروش مجدد بین صاحبان و خریداران مورد معامله قرار می‌گیرد.

جدول ۱ به طور خلاصه ابزارهای روش تأمین مالی مبتنی بر بدهی، ویژگی‌ها و منتشرکننده‌های هر کدام از ابزارها را نشان می‌دهد.

جدول ۱. ابزارهای روش تأمین مالی مبتنی بر بدهی، ویژگی‌ها و منتشرکننده‌ها

منتشرکننده	ویژگی‌ها	بازار	
دولت، بنگاه‌ها	تعهدات بلندمدت با روش‌های مختلف پرداخت‌های ثابت	اوراق قرضه	بلندمدت
بنگاه‌ها	اوراق قرضه قابل تبدیل با شرایط از پیش تعیین شده	اوراق بهادار قابل تبدیل	
نهادهای مالی، بنگاه‌ها	دریافتی‌های تبدیل شده به اوراق بهادار با پرداختی‌های معین آتی	اوراق با پشتوانه دارایی <sup>۱</sup>	
بنگاه‌ها	ترکیبی از بدهی و سهام	سهام ترجیحی، بدهی بدون حق تقدم <sup>۲</sup>	
دولت	تعهدات میان‌مدت	اسناد بدهی <sup>۳</sup>	میان‌مدت
بنگاه‌ها	ابزارهای میان‌مدت با نرخ بهره براساس لایبور یا سایر شاخص‌ها	اسناد دارای نرخ شناور	
دولت	تعهدات کوتاه‌مدت	اسناد خزانه <sup>۴</sup>	کوتاه‌مدت
بنگاه‌ها	ابزارهای بدهی کوتاه‌مدت	اوراق تجاری <sup>۵</sup>	
بانک‌ها	ابزارهای بدهی کوتاه‌مدت	گواهی سپرده	

مأخذ: DAR KUVIEN , Financial Markets, page 12

1. Asset-backed securities
2. subordinated debt
3. Notes
4. Bills
5. Commercial paper



نمودار ۲.۲. دیگرام ابزارهای تأمین مالی اسلامی مبتنی بر بدهی

## ۲-۲. مقایسه بازار پول و بازار بدهی

بازار بدهی در مقایسه با نظام بانکی دارای دو مزیت عمده است: اولاً به دلیل وجود بازار ثانویه و ایجاد نقدشوندگی، تمایل سرمایه‌گذاران برای تأمین مالی شرکت‌ها افزایش یافته و این امر می‌تواند باعث کاهش هزینه تأمین مالی بنگاه‌ها در مقایسه با نظام بانکی شود. ثانیاً، یکی از اصلی‌ترین کارکردهای هر بازار که همان تعیین قیمت به عنوان یک سیگنال بسیار مهم اقتصادی است، توسط بازار بدهی اجرا می‌شود. در بازار بدهی، در هر لحظه، با توجه به چشم‌انداز آتی سودآوری شرکت، میزان عرضه و تقاضای سرمایه‌گذاران اوراق تغییر می‌کند و متناسب با آن قیمت اوراق کاهش یا افزایش می‌یابد. با کاهش یا افزایش قیمت اوراق، بازدهی تا سررسید اوراق تغییر می‌کند. در بازار بدهی، با تغییر قیمت اوراق و متعاقباً تغییر نرخ بازدهی تا سررسید اوراق مختلف، تنها شرکت‌های با چشم‌انداز رشد و سودآوری مثبت امکان تأمین مالی ارزان پیدا می‌کنند. این در حالی است که در نظام تأمین مالی بانکی، تنها عامل تعیین‌کننده در تصمیم برای سرمایه‌گذاری یا عدم

سرمایه‌گذاری و نیز نرخ سود وام، ارزیابی کارشناسان اعتباری بانک است. طبیعتاً در چنین ساختاری، همواره ریسک تحلیل نادرست و ناکامل از سوی کارشناسان اعتباری و نیز احیاناً فساد و تبعیض در اعطای تسهیلات وجود دارد. در واقع، اگر شرکت سابقه سودآوری مناسب و چشم‌انداز خوبی از نگاه سرمایه‌گذاران داشته باشد می‌تواند بدون درگیر شدن با نظام بانکی، اقدام به تأمین مالی از طریق بازار بدهی کند که بسیار کم‌هزینه‌تر است.

### ۲-۳. مقایسه بازار سهام و بازار بدهی

بازار سهام و بدهی هر دو از جمله ارکان اصلی بازار سرمایه محسوب می‌شوند که می‌توانند به منظور تأمین مالی از آنها استفاده شود. با این حال، مطالعات نشان می‌دهد بازارهای سهام عمدتاً برای فعالیت‌های نوآورانه، صنایع دانش‌بنیان و به طور کلی صنایع با دارایی‌های فیزیکی اندک گزینه ایده‌آل تأمین مالی محسوب می‌شوند و در مقابل، بازارهای بدهی، برای تأمین مالی شرکت‌های بزرگ و با حجم دارایی‌های فیزیکی بالا مناسب‌ترین گزینه هستند. دلیل این تمایز امکان استفاده از دارایی‌های ملموس و فیزیکی به عنوان وثیقه است که در تأمین مالی چه از طریق بازار بدهی و چه از طریق نظام بانکی نقش مهمی دارد و از این جهت وجه مشترک بازار بدهی و نظام بانکی است.

#### جدول ۲. ویژگیهای بازار بدهی و بازار سهام

بازار بدهی	بازار سهام
غیرشفاف	شفاف
تضمین شده	بدون تضمین
با هدف سرمایه‌گذاری	با هدف مشارکت در ریسک
دوجانبه	بی‌نام
معاملات با میانگین بزرگ	معاملات با میانگین کوچک

Source: BIS Working Papers, No 479, January 2015

### ۲-۴. تجربیات جهانی

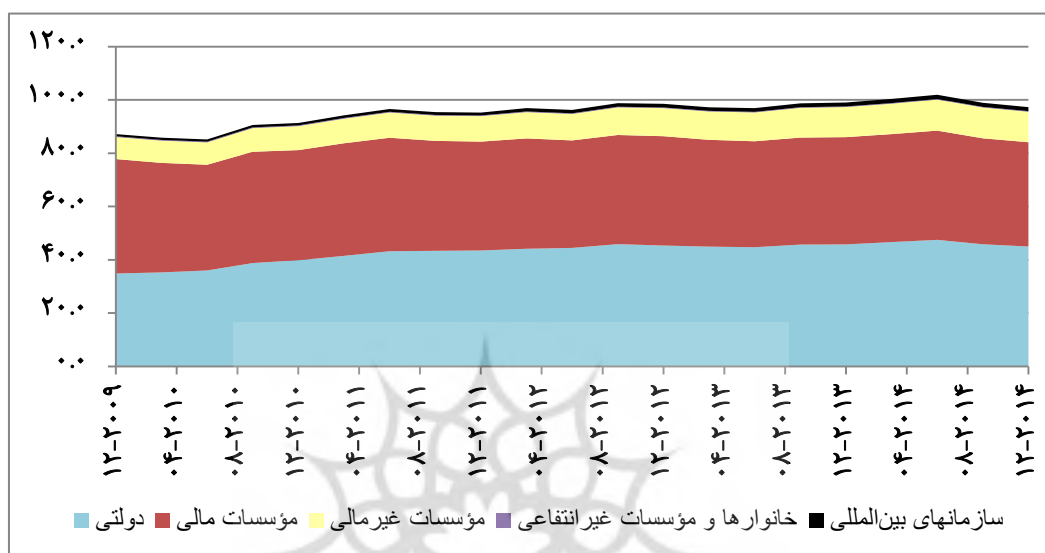
با توجه به این که در ایران استفاده از ابزارهای بازار بدهی در مراحل اولیه خود قرار دارد، لذا می‌توان از تجارب سایر کشورها در جهت توسعه بازار بدهی کشور استفاده نمود.

## ۲-۴-۱. روند توسعه بازار بدهی در جهان

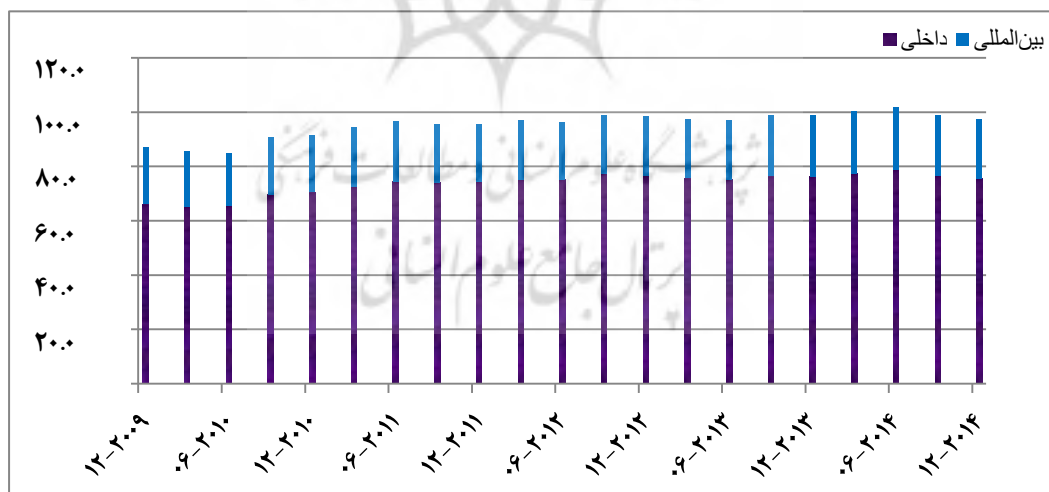
شاخص عمق مالی (نسبت مانده تسهیلات اعطایی، اوراق بدهی و سهام منتشر شده به GDP) در کشورهای توسعه یافته بسیار بالاتر از اقتصادهای نوظهور است. با این حال، عمق مالی بالا نشان‌دهنده شیوه تأمین مالی یکسان در کشورها نیست. برای مثال، حدود نصف عمق مالی ژاپن به دلیل اوراق بدهی عظیم منتشر شده از سوی دولت این کشور است. در اروپای غربی، تأمین مالی بیشتر متکی بر اخذ تسهیلات بانکی است و در اقتصادهای نوظهور، وام‌های بانکی و سهام بیشترین منابع تأمین مالی را تشکیل می‌دهند. انگیزه تأمین بودجه بخش عمومی و پرهیز از تسلط سیاست‌های مالی بر سیاست‌های پولی یکی از دلایل اصلی توسعه بازارهای بدهی در کشورهای صنعتی است.

روندهای جهانی توسعه بازار بدهی نشان می‌دهد که اکثر اقتصادهای نوظهور مانند مالزی، برزیل و کره جنوبی نیز از سال ۱۹۹۷ میلادی به سوی توسعه بازار بدهی و انتشار اوراق بدهی متمایل شده‌اند. به طوری که حجم اوراق بدهی محلی کره جنوبی در پایان سال ۲۰۱۴ میلادی ۱۵۰۰ میلیارد دلار بوده است و مانده اوراق بدهی محلی منتشرشده توسط چین نیز در همین سال ۴۷۰۰ میلیارد دلار بود. در کره جنوبی، بازار بدهی بیشترین سهم را از بازارهای مالی این کشور دارد و بعد از آن بازارهای سهام و پول در مراتب بعدی قرار می‌گیرند. حدود یک‌سوم از بازار بدهی این کشور برای تأمین مالی شرکتی مورد استفاده قرار می‌گیرد. در کشورهای مالزی و کره جنوبی تقریباً یک‌سوم بازار بدهی محلی به تأمین مالی شرکت‌ها اختصاص دارد. این عدد برای کشور چین ۲۲ درصد است. این سه کشور در مجموع ۷۲ درصد از کل بازار بدهی داخلی کشورهای نوظهور را در سال ۲۰۱۰ میلادی به خود اختصاص داده‌اند. بازار بدهی مالزی در دهه ۱۹۷۰ میلادی پایه‌گذاری شد. در این دهه دولت مالزی از این اوراق به منظور تأمین مالی بودجه عظیم خود استفاده می‌کرد. در ترکیه بازار بدهی در جایگاه سوم بعد از بازارهای پول و سهام قرار می‌گیرد (با سهمی ۲۰ درصدی) و تأمین مالی شرکتی در این بازار سهم ۲ درصدی دارد. بازارهای بدهی کشورهای هند و ژاپن نیز عمدتاً در خدمت تأمین مالی دولت قرار دارند.

چنانکه در نمودارهای ۳ و ۴ ملاحظه می‌شود، در سطح جهانی بیشتر اوراق بدهی توسط دولت‌ها منتشر می‌شود و بخش عمده این اوراق در بازار داخلی عرضه می‌گردد.

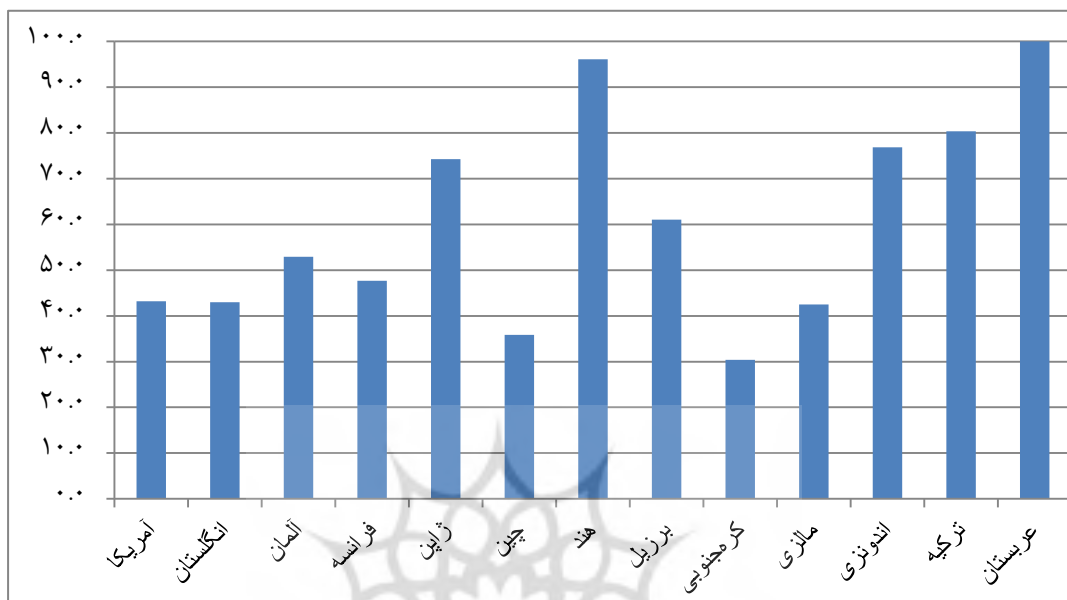


نمودار ۳. کل اوراق بدهی در جهان به تفکیک متشکرکننده‌ها (هزار میلیارد دلار)



نمودار ۴. اوراق بدهی در جهان به تفکیک بازار هدف (هزار میلیارد دلار)





نمودار ۵. سهم اوراق بدهی دولتی از کل اوراق بدهی منتشر شده در کشورهای منتخب

## ۲-۴-۲. ابزارهای بدهی و ساختار آنها

ابزارهای بدهی دولتی در کشورهای مختلف اسامی متفاوتی دارند با این حال، در اغلب این کشورها به صورت یکسان مورد استفاده قرار می‌گیرند. این ابزارها در بازار انگلستان gilts، در آلمان bunds، در فرانسه Obligations Assimilables du Tresor (OATs) و در ژاپن اوراق قرضه دولتی (JGBs) نام دارند. دولت آمریکا با بیش از ۱۸ تریلیون دلار بدهی در پایان سال ۲۰۱۴ میلادی، بزرگترین دولت بدهکار در جهان می‌باشد که این رقم معادل ۱۰۳ درصد GDP این کشور بوده است.<sup>۱</sup>

براساس قانون دوم آزادی اوراق قرضه<sup>۲</sup> مصوب سال ۱۹۱۷ میلادی، خزانه‌داری تصمیم‌گیر اصلی در خصوص نوع، روش انتشار و روش عرضه اوراق بدهی برای مدیریت بدهی عمومی می‌باشد. محدودیت سقف انتشار اوراق بدهی توسط کنگره تعیین می‌شود. فدرال رزرو در فرآیند

1. <http://www.tradingeconomics.com/united-states/government-debt-to-gdp>

2. Second Liberty Bond Act

مدیریت بدهی در کنار خزانه‌داری دارد و به عنوان کارگزار مالی فعالیت می‌کند. مهم‌ترین ابزارهای بدهی دولت آمریکا که توسط خزانه‌داری این کشور منتشر می‌شوند، شامل اوراق خزانه<sup>۱</sup>، اسناد بدهی<sup>۲</sup>، اوراق قرضه<sup>۳</sup>، اوراق محافظت‌شده در مقابل تورم<sup>۴</sup> و اوراق پس‌انداز<sup>۵</sup> می‌باشند.

اوراق خزانه (T-bills) اوراق بدهی کوتاه‌مدت دولتی هستند که سررسید آنها بین چند روز تا ۵۲ هفته می‌باشد. اوراق خزانه به دلیل نقدشوندگی آسان و ریسک کم، اغلب به عنوان ابزارهای بازار پول<sup>۶</sup> طبقه‌بندی می‌گردند. این اوراق به صورت تنزیل ارزش اسمی فروخته می‌شوند و به آنها قبل از سررسید بهره تعلق نمی‌گیرد. روش فروش این اوراق حراج هفتگی توسط خزانه است.

اسناد بدهی در سررسیدهای ۲، ۳، ۵، ۷ و ۱۰ ساله منتشر می‌شوند و برخلاف اوراق خزانه به ارزش اسمی فروخته می‌شوند و بهره آنها هر ۶ ماه با نرخ ثابت پرداخت می‌شود و ارزش اسمی اسناد در سررسید بازگردانده می‌شود. روش فروش این اسناد نیز بر اساس حراج است که حراج اسناد ۲ و ۵ ساله ماهانه و حراج اسناد ۱۰ ساله چند بار در سال است.

اوراق قرضه تعهدات بلندمدت است که سررسید آنها ۳۰ ساله بوده و بهره آنها هر ۶ ماه پرداخت می‌شود. صندوق‌های پرداخت مستمری و نهادهای سرمایه‌گذاری علاقمند به خرید این اوراق هستند. همانند اسناد بدهی در سررسید، ارزش اسمی اوراق بازگردانده می‌شود. این اوراق در سال ۴ بار و به روش حراج فروخته می‌شوند.

اوراق محافظت‌شده در مقابل تورم (TIPS) که از سال ۱۹۹۷ میلادی منتشر می‌شوند، نوعی از اوراق بدهی هستند که ارزش اصل آنها با تغییرات شاخص تورم تعدیل می‌شود. بهره اوراق هر ۶ ماه پرداخت می‌شود و دارای سررسید ۵، ۱۰ و ۳۰ ساله هستند. ارزش اوراق در هنگام سررسید از بین ارزش اسمی و ارزش تعدیل‌شده با تورم هر کدام بیشتر باشد، مبنا قرار می‌گیرد. با توجه به این که ارزش اصل آنها تغییر می‌کند بهره پرداختی نیز متفاوت است.

- 
1. Bill
  2. Note
  3. Bond
  4. Inflation-protected Securities
  5. Savings Bonds
  6. Money-Market Instrument

اوراق پس‌انداز از طریق بانک یا به روش ثبت نام خریداری می‌شوند. نرخ بهره این اوراق معمولاً هر ساله در ماه می یا نوامبر براساس شرایط بازار و یا تورم تغییر می‌کند.<sup>۱</sup>

جدول ۳. حجم و ترکیب اوراق قرضه منتشرشده در کشورهای منتخب تا پایان ۲۰۱۴ میلادی

کشور	ارزش اوراق		دولتی		مؤسسات مالی		مؤسسات غیرمالی	
	بدهی	ارزش	سهم	ارزش	سهم	ارزش	سهم	ارزش
	(میلیارد دلار)	(میلیارد دلار)	(درصد)	(میلیارد دلار)	(درصد)	(میلیارد دلار)	(درصد)	(میلیارد دلار)
آمریکا	۳۵۷۸۰/۶	۱۵۴۵۳/۶	۴۳/۲	۱۴۹۹۴/۹	۴۱/۹	۵۱۰۹	۱۴/۳	
انگلستان	۶۱۲۲/۲	۲۶۳۰/۳	۴۳	۲۸۷۳/۹	۴۶/۹	۶۱۴/۵	۱۰	
آلمان	۳۷۷۹/۷	۲۰۰۰	۵۲/۹	۱۶۲۵	۴۳	۱۵۴/۸	۴/۱	
فرانسه	۴۳۷۲/۹	۲۰۸۴/۳	۴۷/۷	۱۶۶۳/۵	۳۸	۶۲۵/۱	۱۴/۳	
ژاپن	۱۱۰۴۷/۲	۸۲۰۵	۷۴/۳	۲۱۸۵/۲	۱۹/۸	۶۵۷	۵/۹	
چین	۴۷۰۲/۷	۱۶۸۶	۳۵/۹	۱۹۹۰/۷	۴۲/۳	۱۰۲۵/۹	۲۱/۸	
هند	۷۱۲/۲	۶۸۴/۴	۹۶/۱	-	-	-	-	
برزیل	۲۱۳۸/۷	۱۳۰۶	۶۱/۱	۶۴۳/۹	۳۰/۱	۱۸۹/۹	۸/۹	
کره جنوبی	۱۶۰۳/۴	۴۸۷/۵	۳۰/۴	۵۶۴/۷	۳۵/۲	۵۵۱/۲	۳۴/۴	
مالزی	۳۷۳/۹	۱۵۹	۴۲/۵	۸۰	۲۱/۴	۱۳۴/۹	۳۶/۱	
اندونزی	۱۷۵/۷	۱۳۵	۷۶/۸	۲۱/۲	۱۲/۱	۱۹/۵	۱۱/۱	
ترکیه	۲۹۴/۶	۲۳۶/۸	۸۰/۴	۴۹/۸	۱۶/۹	۸	۲/۷	
عربستان	۱۱/۸	۱۱/۸	۱۰۰	-	-	-	-	

مأخذ: بانک تسویه بین‌المللی و محاسباتی

1 . Mobius

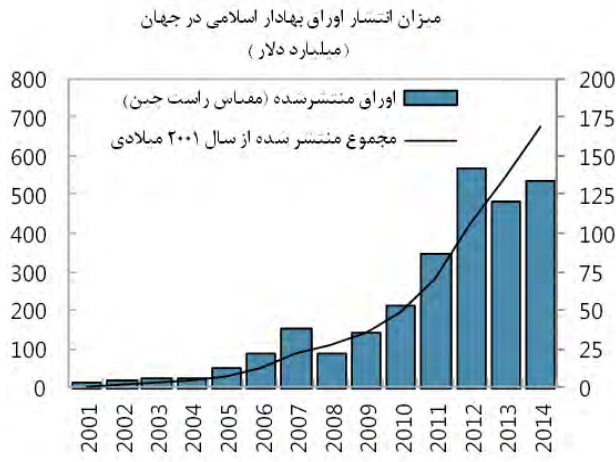
جدول ۴. اوراق بدهی دولتی منتشرشده در کشورهای منتخب تا پایان سال ۲۰۱۴ میلادی

کشور	اوراق بدهی دولتی	داخلی		بین‌المللی			
		سررسید		ارزش	سررسید		
		ارزش	کوتاه‌مدت		بلندمدت	نرخ بهره	
			کوتاه‌مدت	بلندمدت	ثابت	سایر	
آمریکا	۱۵۴۵۳/۶	۱۵۴۴۹/۱	-	-	۴/۵	۴/۲	۰/۳
انگلستان	۲۶۳۰/۳	۲۶۰۷/۶	-	-	۲۲/۷	۲۲/۷	-
آلمان	۲۰۰۰	۱۹۱۳	-	-	۸۷	۷۲/۵	۱۴/۵
فرانسه	۲۰۸۴/۳	۲۰۷۴/۹	-	-	۹/۴	۸/۴	۱
ژاپن	۸۲۰۵	۸۲۰۰	۱۱۴۳/۶	۷۰۵۶/۳	۵/۵	۵/۵	-
چین	۱۶۸۶	۱۶۷۰/۵	-	-	۱۵/۵	۱۵/۵	-
هند	-	۶۸۴/۴	۷۳/۴	۶۱۱	-	-	-
برزیل	۱۳۰۶	۱۲۴۳/۱	-	-	۶۲/۹	۶۲/۹	-
کره جنوبی	۴۸۷/۵	۴۸۱	۰	۴۸۱	۶/۴	۶/۴	-
مالزی	۱۵۹	۱۵۵/۷	۱/۲	۱۵۴/۵	۴/۵	۴/۵	۰/۵
اندونزی	۱۳۵	۹۸/۸	-	-	۳۶/۲	۳۶/۲	-
ترکیه	۲۳۶/۸	۱۷۸/۷	۰/۵	۱۷۸/۵	۶۲/۵	۶۲/۵	-
عربستان	۱۱/۸	۱۱/۸	-	۱۱/۸	-	-	-

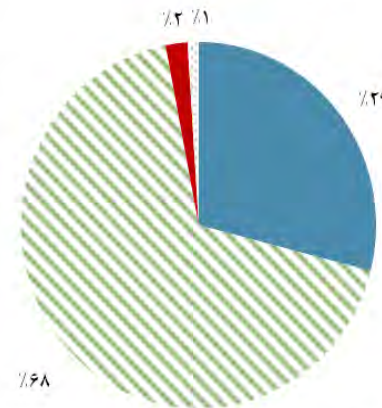
مأخذ: بانک تسویه بین‌المللی و محاسباتی

## ۲-۵. اوراق بهادار اسلامی (صکوک)

اوراق بهادار اسلامی (صکوک) متناسب با نیازهای مالی جوامع اسلامی طراحی شده که به سه گروه عمده ابزارهای مالی غیرانتفاعی جهت تأمین مالی اهداف خیرخواهانه، ابزارهای مالی انتفاعی با سود معین برای سرمایه‌گذاران ریسک‌گریز و ابزارهای مالی انتفاعی با سود انتظاری برای سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر تقسیم می‌شوند. یکی از اوراقی که تا به امروز علاوه بر سطح بین‌المللی، در کشور ایران هم اجرایی گشته اوراق اجاره است. اوراق اجاره، اوراق بهاداری است که براساس عقد اجاره منتشر می‌شود و نشان‌دهنده مالکیت مشاع دارندگان آن، در دارایی مبنای انتشار اوراق است. مالزی بیشترین سهم را در بازار صکوک جهان به خود اختصاص داده و اولین کشوری است که اقدام به انتشار صکوک بین‌المللی کرده است.

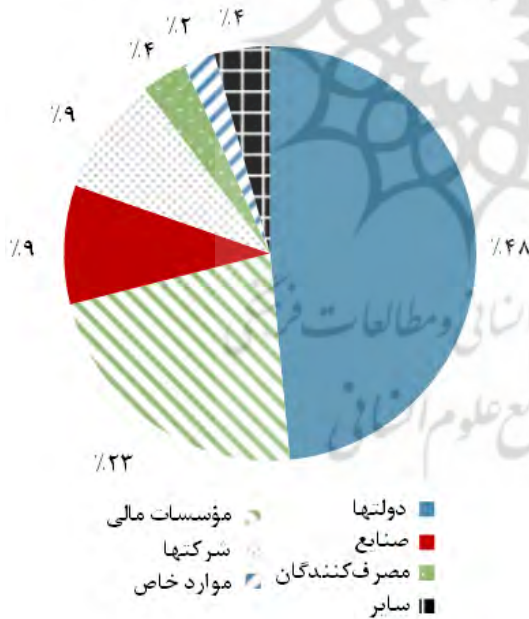


سهم مناطق مختلف در تأمین مالی از طریق اوراق بهادار اسلامی تا پایان ۲۰۱۴ میلادی (درصد)

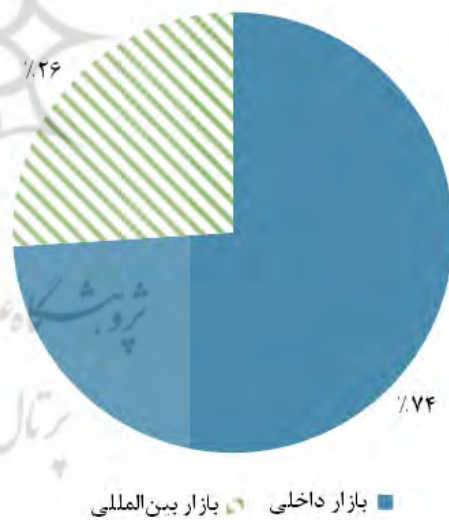


Source: IMF, Islamic Finance: Opportunities, Challenges and Policy Options

منتشرکننده‌های اوراق بهادار اسلامی (درصد)



بازار هدف (درصد)



Source: IMF, Islamic Finance: Opportunities, Challenges and Policy Options

## ۲-۶. بازار بدهی در ایران

خروج از رکود بدون ایجاد تورم یکی از برنامه‌های مهم اقتصادی دولت می‌باشد. این در حالی است که مشکل تأمین مالی و کمبود نقدینگی از چالش‌های اصلی کسب و کار کشور محسوب

می‌شود. استفاده از ابزارهای بازار بدهی می‌تواند اقدام مؤثری در جهت دستیابی به هدف رونق‌بخشی به اقتصاد بدون ایجاد تورم باشد.

در حال حاضر تأمین مالی اقتصاد کشور عمدتاً در بانک‌ها متمرکز است و بازار پول از کارکرد اصلی خود یعنی تأمین مالی کوتاه‌مدت فاصله گرفته است. تمرکز تأمین مالی اقتصاد بر بانک‌ها، فشار زیادی را بر بانک‌های کشور وارد کرده و در حال حاضر ظرفیت‌های موجود برای افزایش تأمین مالی از محل بازار پول بسیار محدود است. بهبود قابل ملاحظه تأمین مالی اقتصاد، تنها از طریق افزایش سهم سایر منابع مالی به ویژه بازار سرمایه امکان‌پذیر خواهد بود. با وجود سهم پایین بازار سرمایه در تأمین مالی اقتصاد، شیوه تأمین مالی در این بازار نیز بیشتر بر انتشار اوراق سرمایه‌ای متمرکز است. به طوری که طبق اعلام بورس در سال ۱۳۹۳ محل تأمین مالی ۹۵ درصد این بازار از طریق اوراق سرمایه‌ای و تنها ۵ درصد از طریق اوراق بدهی بوده است. بهترین راه خروج اقتصاد کشور از رکود و عدم ایجاد تورم و همچنین کنترل شرایط پساتحریم، توسعه بازار بدهی و انتشار اوراق خزانه اسلامی است که پیشتر نیز در دستور کار بانک مرکزی قرار گرفته است.

### ۳. جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

تأمین مالی در ایران عمدتاً در بانک‌ها متمرکز است و تمرکز تأمین مالی اقتصاد بر بانک‌ها، فشار زیادی را بر بانک‌های کشور وارد کرده و در حال حاضر با توجه به مشکلات متعدد سیستم بانکی به ویژه حجم مطالبات معوق، ظرفیت‌های موجود برای افزایش تأمین مالی از محل بازار پول بسیار محدود است. بهبود قابل ملاحظه تأمین مالی اقتصاد، تنها از طریق افزایش سهم سایر منابع مالی به ویژه بازار سرمایه امکان‌پذیر خواهد بود.

استفاده از ابزارهای بدهی در بازار بدهی ایران مستلزم طی فرایند خاصی است که زمان‌بر است. در کشورهای پیشرفته این اوراق پس از انتشار معمولاً فقط در سررسید توسط ناشر قابل بازخرید هستند ولی طی مدت اعتبار به عنوان اوراق بهادار در بورس (بازار ثانویه) مورد داد و ستد قرار می‌گیرند در حالی که در ایران اوراق مشارکت صادره توسط بنگاه‌ها از ابتدا تا انتها در سیستم بانک (بازار پول) داد و ستد می‌شود و در نهایت به نوعی به بدهی صادرکننده اوراق مشارکت به بانک‌ها (وام بانکی) تبدیل می‌شود. در سطح بین‌المللی به طور معمول، صکوک اجاره توسط مؤسسات مطرح، رتبه‌بندی می‌شود. اما در حال حاضر مسئله رتبه‌بندی صکوک در کشور وجود ندارد و این

خود ممکن است در آینده و با توسعه بازار صکوک اجاره، مشکلاتی ایجاد نماید. از این رو فراهم نمودن زمینه تأسیس و توسعه شرکت‌های رتبه‌بندی، ضرورتی دیگر جهت توسعه بازار صکوک اجاره در کشور است.

جلوگیری از قفل شدن منابع بانکی و تسویه بدهی دولت به پیمانکاران، ایجاد تناسب بین ریسک و بازده، جذب نقدینگی‌های سرگردان از بازارهای دارایی، تقسیم وظایف تأمین مالی در بازار پول و بازار سرمایه بر اساس اندازه بنگاه‌ها، تزریق غیرتورمی منابع مالی به اقتصاد و افزایش شفافیت در فضای کسب و کار از جمله مزایای توسعه بازار بدهی در کشور می‌باشد.

سابقه کم شکل‌گیری بازار بدهی در ایران و عدم شناخت کامل شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران از آن، حاکم نبودن نظام عرضه و تقاضا بر نرخ‌گذاری اوراق منتشر شده، عدم امکان تغییر قیمت و بازدهی اوراق با درآمد ثابت، عدم اجرای رتبه‌بندی اعتباری اوراق بدهی، نیاز به انتشار اطلاعات مالی و ریز اطلاعات تأمین مالی بنگاه‌ها، گران بودن تأمین مالی از طریق بازار بدهی، دشواری و زمان‌بر بودن تأمین مالی از طریق بازار بدهی، زمان‌بر بودن فرآیند تهیه گزارش توجیهی، دیدگاه سنتی موجود مبنی بر اعتماد بیشتر به سیستم بانکی، فشار بر شرکت‌ها به منظور بازپرداخت اصل مبالغ اوراق در سررسید، از جمله دلایل عدم توسعه بازار بدهی در ایران است.

### منابع

- ابراهیم‌نژاد، علی (۱۳۹۴)، "جای خالی بازار بدهی در ایران"، *هفته‌نامه تجارت فردا*، شماره ۱۳۴.
- اسداللهی، ایرج، "توسعه بازار بدهی"، *روزنامه رسالت*، ۵ مهر ۱۳۹۴.
- امیری، مرضیه، "تزریق غیرتورمی منابع مالی به اقتصاد"، *روزنامه تعادل*، شماره ۳۷۵، ۱۲ مهر ۱۳۹۴.
- موسوی، سید محسن، "تاریخچه طراحی و توسعه صکوک اجاره در جهان و ایران"، *تازه‌های اقتصاد*، شماره ۱۳۶، تابستان ۱۳۹۱، صص ۱۰۸-۱۰۳.
- موسویان، سید عباس (۱۳۸۶)، ابزارهای مالی اسلامی، قم: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.
- "تجربه دنیا در بازار بدهی"، *روزنامه دنیای اقتصاد*، شماره ۳۵۹۵، ۱۲ مهر ۱۳۹۴.
- Darskuvieniė, Valdonė (2010) "Financial Markets", Vytautas Magnus University.
- Holmstrom, Bengt (2015), "Understanding the role of debt in the financial system", BIS Working Papers, No 479.
- IMF (2015), "Islamic Finance: Opportunities, Challenges, and Policy Options".
- Mobius, Mark (2012), "Bonds: An Introduction to the Core Concepts", *Bloomberg Press*, page 43- 45.