

چالش‌های توسعه بازار بدهی در ایران

علی ابراهیم‌نژاد، دکترای فاینانس از دانشگاه بوستون کالج آمریکا
پوریا کبیر، دانشجوی دکترای فاینانس در دانشگاه کلمبیا آمریکا
۹ آبان ۱۳۹۵

شماره مسلسل: ۲۲۰۰۲۵۱

شماره شاپا: ۲۴۲۳-۵۳۸۵

اولاً همان‌طور که مشاهده می‌شود در بسیاری از کشورهایی که امکان انتشار اوراق بدهی به شیوه مرسوم نیز وجود دارد؛ سهم بازار بدهی در کل بازار سرمایه پایین است و برخلاف تصور اولیه، در برخی کشورهای اسلامی همچون مالزی علیرغم وجود محدودیت‌های شرعی، بازار بدهی توسعه یافته‌تر است. اما نکته مهم‌تر این‌که به نظر می‌رسد در کشورهای در حال توسعه (قرمز) سهم بازار بدهی از کل بازار سرمایه به مراتب کمتر از کشورهای توسعه یافته (آبی) است. به عبارت دیگر، در اکثر کشورهای در حال توسعه، رشد بازار بدهی به مراتب کمتر از بازار سهام بوده و برخلاف بازارهای توسعه یافته، سهم عمده تأمین مالی در بازارهای سرمایه از طریق بازار سهام صورت می‌گیرد. این مشاهده، این پرسش را در ذهن متبادر می‌کند که چرا توسعه بازار بدهی در کشورهای در حال توسعه با سرعت کمتری صورت می‌گیرد و چه چالش‌هایی مختص اقتصادهای در حال توسعه وجود دارد که مانع ایفای نقش عمده در تأمین مالی توسط بازار بدهی می‌شود؟

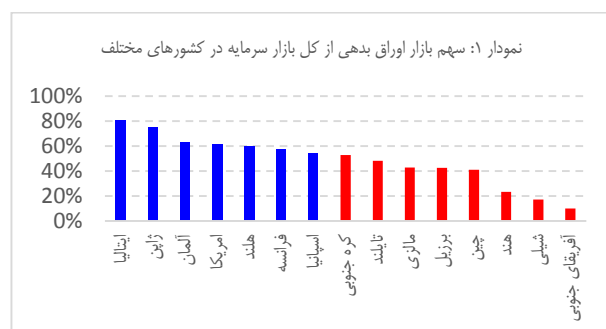
شاید بتوان مهم‌ترین چالش توسعه بازار بدهی در اقتصادهای در حال توسعه را بی‌ثباتی و تلاطم در اقتصاد کلان دانست. نوسانات رشد اقتصادی و غیر قابل پیش‌بینی بودن برخی شاخص‌های کلیدی همچون نرخ تورم تمایل شرکت‌ها را برای سرمایه‌گذاری در پروژه‌های بلندمدت کاهش داده و آن‌ها را به سمت پروژه‌های کوتاه‌مدت‌تر که انعطاف و قدرت مانور بالاتری در صورت تغییر شرایط دارند سوق می‌دهد. بدین ترتیب، نیاز شرکت‌ها به تأمین مالی چنین پروژه‌هایی از طریق انتشار اوراق دارای نرخ بهره ثابت نیز کاهش می‌یابد. به‌علاوه، انتشار اوراق با سررسید بلندمدت در شرایطی همچون شرایط کنونی اقتصاد ایران که نرخ سود بالایی دارد عملاً به این معناست که ناشر اوراق خود را برای مدت بسیار طولانی متعهد به پرداخت سود بالایی می‌کند و طبعاً در صورتی که انتظار برود در افق بلندمدت، نرخ تورم و بهره کاهش یابند استراتژی بهینه‌ای نیست.

از سوی دیگر، سرمایه‌گذار نیز در چنین محیطی تمایلی به تعهد دادن برای تأمین مالی بلندمدت با نرخ سود از پیش تعیین شده ندارد زیرا در بلندمدت، نا اطمینانی از تغییرات تورم و بهره از یک‌سو و احتمال نکول ناشر از سوی دیگر بسیار بالاست. یک مثال خوب از این موضوع را می‌توان عدم وجود ابزارهای تأمین مالی بلندمدت همچون وام‌های مسکن (mortgage) با سررسیدهای بلندمدت در ایران دانست. برخلاف اقتصادهای توسعه یافته همچون آمریکا که مؤسسات مالی تمایل به اعطای

توسعه بازار بدهی به‌عنوان یکی از ارکان نظام مالی کشور نقش مهمی در بهبود تخصیص منابع سرمایه‌گذاری و حل معضل تنگنای اعتباری دارد. در عین حال، بازار بدهی در ایران فاصله معناداری با سطح قابل قبول داشته و در مقایسه با توسعه نسبی بازار سهام کشورمان هنوز در مراحل ابتدایی رشد خود به سر می‌برد. شناخت دقیق چالش‌های توسعه این بازار در ایران می‌تواند به‌عنوان اولین گام در رشد و توسعه این بازار و نیل به نقطه مطلوب نقش مهمی داشته باشد.

در نگاه اول، ممکن است توسعه بازار بدهی به دلیل ساختار ساده‌تر اوراق با درآمد ثابت و مشخص بودن جریان نقدی آن‌ها در مقایسه با توسعه بازار سهام ساده‌تر و سهل‌الوصول‌تر به نظر برسد. اما به دلایلی که در ادامه خواهد آمد، توسعه این بازار در مقایسه با بازار سهام با چالش‌های متعددی روبروست و این چالش‌ها به‌خصوص در اقتصادهای در حال توسعه اهمیت ویژه‌ای دارد.

نمودار ۱ سهم بازار اوراق بدهی را از کل بازار سرمایه، شامل بازار سهام و اوراق بدهی، در چند کشور نشان می‌دهد.



توضیح: حجم بازار بدهی شامل بدهی شرکتی و دولتی و بر مبنای داده‌های سال ۲۰۰۸ و بازار سهام بر مبنای میانگین ۲۰۰۷-۲۰۰۹ محاسبه شده است.

منبع: بانک جهانی، سایت VOX

خانوارها نگهداری می‌شود و مابقی در تملک سرمایه‌گذاران حقوقی و نهادهای مالی است.^۱ صندوق‌های بازنشستگی به دلیل تعهدات بلندمدت خود علاقه‌مندند با سرمایه‌گذاری در اوراق بلندمدت، ریسک عدم تطابق دارایی‌ها و تعهدات خود را کاهش دهند و بانک‌ها نیز به دلیل الزامات کفایت سرمایه همواره بخشی از دارایی‌های خود را در اوراق بدهی و به‌خصوص اوراق دولتی نگهداری می‌کنند. کشور شیلی یکی از نمونه‌های موفق در این زمینه است. این کشور در سال ۱۹۸۱ اقدام به اصلاح نظام بازنشستگی خود و راه‌اندازی نظام بازنشستگی تأمین مالی شده (funded) نمود که منجر به افزایش تقاضای چشمگیر صندوق‌های بازنشستگی برای اوراق با درآمد ثابت و توسعه بازار بدهی داخلی آن کشور شد، به طوری که در حال حاضر، شیلی یکی از پیشرفته‌ترین بازارهای بدهی را در بین کشورهای امریکای لاتین دارد. بدین ترتیب، یکی از الزامات توسعه بازار بدهی، رشد و توسعه صندوق‌های بازنشستگی و نظام بانکی است. وضعیت نامناسب صندوق‌های بازنشستگی و کسری‌های قابل توجه در این صندوق‌ها و نیز تنگنای اعتباری موجود در نظام بانکی یکی از پیچیدگی‌های توسعه بازار بدهی در شرایط کنونی اقتصاد ایران است.

چالش مهم دیگر در توسعه بازار بدهی را می‌توان عدم شفافیت و ضعف قوانین در حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران دانست. سرمایه‌گذاری در اوراق غیردولتی علاوه بر ریسک‌هایی همچون ریسک نرخ بهره و نقد شوندگی، مستلزم تحمل ریسک اعتباری است. نا اطمینانی از فرآیند ورشکستگی در صورت نکول ناشر و عدم امکان تخمین زیان مورد انتظار (expected loss) یکی از مهم‌ترین چالش‌ها در توسعه بازار بدهی است. وجود یک نظام قضایی چابک و شفاف در حوزه ورشکستگی و نیز اطمینان سرمایه‌گذاران، به‌خصوص سرمایه‌گذاران خرد، از استیفای حقوق آن‌ها در صورت نکول اوراق یکی از مهم‌ترین عوامل رشد و توسعه بازار بدهی است.

در حوزه ریسک اعتباری، علاوه بر شفافیت و چابکی رویه‌های ورشکستگی، امکان تخمین مناسب از ریسک به کمک ایجاد شرکت‌های رتبه‌بندی اعتباری همواره یکی از چالش‌های توسعه بازار بدهی بوده است و در کشور ما نیز به دلیل عدم حضور شرکت‌های رتبه‌بندی معتبر بین‌المللی این معضل دوچندان شده است. ضمانت اصل و سود اوراق توسط بانک‌ها و یا شرکت‌های سرمایه‌گذاری اگرچه توانسته در کوتاه‌مدت بروز

وام مسکن بلندمدت - تا سی سال - را دارند، در کشور ما به دلایل گفته‌شده این تمایل وجود ندارد.

علاوه بر نوسانات شاخص‌های اقتصادی، عدم ثبات سیاست‌گذاری در اقتصادهای در حال توسعه همواره از اصلی‌ترین موانع توسعه بازار بدهی است. عدم استقلال بانک مرکزی همواره به بازار این علامت را می‌دهد که در صورت بروز کسری بودجه قابل توجه و یا عدم امکان بازپرداخت اوراق منتشرشده توسط دولت، احتمال استقراض از بانک مرکزی توسط دولت و متعاقباً افزایش نقدینگی و تورم وجود دارد و لذا همواره این ریسک وجود دارد که دولت با بی‌انضباطی مالی و تحمیل سیاست‌های پولی انبساطی باعث افزایش تورم و به تبع آن کاهش ارزش اوراق منتشرشده شود. بنابراین، به نظر می‌رسد تنها در بستری کامل و سازگار از سیاست‌های بایات اقتصادی است که ناشران و سرمایه‌گذاران در بازار بدهی امکان پیش‌بینی بلندمدت از شاخص‌های کلیدی مؤثر بر اوراق همچون نرخ بهره و تورم را خواهند داشت.

علاوه بر ثبات اقتصاد کلان، اتخاذ سیاست هوشمندانه و برنامه‌ریزی‌شده برای ایجاد بازار اوراق دولتی یکی از عوامل پیشران در توسعه بازار بدهی است. یک بازار اوراق دولتی نقد شونده که طیف جامعی از سررسیدهای مختلف را پوشش می‌دهد به‌عنوان یک نقطه مرجع قابل اتکا برای ارزش‌گذاری اوراق شرکتی عمل کرده و کمک شایانی به توسعه این بازار می‌کند. توسعه بازار بدهی در هنگ‌کنگ با استفاده از انتشار اوراق قرضه دولتی در دهه ۱۹۹۰ مثال مناسبی از این موضوع است که علیرغم عدم نیاز مالی، انتشار اوراق قرضه دولتی با سررسیدهای مختلف را در دستور کار قرار داد و در حال حاضر، یکی از توسعه‌یافته‌ترین بازارهای بدهی در شرق آسیا به شمار می‌رود. نکته مهم این است که دولت‌ها همواره در معرض این وسوسه هستند که اوراق قرضه خود را به‌نظام بانکی تحمیل کرده و به‌صورت غیرمستقیم، تأمین مالی خود را از طریق نظام بانکی انجام دهند. طبعاً در چنین شرایطی، قیمت‌های اوراق قرضه دولتی قیمت‌های تعادلی نبوده و نمی‌توانند به‌عنوان یک نقطه مرجع برای قیمت‌گذاری سایر اوراق مورد استفاده قرار گیرند.

یکی دیگر از چالش‌های توسعه بازار بدهی، لزوم توسعه سرمایه‌گذاران نهادی است. واقعیت این است که خریداران عمده اوراق قرضه منتشرشده در بازارهای مالی، صندوق‌های بازنشستگی و بانک‌ها هستند. به‌عنوان مثال، در امریکا تنها ۶٪ از اوراق قرضه دولتی و ۱۷٪ از اوراق قرضه شرکتی توسط

^۱ درصد مالکیت خانوارها در اوراق شهرداری‌ها ۴۲٪ است که این موضوع به دلیل معافیت مالیاتی این اوراق است.

این مشکل را به تعویق بیندازد، اما با توسعه روزافزون بازار بدهی، ایجاد شرکت‌های رتبه‌بندی اعتباری که قادر به جلب اعتماد فعالان بازار باشند یک چالش عمده است. در مجموع، اولاً توسعه بازار بدهی در مقایسه با بازار سهام با چالش‌های متعددی همراه است که این چالش‌ها به‌خصوص در اقتصادهای در حال توسعه از جمله ایران به‌مراتب بیشتر و پیچیده‌تر است. ثانیاً، توسعه این بازار بدون داشتن یک رویکرد جامع و سیاست‌گذاری مناسب برای اصلاح سایر سیاست‌های اقتصاد کلان و پرداختن به ابعاد مختلف این چالش‌ها کاری دشوار خواهد بود.

استفاده از مطالب با ذکر منبع آزاد است.
متون سیاستی منتشرشده در شمس، بیانگر دیدگاه نویسندگان بوده و لزوماً نظر این شبکه نیست.