



سازمان بورس و اوراق بهادار
Securities & Exchange Organization

مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

موانع و ملاحظات مربوط به انتشار اوراق بهادار اسلامی دولتی

مجید کریمی
یونس سلمانی

شهریور ۱۳۹۶



سازمان بورس و اوراق بهادار

مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

گروه بازارها و ابزارهای مالی

عنوان: موانع و ملاحظات مربوط به انتشار اوراق بهادار اسلامی دولتی

تهیه کنندگان: مجید کریمی، یونس سلمانی

کد گزارش: ۹۶-۱۶-۲۰۱۷

تاریخ گزارش: شهریور ۱۳۹۶

این گزارش در گروه بازارها و ابزارهای مالی مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار تهیه گردیده و مباحث و نظرات ارائه شده در آن صرفاً نظرات و بررسی‌های صورت گرفته توسط کارشناسان و پژوهشگران این گروه می‌باشد نه نظرات رسمی سازمان بورس و اوراق بهادار.

موانع و ملاحظات مربوط به انتشار اوراق بهادار اسلامی دولتی

مجید کریمی - یونس سلمانی

چکیده

ابزارهای بدهی علاوه بر ساماندهی بدهی‌های دولت زمینه ساز بازار پذیری و قاعده‌مند نمودن و نیز ایجاد امکان برنامه‌ریزی را فراهم می‌نماید. در حقیقت ابزار بدهی دامنه اثرگذاری اعمال سیاست‌های مالی را به شکل قابل توجهی در اقتصاد ارتقاء می‌دهد. گسترش بازار بدهی در ذات خود منجر به توسعه بازار سرمایه و نظام تأمین مالی می‌گردد. از دیگر آثار ایجابی افزایش عمق بازار بدهی، تقویت ابزارهای سیاست پولی می‌باشد. دولت‌ها در اقتصاد ایران همواره با کسری تراز عملیاتی، مازاد تراز دارایی‌های سرمایه‌ای و مالی مواجه بوده‌اند. به عبارت بهتر کسری تراز عملیاتی از طریق ایجاد مازاد در تراز دارایی‌های سرمایه‌ای و مالی جبران شده است. این در حالی است که مازاد ترازدارایی‌های سرمایه‌ای منجر به کاهش سرمایه‌گذاری دولت در اقتصاد می‌شود و این مسئله می‌تواند پیامدهای منفی برای رشد و توسعه اقتصادی در پی داشته باشد؛ همچنین مازاد تراز دارایی‌های مالی علاوه بر اینکه تعهدات آتی برای دولت ایجاد می‌کند، شیوه تأمین مالی دولت برای ایجاد این مازاد، اقتصاد را به شدت متأثر می‌کند. یکی از مهمترین ظرفیت‌ها برای تأمین مالی نیازهای مختلف دولت استفاده از اوراق بهادار اسلامی است که البته موانع و ملاحظات برای انتشار این اوراق توسط دولت وجود دارد. در این گزارش به موارد مهم این موانع و ملاحظات اشاره شده است که توجه به این ملاحظات و رفع موانع می‌تواند به کارایی انتشار اوراق بهادار اسلامی توسط دولت منجر شود.

کلمات کلیدی: اوراق بهادار دولتی، تأمین مالی اسلامی، نیازهای مالی دولت، موانع انتشار اوراق بهادار اسلامی

ابزارهای بدهی علاوه بر ساماندهی بدهی‌های دولت زمینه ساز بازار پذیری و قاعده‌مند نمودن و نیز ایجاد امکان برنامه‌ریزی را فراهم می‌نماید. در حقیقت ابزار بدهی دامنه اثرگذاری اعمال سیاست‌های مالی را به شکل قابل توجهی در اقتصاد ارتقاء می‌دهد. گسترش بازار بدهی در ذات خود منجر به توسعه بازار سرمایه و نظام تأمین مالی می‌گردد. از دیگر آثار ایجابی افزایش عمق بازار بدهی، تقویت ابزارهای سیاست پولی می‌باشد. لازم به ذکر است که در اغلب کشورهای دنیا کشف نرخ بهره از طریق عملیات بازار باز و مبتنی بر سازوکار عرضه و تقاضای بازار (خرید و فروش اوراق قرضه کوتاه مدت دولتی توسط بانک مرکزی) صورت می‌گیرد. در کشور ما به دلیل عدم وجود بازار بدهی توسعه یافته، این موضوع دارای محدودیت بوده و لذا در عمل سیاست‌های توصیه‌ای و دستوری، مبنایی برای تعیین نرخ سود بانکی بوده است. از این‌رو، گسترش انتشار اوراق بدهی از جمله عواملی است که می‌تواند به کشف نرخ سود حقیقی در اقتصاد کمک نماید و منجر به تعیین نرخ سود در بازار شود و جایگزین سیاست‌های توصیه‌ای و دستوری تعیین نرخ سود گردد. لذا انتشار اوراق بدهی منجر به تقویت ابزارهای سیاست پولی خواهد شد. همچنین افزایش قدرت بهینه‌یابی ترانزاکشن و واسطه‌های مالی از طریق تنوع بخشی ابزارها و ارائه ابزارهای کم ریسک از دیگر مزایای بازار بدهی خواهد بود. (کریمی ریزی و سلمان، ۹۶)

اقتصاد ایران طی سنوات گذشته به دلیل حرمت شرعی اوراق قرضه (اصلی‌ترین اوراق بدهی در اقتصاد دنیا) از ابزار بدهی قابل توجهی برخوردار نبوده است لیکن به سبب انباشت حجم قابل توجهی از بدهی‌های بجا مانده دولت در شرایط کنونی و بروز تنگنای مالی شدید در اقتصاد ملی، به سرعت طی سال‌های اخیر ابزارهای بدهی کوتاه‌مدت (اوراق خزانه و اوراق تسویه خزانه) و ابزار بلندمدت (صکوک اجاره) طراحی شده و عطف به اجرای قوانین موضوعه مورد اجرا قرار گرفته و خواهد گرفت. بدیهی است ابزارهای موجود تکافوی نیاز اقتصاد ایران طی دوره جاری و آتی را نداشته و نیاز به ارائه ابزارهای جدیدی است که علاوه بر کارایی اقتصادی و برآورده کننده منافع ملی از درجه بالای انطباق با موازین شرعی نیز برخوردار باشد.

۲ احصای نیازهای مختلف دولت جمهوری اسلامی ایران

به هر حال، در ایران ایجاد مازاد تراز در تملک دارایی‌های مالی بیشتر از محل حساب ذخیره ارزی و استقراض از نظام بانکی بوده است. به عبارت بهتر، در بین ابزارهای تأمین مالی کسری بودجه دولت، اوراق بدهی و بهادار اسلامی کمتر مورد توجه دولت‌ها قرار گرفته است. این در حالی است که در سال‌های اخیر، بازار اوراق بهادار اسلامی (صکوک) به صورت قابل توجهی در سطح جهان توسعه یافته است؛ به طوریکه که، حتی کشورهایی که نظام اقتصادی و فرهنگی آنها غیر اسلامی است و بیشتر تأکید بر نظام تأمین مالی متعارف دارند نیز به استفاده از این اوراق روی آورده‌اند. دلیل این امر بیشتر به تنوع و قابلیت بالای صکوک در رفع نیازهای شرکت‌ها و نهادهای حاکمیتی در کشورها، اعم از اسلامی و غیراسلامی بر می‌گردد. با توجه به این شرایط، در مسئله تأمین مالی نیازهای مختلف دولت و پرداخت‌های بهره‌ای آن نیز صکوک به صورت گسترده در کشورها مورد استفاده قرار می‌گیرد. توجه به این تجربیات نشان می‌دهد که دولت جمهوری اسلامی ایران نیز می‌تواند جهت رفع بخشی از نیازهای مالی خود اقدام به انتشار اوراق بهادار دولتی نماید. به طور خلاصه، انتشار اوراق بهادار توسط دولت با مهندسی صحیح می‌تواند بسیاری از نیازهای مالی دولت را حل کند:

بر اساس تحلیل ساختار بودجه کشور نیازهای مختلف دولت به شرح زیر است: (کریمی ریزی و سلمانی، ۹۶)

- (۱) تأمین کسری تراز عملیاتی
 - (۲) تأمین هزینه‌ی تملک دارایی‌های سرمایه‌ای
 - (۳) تأمین مالی هزینه‌های سود و کارمزد استقراض از منابع داخلی و خارجی
 - (۴) سیاست‌گذاری مالی و مدیریت بدهی از طریق تغییر ترکیب ابزارهای تأمین کسری مالی دولت
- دولت جمهوری اسلامی ایران می‌تواند بر اساس ماهیت صکوک مختلف و نوع نیاز تأمین مالی و در نظر گرفتن ملاحظات اقتصادی اقدام به انتشار اوراق بهادار اسلامی نماید، اما در این راستا ملاحظات وجود دارد که به مواردی از مهمترین آن اشاره می‌گردد.

۳ ملاحظات ضروری جهت انتشار اوراق بهادار برای رفع نیازهای دولت جمهوری اسلامی ایران

به صورت کلی دو روش برای تأمین مالی وجود دارد:

- تأمین مالی مبتنی بر بدهی^۱
- تأمین مالی مبتنی بر مالکیت^۲

رویکرد غالب در تأمین مالی پروژه‌ها مبتنی بر روش اول بوده است؛ غافل از آنکه این نوع تأمین مالی و انتخاب این روش مشکلات بسیاری برای اقتصاد به بار خواهد آورد. عدم ارتباط بین پرداخت‌ها از تسهیلات دهندگان و جریانات خروجی پروژه باعث می‌شود تا ریسک عدم بازپرداخت توسط دولت‌ها به وجود آید. در این حال دولت‌ها اقدام به چاپ پول و یا استقراض می‌کنند که تبعات نامطلوبی نسبت به ثبات مالی و اقتصادی ایجاد می‌نماید. در این حالت بهتر است روش‌هایی بکار گرفته شود که این روش‌ها خروجی و عایدات پروژه را به سمت عایدات بخش واقعی اقتصاد سوق دهد. در این حالت کشور بحران‌های ناشی از کسری بودجه مواجه نخواهد بود. ابزارها و سازکارهایی که برای تأمین مالی طراحی می‌شود، در صورتی موفقیت آمیز خواهند بود که همه جنبه‌های مالی و اقتصادی آن در نظر گرفته شود. توجه به ملاحظات اقتصاد کلان در طراحی مدل‌های تأمین مالی، علی‌رغم تاثیرگذاری فراوان در تمامی عرصه‌ها، مغفول مانده است. توجه به مسائل مربوط به بحران‌های مالی و ثبات اقتصادی، ایجاد اهرم در اقتصاد، کسری بودجه دولت، تورم و توزیع ریسک بین عوامل اقتصادی از جمله مسائلی است که ساختارها و مدل‌های تأمین مالی بر آن‌ها تأثیر گذارند. این مهم در پروژه‌هایی که دولت متولی امر آن است نمود بیشتری می‌یابد و عدم توجه به جریانات و تعهدات دولت نسبت به این پروژه‌ها شاخص‌های اقتصادی کلان را در وضعیت نامناسب قرار می‌دهد. لذا ارتباط بین جریانات و تعهدات دولت با بخش واقعی اقتصاد که از شاخصه‌های اصلی اقتصاد و مالی اسلامی است این آسیب‌ها را به حداقل می‌رساند. (عسگری و همکاران، ۹۶)

^۱Debt based financing

^۲Equity based financing

از آنجا که جامعه و حاکمیت کشور ایران مبتنی اصول شریعت اسلامی است، لذا در تامین مالی دولت نیز باید این اصول به طور کامل رعایت گردد. به همین دلیل است که دولت ج.ا.ا. از اوراق بهادار متعارف برای تامین نیازهای مالی خود نمی تواند استفاده کند، بلکه باید از طریق اوراق بهادار اسلامی نیازهای خود را رفع نماید. در اوراق بهادار اسلامی نیز بدون استثنا باید بین تعهدات مرتبط با فعالیت های موضوع اوراق با عایدات مربوطه سازگاری کامل وجود داشته باشد. همچنین باید توجه شود که یکی از مهم ترین عوامل تعیین کننده رفتار سرمایه گذاران در خرید اوراق بهادار دولتی، نرخ بازدهی این اوراق در قیاس با نرخ های بازدهی سایر گزینه های سرمایه گذاری است. نرخ بازدهی اوراق بهادار دولتی به عنوان نرخ بازدهی بدون ریسک در اقتصاد تلقی می شود. مسلماً این نرخ باید حداقل در بلندمدت در مقایسه با بازدهی سایر گزینه های سرمایه گذاری غیردولتی که از درجات مختلف ریسک برخوردار هستند، پایین باشد و همچنین این نرخ باید بر اساس رتبه ای اعتباری دولت و ریسک پروژه ی مربوط به اوراق تعریف شود. در غیر این صورت اولاً؛ تامین مالی بخش خصوصی به نفع بازار اوراق بهادار دولتی تخلیه می شود و ثانیاً؛ اقتصاد به سمت توسعه غیرمعمول بازار بدهی دولتی و گسترش ریسک سیستمی با منشا دولت حرکت می کند. لذا لازم است در قدم اول ساز و کار تعیین نرخ سود در اقتصاد مبتنی بر واقعیت اقتصادی شکل گیرد. این امر در کشورهای دیگر در بازار بدهی و با اوراق دولتی مشخص می شود. اما متأسفانه به دلیل عدم وجود بازار پول و بازار ثانوی اوراق دولتی این امر در کشور به صورت دستوری تعیین می شود. بر این اساس نرخ ها هیچ سختی با واقعیت اقتصادی ندارد و بلکه به عنوان نرخ بدون ریسک فعالیت های اقتصادی واقعی را تعطیل می کند. لذا باید نسبت به شکل گیری بازاری به عنوان سیاست گذاری توجه ویژه شود. بر این مبنا جهت جلوگیری از تعهدات دولتی بدون پشتوانه، لازم است تا اوراقی سازگار با تامین مالی نیازهای مختلف دولت، قابلیت معامله در بازار ثانوی و اعمال سیاست های پولی توسط بانک مرکزی بکار گرفته شود. بر اساس مباحث مذکور، لازم است ملاحظات اقتصاد کلان زیر در طراحی هر نوع اوراق بهاداری در ارتباط با تامین مالی دولت جمهوری اسلامی ایران رعایت شود:

- ۱) اسلامی بودن اوراق بهادار
- ۲) سازگاری تعهدات مرتبط با فعالیت های موضوع اوراق با عایدات مربوطه
- ۳) سازگاری نرخ بازدهی تعیین شده برای اوراق با موضوع فعالیت و نیز بازدهی سایر گزینه های سرمایه گذاری بخش خصوصی (سازگاری بازدهی اوراق با ریسک)
- ۴) امکان استفاده از اوراق بهادار دولتی به عنوان ابزار سیاست پولی
- ۵) سازگاری زمان سررسید اوراق بهادار دولتی با عمر فعالیت مربوطه به اوراق
- ۶) ممانعت از ایجاد ریسک سیستمی با منشا دولت (ممانعت از اهرمی شدن اوراق بهادار دولت)
- ۷) توزیع ریسک بین عوامل اقتصادی بجای انتقال ریسک به یک طرف قرارداد (کریمی ریزی و سلمانی، ۹۶).

۴ بررسی ملاحظات اوراق بهادار سازی دارایی های دولت با هدف انتشار اوراق بهادار اسلامی

دولت جمهوری اسلامی ایران در طی سال های اخیر به صورت محدود اقدام به انتشار اوراق بهادار اسلامی همچون اسناد خزانه، اوراق اجاره و اوراق مشارکت کرده است. اسناد خزانه اسلامی بکار گرفته شده در دولت بیشتر با هدف تسویه

بدهی دولت به پیمانکاران بوده است و اوراق مشارکت و اجاره نیز برای تأمین مالی پروژه‌های عمرانی بکار گرفته شده است. البته در انتشار اسناد خزانه اسلامی به صورت غیرمستقیم تأمین مالی پروژه‌های عمرانی دولت هدف قرار گرفته است. به هر حال، تجربه‌ی کشور نشان می‌دهد که در ارتباط با اوراق بهادار سازی دارایی‌های دولت جمهوری اسلامی ایران با هدف انتشار اوراق بهادار، چالش‌های جدی وجود دارد. همچنین با توجه به شرایط و محدودیت‌های کشور باید ملاحظاتی را در ارتباط اوراق بهادار سازی دارایی‌های دولت با هدف انتشار اوراق بهادار اسلامی رعایت گردد. در ادامه به تشریح مهم‌ترین این چالش‌ها و ملاحظات پرداخته می‌شود.

۴-۱ وجود تشنگی در انتشار اوراق بهادار اسلامی

در عمده کشورهای انتشاردهنده اوراق بهادار اسلامی، دولت صرفاً یک وزارت خانه به عنوان بانی مسئولیت انتشار، مدیریت و تسویه اوراق را بر عهده دارد. این امر بدلیل مدیریت و انسجام بهتر تأمین نیازهای دولت، برآورد درآمدهای حاصل از انتشار اوراق و تخصیص آن به سرمایه‌گذاران، همچنین مدیریت نرخ‌های بازدهی شکل گرفته در بازار، با توجه به اهمیت دولت در اقتصاد یک کشور است. متأسفانه در سال ۱۳۹۵ اجازه انتشار توسط دولت به وزارت‌خانه‌های مختلف سبب شده است تا تشنگی در نرخ بازدهی اوراق بهادار بازار و حتی نرخ‌های شکل گرفته در بخش‌های مختلف اقتصاد بوجود آید. این در حالی است که مسئول تسویه کلیه‌ی این اوراق وزارت اقتصاد و دارایی و یا سازمان برنامه است. لذا این احتمال کج‌منشی و کژگزینی در فرآیند انتشار و بکارگیری منابع حاصل را در دستگاه بانی افزایش می‌دهد. همین امر ممکن است ریسک سیستماتیک و ریسک سیستمی را در کشور افزایش دهد. چراکه این وزارت‌خانه‌ها هیچ تعهدی نسبت به تسویه اوراق منتشر شده ندارند.

۴-۲ عدم تفکیک دقیق و شفاف طرح‌های انتفاعی و غیرانتفاعی عمرانی دولت

اوراق بهادار اسلامی را می‌توان بر حسب اینکه پروژه مورد نظر انتفاعی است و یا غیر انتفاعی تقسیم‌بندی کرد. در اوراق انتفاعی لزوماً فعالیتی وجود دارد که از نظر اقتصادی ایجاد عایدی مستقیم برای سرمایه‌گذاران می‌کند. در حالی که پروژه‌های غیر انتفاعی با منطق اقتصادی حداقل در کوتاه‌مدت منطبق نیست اما دولت گزینی از انجام این پروژه‌ها بنا به مسئولیت خود ندارد. آسیبی که از این فعالیت‌ها برای انتشار اوراق بهادار متصور است این است که اوراق انتفاعی برای این سنخ از پروژه‌ها منتشر و بوسیله آن تأمین مالی شود. با این ساختار دولت خود را متعهد به پرداخت به سرمایه‌گذاران می‌کند. در حالی که محلی برای این پرداخت‌ها وجود ندارد. ضمن آنکه در قانون نیز استفاده از اوراق بهادار مبتنی بر بازدهی برای فعالیت‌های غیرانتفاعی منع شده است.

۴-۳ ضرورت اسلامی بودن اوراق بهادار منتشره توسط دولت جمهوری اسلامی ایران و منع

استفاده از مزایای بازار بدهی

انتشار اوراق بدهی از جمله عواملی است که می‌تواند به کشف نرخ سود حقیقی در اقتصاد کمک نماید و منجر به تعیین نرخ سود در بازار شود و جایگزین سیاست‌های توصیه‌ای و دستوری تعیین نرخ سود گردد. لذا انتشار اوراق بدهی منجر به تقویت

ابزارهای سیاست پولی خواهد شد. همچنین افزایش قدرت بهینه‌یابی ترازنامه واسطه‌های مالی از طریق تنوع بخشی ابزارها و ارائه ابزارهای کم ریسک از دیگر مزایای بازار بدهی خواهد بود.

لیکن اقتصاد ایران طی سنوات گذشته به دلیل حرمت شرعی اوراق قرضه (اصلی ترین اوراق بدهی در اقتصاد دنیا) از ابزار بدهی قابل توجهی برخوردار نبوده است. لذا جایگزین مناسب برای این اوراق با توجه به محدودیت‌های شرعی ضروری است.

۴-۴ عدم شناسایی دارایی‌های دولت جهت پشتوانه‌سازی آنها

متأسفانه نبود یک سیستم جامع اطلاعات مالی در ارتباط با دارایی‌های دولت مانع از این امر شده است که بتوان دارایی‌های دولت را در امر انتشار اوراق بهادار دولتی بکار گرفت. ضمن آنکه بسیاری از دارایی‌های دولت از نظر حقوقی دارای مشکل هستند و برای قرار گرفتن در زمره دارایی پشتوانه اوراق، هزینه هنگفتی از جهت حقوقی باید پرداخت شود که همین امر انگیزه‌ی دولت برای استفاده از این دارایی‌ها را به عنوان پشتوانه محدود می‌کند. ضمن آنکه برخی از دارایی‌های دولت مربوط به موقوفات هستند که منع قانونی و شرعی برای استفاده از آنها به عنوان پشتوانه اوراق وجود دارد.

۴-۵ احتمال انحراف ارزش اوراق مصوب قوانین از ارزش مورد نیاز برای موضوع اوراق

بهادار دولتی و امکان وقفه در تخصیص ارقام

در ایران برای انتشار اوراق بهادار دولتی در ابتدا باید نیاز شناسایی شود. در گام دوم این نیاز در لایحه برنامه بودجه دولت قرار می‌گیرد و برای بررسی روانه مجلس شورای اسلامی می‌شود. به دلیل ساختار تصمیم‌گیری حاکم بر مجلس شورای اسلامی احتمال تغییر ارقام اوراق در لایحه وجود دارد. این امر به عنوان یک چالش جدی برای دولت در امر تأمین مالی و تسویه اوراق منتشره مطرح است. ضمن آنکه در صورت تصویب مجلس و جذب وجوه با انتشار اوراق بهادار، سازمان برنامه و بودجه باید اجازه تخصیص وجوه را به موضوع اوراق منتشره را صادر کند. در نتیجه در این مرحله نیز حداقل فاصله زمانی بین جذب و تخصیص منابع بوجود خواهد آمد. این موضوع نیز در امر تسهیل فعالیت‌هایی که در ارتباط با آنها اوراق منتشر شده است یک معضل اساسی محسوب می‌شود.

۴-۶ نبود سازوکار قابل اطمینان برای تسویه حساب اوراق بهادار اسلامی

بخشی از مشکل نبود سازوکار قابل اطمینان برای تسویه حساب اوراق بهادار اسلامی ناشی از مسائل فوق‌الذکر است که قید شد و بخش دیگری نیز به این دلیل است که حتی اگر سازمان برنامه و بودجه دستور تسویه داشته باشد اما خزانه‌داری وجوه لازم برای تسویه را نداشته باشد. در چنین شرایطی ریسک سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار دولتی کشور برای خریداران آن بویژه سرمایه‌گذاران خارجی به شدت بالا خواهد بود. در نتیجه‌ی سرمایه‌گذار مسلماً نه تنها تمایلی به سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار دولتی نخواهد داشت، بلکه با توجه به این امر که وضعیت مالی دولت شاخصه‌ی اطمینان در سرمایه‌گذاری یک کشور است، تمایلی به سرمایه‌گذاری در بخش خصوصی کشور نیز نخواهد بود.

۴-۷ عدم هماهنگی و سازگاری بین نرخ بازدهی اوراق بهادار دولتی با گزینه های

سرمایه گذاری بخش خصوصی

اوراق بهاداری که توسط دولت ها منتشر می شود معمولاً کم ریسک ترین اوراق است و بر اساس بازدهی پایین تری نسبت به اوراق بهادار بخش خصوصی خواهد داشت و همین نرخ شاخص سرمایه گذاری های خارجی را نیز مشخص می کند. حال اگر نرخ این اوراق بالا تعیین شود و این امر از مکانیزم بازار تبعیت نکند، بلکه دستوری و فروش به هر قیمتی باشد باعث فرار سرمایه از بخش خصوصی به این بخش ها خواهد بود. زیرا این نرخ بالاتر از نرخ های اقتصادی است و به دلیل اسم دولت اعتماد بیشتری را به خود جلب می نماید. ادامه این وضعیت با توجه به نبود منبع در آمد کافی برای پرداخت آغاز یک بحران جدی و رکودی در عمیق در اقتصاد خواهد بود.

۴-۸ لزوم توجه به عمق و ظرفیت بازار سرمایه در تأمین مالی دولت

توسعه و عمق بازارهای مالی از الزامات مهم توسعه و پیشرفت اقتصادی است. اما اگر بازار ظرفیت جذب اوراق مختلف را نداشته باشد نتیجه برعکس خواهد بود و خود این امر می تواند آغازی بر یک افول و نکول اقتصادی خواهد بود. حال اگر این اوراق؛ دولتی باشد آسیب را بیشتر می کند.

۴-۹ عدم رتبه بندی اوراق بهادار دولتی در کشور

از اصول اولی در سرمایه گذاری تناسب ریسک و بازدهی در گزینه های مختلف سرمایه گذاری است. سرمایه گذاران مختلف بر اساس میزان تحمل ریسک و انتظار از بازدهی اقدام به سرمایه گذاری مطلوب خود می کنند. در این رابطه نیاز است تا ریسک ها و بازدهی مورد انتظار را ملاحظه کنند و اقدام نمایند. این تولید اطلاعات که منجر به شفافیت در انتشار اوراق بهادار می شود از طریق موسسات رتبه بندی بین المللی صورت می گیرد و نمره اعتباردلیلی بر سرمایه گذاری است. متأسفانه این ضعف ساختاری در کلیه نظام مالی کشور وجود دارد.

۴-۱۰ عدم پوشش ریسک نوسانات نرخ ارز برای خریداران اوراق بهادار دولتی ایران

یکی از مهم ترین فرصت های پیش روی دولت ها جهت جذب منابع مالی مورد نیاز جذب سرمایه گذاران خارجی است. در کشور ایران مهم ترین مسئله ای که مانع از ورود سرمایه گذاران خارجی جهت اوراق منتشر شده ریالی می شود، نوسانات نرخ ارز است. متأسفانه ابزار مناسبی برای پوشش این ریسک وجود ندارد. لذا اگر نااطمینانی حاصل از نرخ ارز برای سرمایه گذاران خارجی کاهش یابد، می توان از ظرفیت منابع مالی آنها نیز برای تأمین نیازهای مالی دولت استفاده کرد.

۴-۱۱ عدم سازگاری بازدهی مشخص شده برای اوراق بهادار دولتی در افق های زمانی مختلف

یکی از چالش های انتشار اوراق بهادار دولتی در ایران فارغ از عدم تناسب نرخ بازدهی این اوراق با بازدهی فعالیت های دولت و غیر منطقی بودن این نرخ ها در قیاس با بازدهی فعالیت های (Placeholder1) بخش خصوصی، ناسازگاری زمانی

نرخ‌های بازدهی تعیین شده برای اوراق بهادار دولتی است. به طوریکه بازدهی اوراق بهادار کوتاه‌مدت دولت سنخیت چندانی با نرخ بازدهی اوراق بهادار بلندمدت دولتی ندارد.

۱۲-۴ عدم پیش‌بینی منابع احتیاطی برای تسویه اوراق بهادار اسلامی در صورت عدم توفیق

موضوع اصلی قرارداد

یکی از مسائلی که در ارتباط با دولت وجود دارد این است که اوراق بهادار دولتی به هیچ وجه نباید نکول شوند. چراکه نکول دولت منجر به نااطمینانی در کل اقتصاد می‌شود و این امر می‌تواند به کاهش سرمایه‌گذاری و حتی ریسک سیستمی در اقتصاد منجر شود. بر همین اساس لازم است منابع احتیاطی برای تسویه اوراق بهادار اسلامی در صورت عدم توفیق موضوع اصلی قرارداد اوراق در نظر گرفته است. به عنوان مثال در سال‌های گذشته به دولت اجازه داده شده بود که از منابع سرجمع برای تسویه اوراق سرسید شده استفاده کند. این امر منجر می‌شود حتی اگر خزانه‌داری با مشکل نقدینگی مواجه باشد، تسویه توسط دولت صورت گیرد. در واقع، استفاده از اوراق بهادار دولتی بیش از توجه به انتشار نیازمند تمرکز جدی در مقوله‌ی تسویه‌ی آن است.

۱۳-۴ ضعف در دانش و نیروی متخصص مالی اسلامی و عدم بکارگیری روشمند متخصصان این

حوزه

یکی از مشکلات اساسی در تأمین مالی دولت جمهوری اسلامی ایران از طریق انتشار اوراق بهادار اسلامی ضعف در دانش و نیروی متخصص مالی اسلامی است. به طوریکه این ضعف نوآوری و تنوع در طراحی ابزارهای اسلامی مناسب با نیازهای مالی دولت را محدود می‌کند. ضمن آنکه معدود افراد متخصصی نیز که در این زمینه وجود دارند به صورت صحیح و روشمند در نهادهای مربوطه بکار گرفته نمی‌شوند. به نظر می‌رسد در این راستا استفاده از تجربیات سایر کشورها و تربیت نیروی انسانی متخصص کارگشا باشد. البته در این راستا لازم است متخصصان هم از نظر تکنیکی و محاسباتی و هم اصول اسلامی طراحی اوراق بهادار اغناء شوند.

بر اساس این آسیب‌شناسی باید توجه کرد که برای انتشار کارای اوراق بهادار اسلامی توسط دولت باید این موانع برطرف شود.

۱۴-۴ نبود قانون دائمی در ارتباط با انتشار اوراق بهادار اسلامی دولتی

عمدتاً در کشورهایی که دولت‌ها جهت رفع نیازهای مالی خود اقدام به انتشار اوراق بهادار متعارف و یا اسلامی می‌کنند، قوانین دائمی در این ارتباط وجود دارد. دولت‌ها نیز در چارچوب این قوانین به صورت مرتب و قاعده‌مند اقدام به انتشار اوراق بهادار می‌کنند. متأسفانه در ایران چنین قوانینی وجود ندارند و انتشار اوراق بهادار توسط دولت هر ساله در قانون برنامه بودجه تعیین می‌شود. از آنجا که قانون برنامه بودجه به صورت سالانه است، لذا انتشار اوراق بهادار از نظر کمیت و کیفیت به صورت

مصلحتی صورت می‌گیرد و این موضوع خود منشا برخی از چالش‌های کوتاه‌مدت و بلندمدت در ارتباط با انتشار اوراق بهادار دولتی و تسویه آنها در کشور است.

۵ نتیجه گیری

در این گزارش بر ضرورت استفاده از ابزارهای بدهی و استفاده از آن تأکید شد. ابزار بدهی دامنه اثرگذاری اعمال سیاست‌های مالی را به شکل قابل توجهی در اقتصاد ارتقاء می‌دهد. گسترش بازار بدهی در ذات خود منجر به توسعه بازار سرمایه و نظام تأمین مالی می‌گردد. از دیگر آثار ایجابی افزایش عمق بازار بدهی، تقویت ابزارهای سیاست پولی می‌باشد. از طرفی به کسری بودجه دولت و احصاء نیازهای مالی دولت پرداخته شد؛ دولت‌ها در اقتصاد ایران همواره با کسری تراز عملیاتی، مازاد تراز دارایی‌های سرمایه‌ای و مالی مواجه بوده‌اند. به عبارت بهتر کسری تراز عملیاتی از طریق ایجاد مازاد در تراز دارایی‌های سرمایه‌ای و مالی جبران شده است. این در حالی است که مازاد ترازدارایی‌های سرمایه‌ای منجر به کاهش سرمایه‌گذاری دولت در اقتصاد می‌شود و این مسئله می‌تواند پیامدهای منفی برای رشد و توسعه اقتصادی در پی داشته باشد؛ همچنین مازاد تراز دارایی‌های مالی علاوه بر اینکه تعهدات آتی برای دولت ایجاد می‌کند، شیوه تأمین مالی دولت برای ایجاد این مازاد، اقتصاد را به شدت متأثر می‌کند. یکی از مهمترین ظرفیت‌ها برای تأمین مالی نیازهای مختلف دولت استفاده از اوراق بهادار اسلامی است که البته موانع و ملاحظات برای انتشار این اوراق توسط دولت وجود دارد. در این گزارش به موارد مهم این موانع و ملاحظات اشاره شد که توجه به این ملاحظات و رفع موانع می‌تواند به کارایی انتشار اوراق بهادار اسلامی توسط دولت منجر می‌شود.

۶ منابع

- ۱- کریمی ریزی، مجید و سلمانی یونس. (۱۳۹۶) گزارشی با عنوان: بررسی و تبیین انواع اوراق بهادار اسلامی متناسب با نیازهای تامین مالی دولت جمهوری اسلامی ایران. معاونت اقتصادی، وزارت اقتصاد و دارایی؛
- ۲- کریمی ریزی، مجید، عسکری مهدی و مصطفوی علی. (۱۳۹۵). تأمین مالی پروژه‌های زیرساختی بر مبنای الگوی تسهیم ریسک از طریق انتشار صکوک استصناع توسط دولت؛ تحقیقات مالی اسلامی. در حال چاپ؛
- ۳- سلمانی، یونس، یآوری، کاظم، سجایی، بهرام و اصغریور، حسین (۱۳۹۵)، اثرات کوتاه‌مدت و بلندمدت بدهی‌های دولت بر رشد اقتصادی در ایران، فصلنامه مطالعات اقتصادی کاربردی ایران، سال پنجم، شماره ۱۸.

- ۱- AAOIFI. (2008). AAOIFI Statement on Sukuk and its implications. Retrieved from <http://www.nortonrosefulbright.com/knowledge/publications/16852/aaofi-statement-on-sukuk-and-its-implications>
- ۲- Sukuk Report, A comprehensive study of the Global Sukuk Market. 5th Edition, Published March ۲۰۱۶