

بہ نام خدا



مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

«بررسی اوراق بهادار تورم پیوند در جهان»

پدیدآورنده: محمد توحیدی

فهرست مطالب

۱	مقدمه.....	۴
۲	تعریف اوراق قرضه مصون از تورم.....	۴
۳	نمای کلی بازار جهانی اوراق تورم‌پیوند.....	۵
۴	مزایای اوراق قرضه تورم‌پیوند.....	۱۰
	۴,۱ مزایا برای ناشران.....	۱۰
	۴,۲ مزایا برای سرمایه‌گذاران.....	۱۰
	۴,۳ مزایای عمومی	۱۱
۵	ملاحظات و انتقادات در مورد اوراق تورم پیوند.....	۱۲
۶	انتخاب شاخص مرجع.....	۱۳
۷	جمع‌بندی و نتیجه‌گیری.....	۱۵
۸	منابع و مأخذ	۱۶

چکیده

اوراق قرضه تورم پیوند اوراقی هستند که برای محافظت سرمایه‌گذاران در برابر تورم طراحی شده‌اند و به یک شاخص تورمی مانند شاخص قیمتی مصرف‌کننده^۱ مرتبط هستند، به گونه‌ای که پرداخت‌های اصل و بهره در این اوراق با تغییرات نرخ تورم افزایش یا کاهش می‌یابد؛ بنابراین در این اوراق با پیوند دادن بازدهی اوراق به یک شاخص تورمی، قدرت خرید سرمایه‌گذاران حفظ خواهد شد که برای کشورهایی که دارای نرخ‌های تورم قابل ملاحظه‌ای هستند، می‌تواند ابزار بسیار مفیدی باشد.

امروزه اوراق تورم پیوند نوعاً توسط دولت‌ها با هدف کاهش هزینه‌های تأمین مالی و وسیع‌تر کردن پایه سرمایه‌گذارانشان منتشر می‌گردد. شرکت‌ها نیز گهگاه با همان انگیزه‌ها اقدام به انتشار این اوراق می‌نمایند. در طول چند سال گذشته انتشار اوراق قرضه تورم پیوند بخش خصوصی در حال افزایش بوده است اما میزان کل انتشار اوراق تورم پیوند شرکتی نسبتاً کم است.

از جمله مزیت‌های این اوراق می‌توان به کاهش هزینه انتشار اوراق برای ناشران، محافظت سرمایه‌گذاران در برابر نوسانات غیر منتظره تورم، محاسبه تورم مورد انتظار و تنظیم سیاست‌های پولی از سوی بانک مرکزی، تنوع سازی پرتفوی سرمایه‌گذاران و ... اشاره نمود.

در این تحقیق ضمن بررسی بازار جهانی اوراق قرضه تورم پیوند و ذکر مزایای این اوراق برای دولت، سرمایه‌گذاران و عموم مردم جامعه، به ذکر چالش‌ها و مسائل مرتبط با این اوراق پرداخته‌ایم.

کلمات کلیدی: اوراق قرضه تورم پیوند، تورم، شاخص تورمی، صکوک تورم پیوند.

^۱ - Consumer Price Index

تورم بعنوان یک افزایش در سطح عمومی قیمت کالاها و خدمات در طول زمان تعریف می‌شود. بسیاری از افراد جامعه تحت تأثیر تورم، قدرت خرید خود را از دست داده و ارزش پول آن‌ها کاهش می‌یابد. یکی از ابزارهایی که می‌تواند سرمایه‌گذاران را در برابر نوسانات نرخ تورم پوشش دهد، اوراق قرضه تورم‌پیوند است. این اوراق که عموماً توسط دولت‌ها منتشر می‌گردد به یک شاخص تورمی (مانند شاخص قیمتی مصرف‌کننده در آمریکا و شاخص قیمتی خرده‌فروشی در انگلیس) مرتبط شده و بدین‌سان پرداخت‌های اصل و بهره اوراق متناسب با تغییرات تورم، تغییر خواهد نمود. هدف دولت‌ها از انتشار چنین اوراقی کاهش هزینه‌های استقراض و توسعه گستره سرمایه‌گذاران می‌باشد.

اوراق تورم‌پیوند ممکن است به شرایط اقتصادی گوناگون عکس‌العمل‌های متمایزی نشان دهد. به‌صورت تاریخی همبستگی اوراق تورم‌پیوند با سهام، کالاها و دارایی‌های دیگر کم است و این امر سبب مزیت اوراق تورم‌پیوند جهت تنوع‌سازی پرتفوی گشته است.

سازمان بورس و اوراق بهادار
مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی
www.rdis.ir

۲ تعریف اوراق قرضه مصون از تورم

اوراق قرضه تورم پیوند اوراقی هستند که برای محافظت سرمایه‌گذاران در برابر تورم طراحی شده‌اند و دولت‌هایی مانند آمریکا و انگلیس پیشگام در انتشار این اوراق بوده‌اند. اوراق تورم پیوند به یک شاخص تورمی مانند شاخص قیمتی مصرف‌کننده^۲ در آمریکا و شاخص قیمتی خرده‌فروشی^۳ در انگلیس مرتبط است به‌گونه‌ای که پرداخت‌های اصل و بهره در این اوراق با تغییرات نرخ تورم افزایش یا کاهش می‌یابد؛ بنابراین در این اوراق با پیوند دادن بازدهی اوراق به یک شاخص تورمی، قدرت خرید سرمایه‌گذاران حفظ خواهد شد که برای کشورهایی که دارای نرخ‌های تورم قابل ملاحظه‌ای هستند، می‌تواند ابزار بسیار مفیدی باشد. البته این نکته را نباید فراموش نمود که در افق زمانی بلند مدت حتی در شرایط با ثبات و با تورم پایین نیز ارزش واقعی اوراق قرضه اسمی تحت تأثیر قابل ملاحظه تورم قرار خواهد گرفت؛ به‌عنوان مثال، در طول ۳۰ سال، اگر متوسط تورم تنها یک درصد باشد، ارزش ۱۰۰ دلار امروز در سی سال آینده ۷۴ دلار خواهد شد و اگر متوسط تورم ۲/۵ درصد شود، این ارزش به ۴۸ دلار خواهد رسید (کاهش ارزشی بیش از ۵۰ درصد).

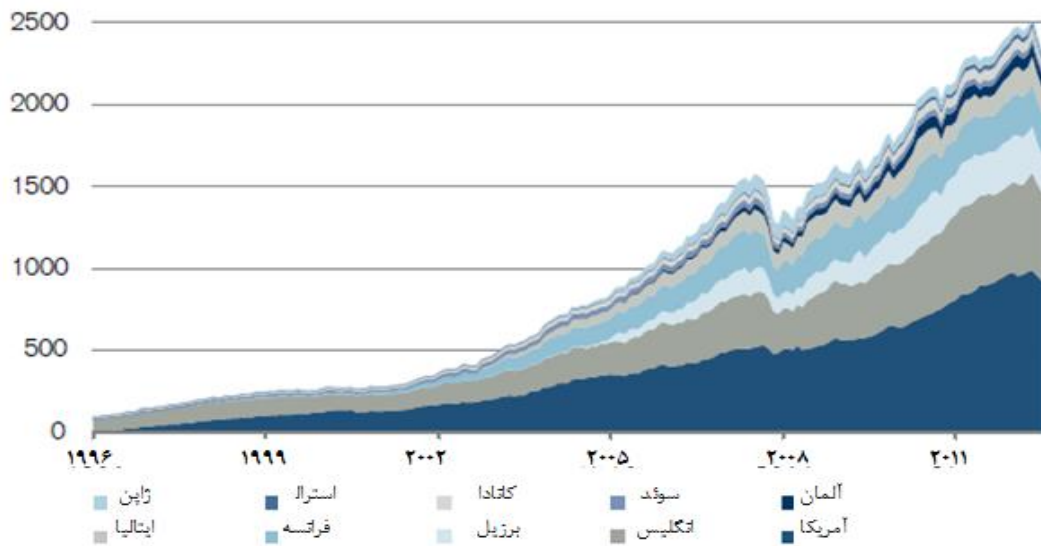
^۲ - Consumer Price Index

^۳ - Retail Price Index

۳ نمای کلی بازار جهانی اوراق تورم‌پیوند

اولین انتشار اوراق مصون از تورم در سال ۱۷۸۰ توسط ایالت ماساچوست آمریکا منتشر گردید. بعد از آن، در دهه ۱۹۵۰ کشورهای دارای بازارهای نوظهور اقدام به انتشار اوراق تورم پیوند نمودند. در دهه ۱۹۸۰ انگلیس اولین کشور توسعه یافته محسوب می‌گردید که اوراق پیوند دهنده را به بازار معرفی نمود. بعد از آن چندین کشور دیگر نیز مانند استرالیا، کانادا، مکزیک و سوئد اقدام به انتشار این اوراق نمودند. در ژانویه ۱۹۹۷، آمریکا شروع به انتشار اوراق خزانه مصون از تورم^۴ نمود که هم‌اکنون بزرگ‌ترین بخش از بازار اوراق تورم پیوند جهانی را تشکیل می‌دهد. آلمان نیز اولین اوراق تورم پیوند خود را در سال ۲۰۰۶ منتشر نمود.

امروزه ۱۳ کشور از ۲۰ کشور دارای بزرگ‌ترین اقتصادها (بر اساس تولید ناخالص داخلی) در بازار اوراق قرضه تورم‌پیوند فعال هستند. همان‌طور که در نمودار شماره ۱ نمایان است، از سال ۱۹۹۶ تا ۲۰۱۳ روند بازار اوراق قرضه تورم‌پیوند رو به رشد بوده و ارزش کل بازار تمام انواع اوراق قرضه تورم‌پیوند در سراسر جهان در سال ۲۰۱۳ به مبلغی حدود ۲/۴ تریلیون دلار رسیده است (کردیت سوییس، ۲۰۱۳، ص ۳۱).

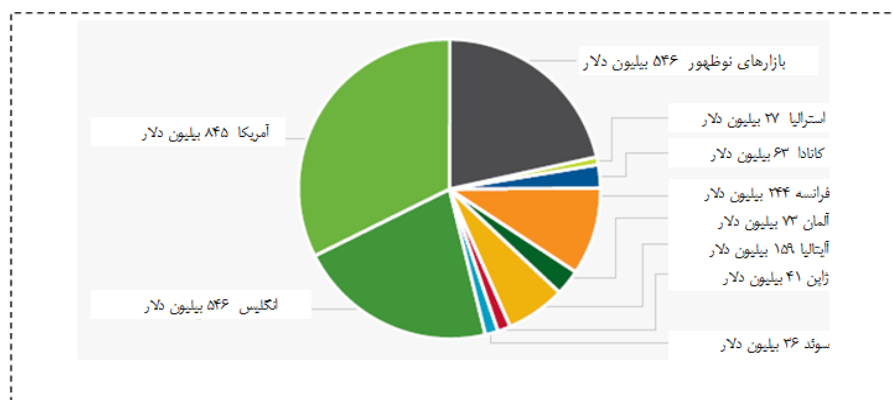


نمودار شماره ۱ - رشد بازار اوراق تورم‌پیوند در جهان

منبع: Barclays Capital (دوره ۳۱ دسامبر ۱۹۹۶ تا ۳۱ دسامبر ۲۰۱۳)

^۴ -Treasury Inflation Protected Securities (TIPS)

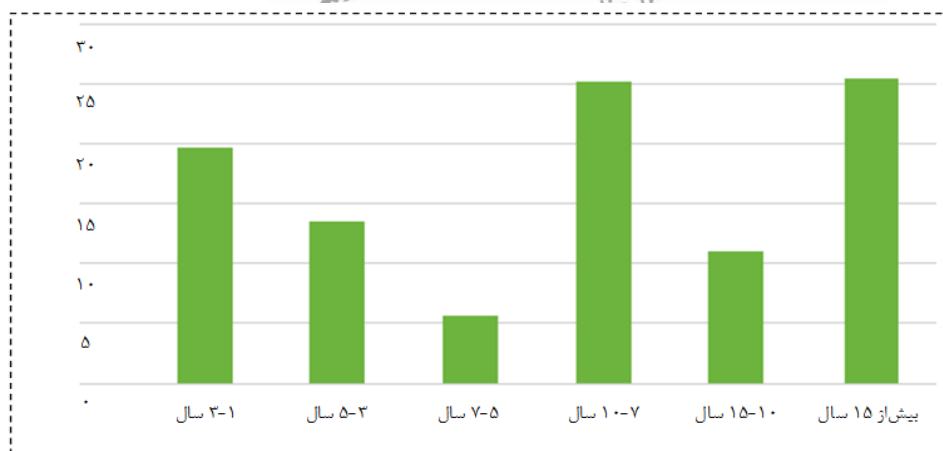
همچنین در نمودار شماره ۲ اندازه تقریبی بازار اوراق قرضه تورم‌پیوند تا سال ۲۰۱۳ قابل مشاهده است که نشان می‌دهد آمریکا و انگلیس با در اختیار داشتن بیش از نیمی از بازار جهانی اوراق تورم‌پیوند، بزرگ‌ترین بازارهای جهانی این نوع اوراق را تشکیل می‌دهند.



نمودار شماره ۲ - اندازه تقریبی بازار جهانی اوراق قرضه تورم‌پیوند تا سال ۲۰۱۳

منبع: Barclays تا ۲۸ فوریه ۲۰۱۳

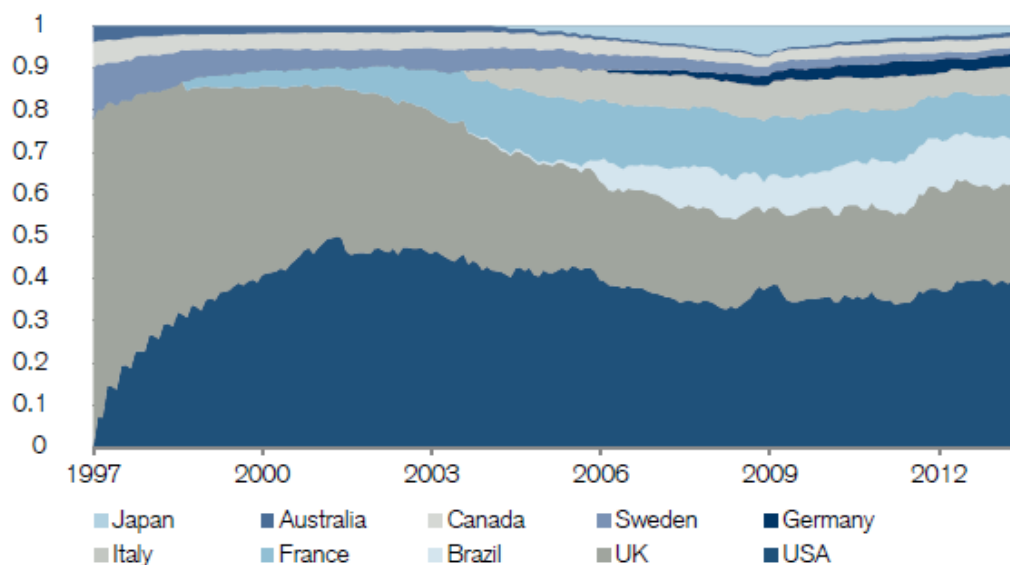
تفکیک سررسیدهای اوراق قرضه تورم‌پیوند منتشر شده در جهان نشان می‌دهد بیش از ۵۰ درصد اوراق منتشره دارای سررسیدهای هفت سال به بالا هستند (نمودار شماره ۳).



نمودار شماره ۳ - تفکیک سررسید اوراق قرضه تورم‌پیوند (بر حسب درصد)

منبع: Barclays تا ۲۸ فوریه ۲۰۱۳

همان‌طور که در نمودار شماره ۴ نمایان است، آمریکا بر اساس ارزش بازاری اوراق منتشر شده، بزرگترین بازار اوراق قرضه تورم‌پیوند محسوب گردیده و انگلیس و برزیل دارای رتبه‌های بعدی هستند. لازم به ذکر است اولین تجربه آمریکای جنوبی در انتشار اوراق تورم‌پیوند به سال ۱۹۶۴ برمی‌گردد. تا سال ۲۰۰۳ برزیل دارای سهم کوچکی از بازار جهانی اوراق تورم‌پیوند بوده است، این در حالی است که هم‌اکنون برزیل ۷۰٪ از سهم بازار اوراق تورم‌پیوند مربوط به اقتصادهای نوظهور را به خود اختصاص داده است. در مقابل فرانسه، ایتالیا و سوئد در سال‌های اخیر بخش قابل ملاحظه‌ای از سهم بازار خود را در بازار اوراق قرضه تورم‌پیوند از دست داده‌اند.



نمودار شماره ۴ - سیر تکامل سهم بازار کشورهای گوناگون

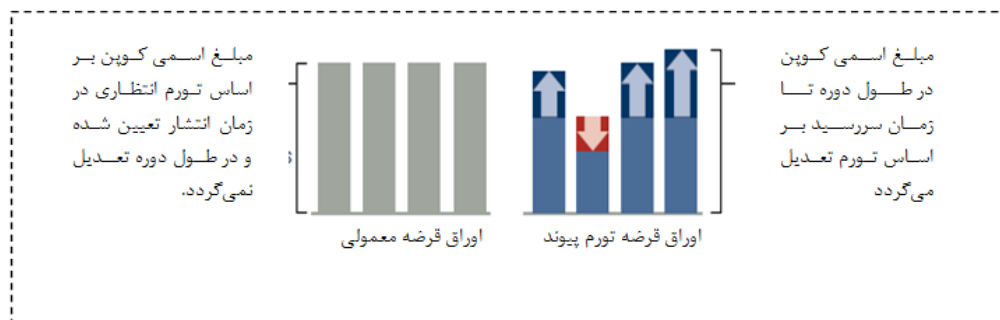
منبع: Barclays Capital (دوره ۳۱ دسامبر ۱۹۹۶ تا ۳۱ دسامبر ۲۰۱۳)

امروزه اوراق تورم‌پیوند نوعاً توسط دولت‌ها با هدف کاهش هزینه‌های تأمین مالی و وسیع‌تر کردن پایه سرمایه‌گذارانشان منتشر می‌گردد. شرکت‌ها نیز گهگاه با همان انگیزه‌ها اقدام به انتشار این اوراق می‌نمایند. در طول چند سال گذشته انتشار اوراق قرضه تورم‌پیوند بخش خصوصی در حال افزایش بوده است اما میزان کل انتشار اوراق تورم‌پیوند شرکتی نسبتاً کم است. غالب افرادی که در اوراق قرضه تورم‌پیوند سرمایه‌گذاری می‌کنند، بسیار ریسک‌گریز بوده و از اوراقی که پشتوانه دولتی ندارند اجتناب می‌کنند؛ بنابراین تقاضا برای اوراق قرضه تورم‌پیوند شرکتی کم بوده و نقدشوندگی پایینی دارند.

تنها بازار توسعه یافته برای اوراق قرضه تورم پیوند شرکتی در انگلیس می باشد که در این کشور دو گروه عمده، ناشر این اوراق هستند. گروه اول، شامل شرکت هایی مانند فروشگاه های زنجیره ای که درآمد یا عملکرد کسب و کار آن ها بسیار به تورم وابسته است. چنان شرکت هایی از اوراق تورم پیوند برای دستیابی به تناسب میان درآمدها و هزینه های بهره استفاده می کنند. گروه دوم شامل شرکت هایی با بدهی های بلند مدت مانند شرکت های صنایع همگانی چون Scottish, Anglian Water و Severn Trent Power می باشند. از آن جا که قیمت خدمات صنایع عمومی (مانند آب، برق، گاز و ...) مرتبط با تورم است، با انتشار اوراق تورم پیوند چنین شرکت هایی می توانند بین هزینه های بهره و درآمدهای خود توازن ایجاد کنند. (کردیت سوئیس، ۲۰۱۳، ص ۳۲)

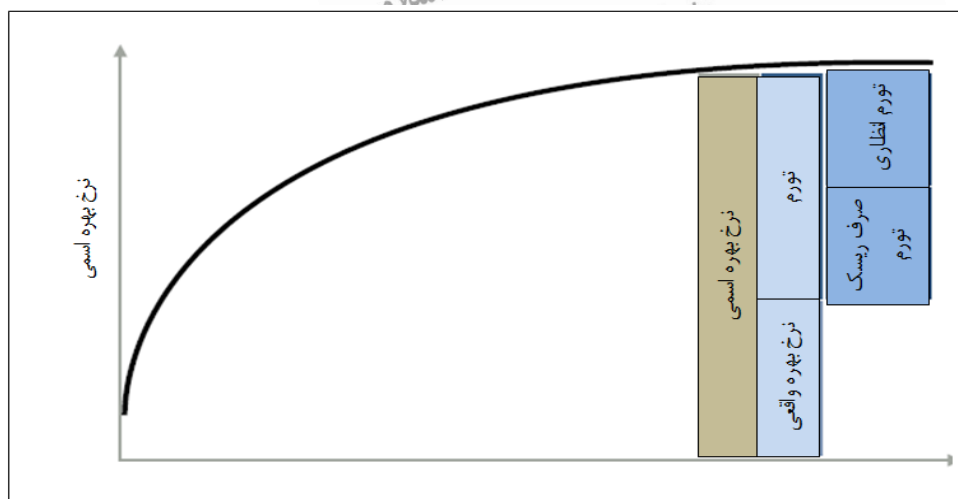
ارتباط روشن و واضح اوراق قرضه تورم پیوند با یک سنجه شناخته شده تورم بدین معنی است که هر گونه افزایش در سطح عمومی قیمت ها بطور مستقیم سبب افزایش ارزش اسمی اوراق و به تبع پرداخت کوپن های دوره ای بالاتر خواهد شد. به عنوان مثال اوراق خزانه مصون از تورم ۲۰ ساله آمریکا به ارزش اسمی ۱,۰۰۰ دلار با نرخ کوپن سالانه ۲/۵ درصد (۱/۲۵٪ بر مبنای نیمسالانه) و نرخ تورم سالانه ۴٪ را در نظر بگیرید. ارزش اسمی اوراق بصورت روزانه برای لحاظ نمودن تورم ۴ درصد بصورت افزایشی تعدیل خواهد شد. در سررسید ارزش اسمی اوراق با فرض نرخ تورم سالانه ۴٪ که به صورت نیمسالانه ترکیب می شود برابر با ۲,۲۰۸ دلار خواهد شد، در حالی که نرخ کوپن ۲/۵٪ ثابت باقی می ماند. با افزایش ارزش اسمی اوراق، مقدار دلاری هر پرداخت بهره نیز افزایش خواهد یافت؛ بدین معنی که مقدار دلاری کوپن ها بر مبنای ارزش اسمی تعدیل شده با تورم پرداخت خواهد شد. به عنوان مثال، اولین پرداخت کوپن نیمسالانه ۱/۲۵ درصدی مبتنی بر ارزش اسمی تعدیل شده با تورم نیمسالانه ۲٪ یعنی ۱,۰۲۰ دلار ($1,000 \times 1.02 = 1,020$) محاسبه می گردد که مبلغ دلاری کوپن برابر با ۱۲/۷۵ (= $1,020 \times 1.25$) دلار می شود. این در حالی است که آخرین پرداخت کوپن نیمسالانه برابر با ۲۷/۶۰ دلار (= $2,208 \times 1.25$) خواهد بود.

سازوکار دقیق برای محاسبه پرداخت ها در اوراق تورم پیوند می تواند برای ناشران مختلف متمایز باشد. آنچه مهم است این است که همه اوراق قرضه تورم پیوند بدین منظور طراحی می شوند که بازدهی هایی را برای سرمایه گذاران فراهم آورند که قدرت خرید آن ها را حفظ نموده و بر اساس تورم تعدیل گردند. لازم به ذکر است که اوراق تورم پیوند دارای همبستگی مثبت با تغییرات نرخ تورم بوده و بعنوان یک ابزار پوشش ریسک در برابر افزایش سطح عمومی قیمت ها قابل استفاده است. پوشش ریسک تورم که توسط اوراق قرضه تورم پیوند پیشنهاد می گردد ابزاری مهم برای هر سرمایه گذار است که می تواند پرتفوی خودش را برابر ریسک نرخ تورم پوشش دهد. در شکل شماره ۱ دو نوع اوراق قرضه معمولی و تورم پیوند به صورت شماتیک مقایسه گردیده است.



شکل شماره ۱- مقایسه اوراق قرضه معمولی و تورم پیوند

همان‌طور که در نمودار شماره ۵ قابل مشاهده است، نرخ بهره اسمی اوراق قرضه متعارف شامل سه بخش است: بهره واقعی، تورم مورد انتظار و صرف ریسک تورم. سرمایه‌گذاران صرف ریسک تورم را برای جبران ریسک فراتر رفتن نرخ تورم از نرخ مورد انتظار دریافت می‌کنند که در نتیجه این ریسک، بازدهی واقعی را کاهش می‌دهد. اوراق قرضه تورم پیوند صرف ریسک تورم را در نظر نمی‌گیرد؛ زیرا این اوراق در معرض این نوع ریسک نیستند؛ در نتیجه بازدهی‌شان اندکی کمتر از بازدهی اوراق قرضه متعارف خواهد بود؛ بنابراین هزینه تأمین مالی ناشران از طریق انتشار این اوراق کمتر خواهد شد.



نمودار شماره ۵- شکل ساده ساختار زمانی نرخ بهره

۴ مزایای اوراق قرضه تورم‌پیوند

۴,۱ مزایا برای ناشران

- هزینه انتشار این اوراق برای ناشر کمتر خواهد بود؛ زیرا در این اوراق همان‌طور که در نمودار شماره ۵ نمایان است صرف ریسک تورم وجود ندارد؛ بنابراین اوراق تورم پیوند، کشورها را برای کاهش هزینه‌های تأمین مالی مجدد پیش‌بینی شده توانمند می‌سازد.
- این اوراق به هموارسازی ساختار دیرش بدهی‌های دولتی کمک می‌کند.
- بانک‌های مرکزی از بازدهی‌های اوراق قرضه معمولی و تورم‌پیوند برای محاسبه تورم مورد انتظار و تنظیم سیاست‌های پولی استفاده می‌کند.
- انتشار این اوراق به ناشر امکان تطبیق دقیق‌تر بدهی‌ها و دارایی‌هایش را خواهد داد. مخارج و درآمدهای آتی دولت جریان‌ات نقدی واقعی خواهد بود. دارایی‌های مهم آتی دولت درآمدهای مالیاتی آینده خواهد بود که تحت تأثیر هم تورم و هم فعالیت اقتصادی واقعی خواهد بود. این که حداقل بخشی از بدهی‌های دولتی مرتبط با تورم باشد سبب تطبیق بهتر دارایی‌ها و بدهی‌ها و کاهش ریسک تورم برای دولت خواهد بود. هر چه رشد درآمدها نسبت به مخارج با افزایش سطح قیمت‌ها بیشتر شود، تمایل دولت برای انتشار اوراق قرضه تورم‌پیوند بیشتر خواهد بود.
- انتشار این اوراق سبب خواهد گردید که ناشران از سرمایه‌گذارانی استقراض نمایند که اوراق دولتی با ارزش اسمی را نخواهند خرید و از این طریق به پول‌ها و منابعی دست یابند که به بدهی‌های اسمی تخصیص داده نشده است. افزایش تعداد سرمایه‌گذاران نه تنها سبب ارزاتر شدن تأمین مالی می‌شود، بلکه تأکید روی سرمایه‌گذاران و منابع خاص تأمین مالی را کاهش داده که به نوبه خود ریسک سیستمیک را کاهش می‌دهد.

۴,۲ مزایا برای سرمایه‌گذاران

- سرمایه‌گذاران را در برابر زیان‌های ناشی از نوسانات پیش‌بینی نشده نرخ تورم و کاهش قدرت خرید محافظت می‌کند.
- یکی از مزیت‌های اوراق تورم‌پیوند، استفاده از آن‌ها جهت تنوع‌سازی در پرتفوی دارایی‌ها می‌باشد، از آن‌جا که همبستگی این اوراق با سایر دارایی‌ها کم می‌باشد؛ بنابراین ابزار مناسبی برای تنوع‌سازی و کاهش ریسک پرتفو می‌باشد (Standard Life Investment, ۲۰۱۳, p۷).
- اوراق تورم‌پیوند کمتر دارای نوسان است؛ زیرا این اوراق به جابجایی‌ها در بازدهی‌های واقعی عکس‌العمل نشان می‌دهد نه بازدهی‌های اسمی و این امر منجر به هموارسازی و نوسان کمتر بازدهی‌های سرمایه‌گذاران می‌شود (Standard Life Investment, ۲۰۱۳, p۷).

- این اوراق می‌تواند به‌عنوان یک مؤلفه مهم در مدیریت پرتفوی صندوق‌های بازنشستگی و شرکت‌های بیمه تلقی گردد که به وسیله آن می‌توانند سیاست‌های تطابق دارایی‌ها و بدهی‌هایشان را داشته باشند.

۴,۳ مزایای عمومی

- انتشار اوراق تورم‌پیوند به تقویت اعتماد و اعتبار دولت در جامعه کمک می‌کند؛ زیرا دولت نمی‌تواند این بدهی‌ها را متورم نماید. اگر دولت واقعا برای کاهش مرحله‌ای تورم بلند مدت برنامه داشته باشد، انتشار اوراق تورم‌پیوند به نفع دولت خواهد بود و سیگنال مثبتی به سرمایه‌گذاران می‌دهد. این جنبه مخصوصاً برای اقتصادهای نوظهور که برخی از آن‌ها صرفاً توانایی تأمین مالی مجدد با انتشار اوراق تورم‌پیوند در ارز رایج خودشان را دارند، دارای اهمیت است.
- با توجه به ویژگی اوراق تورم‌پیوند در پوشش ریسک تورم، این اوراق به جلوگیری از انتقال ثروت از دارایی‌های مالی به دارایی‌های واقعی در دوره‌هایی خواهد انجامید که نگرانی فزاینده‌ای در مورد تورم آینده وجود دارد. دلیل این مسئله این است که در صورت فقدان اوراق تورم‌پیوند، در صورت وجود انتظارات تورمی فزاینده، سرمایه‌گذاری در دارایی‌های واقعی بیشتر شده؛ زیرا روشی مطمئن برای مصونیت از تورم خواهد بود. بنابراین وجود اوراق تورم‌پیوند در کنار اوراق با نرخ بهره اسمی به افزایش و با ثبات شدن نرخ پس‌انداز کمک خواهد کرد. این بحث ممکن است ارتباط بیشتری با کشورهایی پیدا کند که از عدم کفایت پس‌اندازها یا انتظارات تورمی نوسانی رنج می‌برند (Garcia & Van Rixtel, ۲۰۰۷, p۱۵).
- تورم پیش‌بینی نشده سبب انتقال ناخواسته و غیر ارادی ثروت از وام‌دهندگان به وام‌گیرندگان (یا وام‌گیرندگان به وام‌دهندگان) می‌شود. پیوند دادن بدهی به تورم باعث حذف اثرات نااطمینانی تورم نمی‌شود بلکه سبب می‌گردد اثرات بازتوزیعی ناخواسته آن بین وام‌دهندگان و وام‌گیرندگان کاهش یابد. اگر بنگاه‌ها سطوح مختلف ریسک‌گریزی داشته باشند این بازتوزیع ریسک خودش ممکن است اثرات رفاهی مثبتی داشته باشد. به‌طور خاص می‌توان فرض کرد که دولت نسبت به بازنشستگان مسن کمتر مخالف تورم است. با اجازه دادن به انتقال ریسک از بازنشستگان به دولت از طریق انتشار اوراق تورم‌پیوند، ممکن است درآمدهای رفاهی برای این افراد ایجاد کند.
- توانایی برای تشخیص انتظارات تورمی بازار جزء مزایای انتشار اوراق قرضه تورم‌پیوند برای سیاست‌گذاران است. اوراق تورم‌پیوند می‌تواند اطلاعات مفیدی برای بانک مرکزی در جهت پیاده‌سازی سیاست‌هایش داشته باشد.

۵ ملاحظات و انتقادات در مورد اوراق تورم پیوند

تا سالیان سال، نگرانی‌هایی در مورد انتشار اوراق تورم پیوند وجود داشت که سبب می‌گردید کشورهای مختلفی چون آلمان و آمریکا مخالف انتشار چنین اوراقی باشند. یک انتقاد مهم دولت‌ها در انتشار اوراق قرضه تورم پیوند این بود که هر شکلی از پیوند دادن اوراق با تورم مضر و آسیب‌زا است. اگر اوراق به تورم پیوند داده شوند، آن‌گاه فشار فزاینده برای دیگر آیتم‌ها نیز وجود خواهد داشت که به تورم پیوند داده شوند. اگر مردم نگران تورم باشند، آن‌گاه احتمال افزایش تورم در آینده بیشتر خواهد بود. این استدلال تا سالیان سال در آلمان مانع از انتشار اوراق تورم پیوند شد و تا قبل از سال ۲۰۰۳، پیوند دادن هر نوع بدهی با تورم غیرقانونی محسوب می‌گردید. در سال ۲۰۰۴ نیز دلیل مخالفت دولت آلمان با انتشار این نوع اوراق علی‌رغم میل و درخواست اکثر سیاستمداران و مقامات عالی‌رتبه همین دلیل بود (Barclays Capital, ۲۰۰۴, p۱۰).

نگرانی دیگر در انتشار اوراق تورم پیوند این بود که ممکن است تقاضای قوی از سوی سرمایه‌گذاران برای این نوع اوراق وجود نداشته باشد. همچنین ناشران نگران این مسئله بودند که انتشار متنوع و زیاد این اوراق می‌تواند سبب افزایش هزینه‌های وام‌گیری از طریق قطعه قطعه شدن کل بازار اوراق خزانه شود؛ بر طبق این نظر بازار اوراق خزانه تفکیک شده و بصورت فزاینده بازار برای طبقات خاصی از سرمایه‌گذاران مناسب می‌شود؛ در نتیجه معامله بین بازارها کاهش یافته و نقدشوندگی تمام اوراق خزانه افت خواهد کرد و اگر نقدشوندگی اوراق خزانه کاهش یابد، سرمایه‌گذاران پاداشی برای جبران این نقدشوندگی پایین مطالبه خواهند نمود که نتیجه آن افزایش هزینه وام‌گیری در اوراق خزانه است و ناشران مجبور می‌شوند صرف و پاداشی بیشتر بابت کاهش نقدشوندگی اوراق بپردازند که البته این انتقادات و نگرانی‌ها در سایه منافع بسیار این نوع اوراق و افزایش سریع اوراق قرضه دولتی در سال‌های اخیر تضعیف شده است (Jeffrey M. Wrase, ۱۹۹۷, p۶).

انتقاد دیگر که از سوی بانک‌های مرکزی نسبت به اوراق تورم پیوند وجود داشت این بود که بانک‌های مرکزی نگران این مسئله بودند که کسب‌وکارها و فعالان بازار به نرخ‌های تورم بالا عادت کرده که این مسئله اعتبار سیاست‌های اقتصادی را خدشه‌دار می‌کرد.

انتقاد دیگر نسبت به اوراق تورم پیوند، این است که از نظر ریاضیاتی و محاسباتی مبهم‌تر و مشکل‌تر از اوراق اسمی است، که به نظر انتقاد درستی است، اما از لحاظ مفهومی در اوراق تورم پیوند عدم اطمینان کمتری وجود دارد؛ زیرا ارزش جریان نقد واقعی پیشاپیش شناخته می‌شود.

۶ انتخاب شاخص مرجع

انتخاب شاخص قیمتی که به عنوان مرجع برای اوراق قرضه تورم پیوند استفاده می شود، یکی از شاخصه های تکنیکی است که نقش مهمی در موفقیت یا عدم موفقیت این اوراق ایفا می کند. از شاخصه های تکنیکی مرتبط دیگر مالیات، نحوه محاسبه کوپن ها، محاسبه بهره متعلقه و محافظت یا عدم محافظت اصل در واقعه کاهش تورم است.

چند نکته در انتخاب شاخص قابل ذکر است؛ اول این که انتخاب یک شاخص قیمتی خاص ممکن است توجه عموم را به آن شاخص معطوف نماید؛ بنابراین بهتر است بانک مرکزی خودش در تعیین این شاخص قیمتی در راستای تعیین سیاست های اقتصادی مداخله نماید.

دوم، استانداردسازی محصولات مالی اغلب یکپارچگی و توسعه بازارهای مالی را تسهیل می نماید. انتخاب یک شاخص قیمتی مرجع رایج توسط چندین ناشر اوراق قرضه تورم پیوند، می تواند به استانداردسازی این ابزارها کمک شایانی نماید. همچنین انتخاب یک شاخص فرا ملی (به عنوان نمونه انتخاب شاخص موزون قیمتی مصرف کننده اتحادیه اروپا به جای شاخص های قیمتی منطقه ای و ملی) ممکن است به ارتقاء یکپارچگی و نقدشوندگی بازارهای مالی کمک نماید. بدین معنی که استفاده از یک شاخص رایج فرامنطقه ای مقایسه بین اوراق قرضه تورم پیوند انتشار یافته توسط ناشران مختلف را تسهیل بخشیده و احتمالاً تعداد سرمایه گذاران را توسعه می دهد. چنین استانداردسازی حتی اثرات مثبتی روی نقدشوندگی این اوراق خواهد داشت (Musso and Westermann, ۲۰۰۵).

سوم، اوراق تورم پیوند می تواند به هر شاخصی مرتبط شود. در اصل ناشران بیشتر تمایل دارند که از شاخصی استفاده کنند که همبستگی نزدیکی با ساختار درآمدیشان دارد، در حالی که سرمایه گذاران از شاخصی منتفع می شوند که دقیقاً حاکی از ساختار بدهیشان باشد. با این حال انتخاب شاخص مرجع اغلب نتیجه تراضی و مصالحه میان ترجیحات ناشر و سرمایه گذاران است و شاخص مرجع باید از سوی سرمایه گذاران قابل فهم و قابل پذیرش باشد.

چهارم، موفقیت اوراق قرضه تورم پیوند نیازمند پایداری و درستی محاسبه شاخص است. یکی از انتقاداتی که در گذشته در رابطه با انتخاب بدهی دولتی به عنوان شاخص صورت می پذیرفت این بود که دولت ممکن است توانایی داشته باشد که ارزش شاخص را دستکاری کرده تا به طور مؤثر روی بدهی هایش نکول کند؛ بنابراین آنچه مهم است این که شفافیت کامل در محاسبه شاخص مرجع برای از بین بردن نگرانی و ترس سرمایه گذاران وجود داشته باشد (Garcia & Van Rixtel, ۲۰۰۷, p ۲۰). جدول شماره ۱، ناشران مهم اوراق تورم پیوند در جهان و شاخص های مورد استفاده توسط این کشورها را نشان می دهد.

جدول شماره ۱- ناشران مهم اوراق قرضه تورم پیوند در جهان و شاخص های مورد استفاده

کشور	نام اوراق	ناشر	شاخص تورمی مورد استفاده
آمریکا	اوراق خزانه مصون از تورم (TIPS)	خزانه داری آمریکا	شاخص قیمتی مصرف کننده آمریکا (NSA)
انگلیس	اوراق تورم پیوند (Gilt)	اداره مدیریت بدهی انگلیس	شاخص قیمتی خرده فروشی
ژاپن	JGBi	وزارت مالی	شاخص قیمتی مصرف کننده ژاپن (CPI)
آلمان	Bund index and BO index	آژانس مالی دولت فدرال آلمان (Bundesrepublik Deutschland Finanzagentur)	شاخص موزون قیمتی مصرف کننده به استثنای تنباکو EU HICP ex Tobacco
فرانسه	OATi and OATei	Agence France Tresor	France CPI ex-tobacco (OATi), EU HICP (OATei)
کانادا	اوراق با بازدهی واقعی (Real Return Bond)	بانک کانادا	شاخص قیمتی مصرف کننده آمریکا (CPI)
استرالیا	اوراق قرضه تورم پیوند	دپارتمان خزانه استرالیا	شاخص قیمتی مصرف کننده استرالیا
سوئد	اوراق خزانه تورم پیوند	اداره ملی بدهی سوئد	شاخص قیمتی مصرف کننده سوئد
ایتالیا	BTPi	دپارتمان خزانه	EU HICP ex Tobacco

۷ جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

این گزارش بازار جهانی اوراق تورم‌پیوند را مورد بررسی قرار داد. همان‌طور که ذکر گردید امروزه ۱۳ کشور از ۲۰ کشور دارای بزرگ‌ترین اقتصادها (بر اساس تولید ناخالص داخلی) در بازار اوراق قرضه تورم‌پیوند فعال هستند و از سال ۱۹۹۶ تا ۲۰۱۳ روند بازار اوراق قرضه تورم‌پیوند رو به رشد بوده و ارزش کل بازار تمام انواع اوراق قرضه تورم‌پیوند در سراسر جهان در سال ۲۰۱۳ به مبلغی حدود ۲/۴ تریلیون دلار رسیده است.

بالا بودن نرخ تورم در ایران طی سال‌های اخیر پیامدهای نامطلوبی را برای اقتصاد کشور به همراه داشته است؛ عدم جذابیت اوراق برای سرمایه‌گذاری، افزایش هزینه‌های انتشار اوراق برای بانی (ناشر) و در نتیجه تحمیل بار تأمین مالی برخی از پروژه‌ها بر روی نظام بانکی و عدم رعایت حقوق واقعی سرمایه‌گذاران از جمله اثرات عدم انعطاف نرخ سود اوراق است.

به نظر می‌رسد با توجه به اثرات مخرب تورم در عدم جذابیت تأمین مالی از طریق انتشار اوراق هم برای ناشران و هم برای سرمایه‌گذاران در ایران، ایده طراحی و انتشار اوراق تورم‌پیوند می‌تواند هم در افزایش کارایی و کاهش هزینه‌های انتشار مفید باشد و هم در جهت کاهش زیان‌های ناشی از نوسانات غیر منتظره تورم.

یکی از مهم‌ترین چالش‌ها در استفاده از اوراق تورم‌پیوند این است که این اوراق همانند اوراق قرضه معمولی مبتنی بر قرارداد قرض با بهره است؛ بنابراین از نظر فقهی مصداق ربای قرضی محسوب گردیده و استفاده از آن حرام می‌باشد. این در حالی است که در کشورهای اسلامی با توجه به ممنوعیت شرعی استفاده از اوراق قرضه، اندیشمندان اسلامی با طراحی انواع اوراق بهادار اسلامی که مبتنی بر عقود شرعی هستند، توانسته‌اند جایگزینی موفق برای اوراق قرضه پیدا نمایند. امروزه اکثر کشورهای اسلامی در انتشار اوراق بهادار اسلامی دارای تجربیاتی بس ارزشمند و موفق هستند که جمهوری اسلامی ایران نیز از این قاعده مستثنی نبوده و تا کنون انواعی از اوراق بهادار اسلامی را طراحی نموده است که برخی مانند اوراق مشارکت دارای سابقه‌ای طولانی در ایران است و برخی دیگر مانند اوراق اجاره، مرابحه و سلف طی سالیان اخیر به مرحله انتشار رسیده است. بالا بودن نرخ تورم و کاهش قدرت خرید سرمایه‌گذاران از یکسو و افزایش هزینه‌های انتشار اوراق برای ناشران از سوی دیگر، ضرورت گرایش به سمت طراحی اوراق بهادار اسلامی تورم‌پیوند را مضاعف می‌کند. قطعاً اولین گام در راستای طراحی و پیاده‌سازی انواع صکوک تورم‌پیوند، بررسی فقهی این ساختار خواهد بود. لازم به ذکر است کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار با ارائه راه‌حل‌های شرعی امکان طراحی اوراق اجاره و مشارکت مصون از تورم را فراهم نموده است (صورتجلسه کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار، سال هشتم، جلسه ۱۰۲، ۱۳۹۳).

۸ منابع و مأخذ:

۱. Dr. Samuel, Huber, (۲۰۱۳), “, **Inflation Linked Bonds (Preserving Real Purchasing Power and Diversifying Risk)**”, Credit Suisse
۲. J. A. Garcia & A. Van Rixtel, (۲۰۰۷), “**Inflation linked Bonds from a Central Bank Perspective**”, European Central Bank, Occasional Paper Series, No 62.
۳. Standard Life Investment, (۲۰۱۳), “**Guide to Inflation linked Bonds**” (www.standardlifeinvestments.com).
۴. Jeffrey M. Wrase, (۱۹۹۷), “**Inflation-Indexed Bonds: How Do They Work?**”, Business Review, Federal Reserve Bank of Philadelphia.
۵. Musso and T. Westermann, (۲۰۰۵) “**Assessing potential output growth in the euro area: a growth accounting perspective**”.
۶. Barclays Capital, (۲۰۰۴), “**Global Inflation-Linked Products: A User’s Guide**”,
۷. J. Berg, A. van Rixtel, A. Ferrando, G. de Bondt and S. Scopel; (۲۰۰۵), “**The bank lending survey for the euro area**”

سازمان بورس و اوراق بهادار
مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی
www.rdis.ir