توسعه بازار بدهی، از نتایج کلان تا آثار شرکتی

چكيده

**هدف:** در این پژوهش جایگاه بازار بدهی در نظام تأمین مالی و نقش آن در تسهیل دسترسی به منابع مالی از دو جنبه یعنی دستاوردهای کلان و آثار شرکتی بررسی شده است. بازار بدهی در طول سال­های اخیر از رشد چشمگیری برخوردار بوده و توانسته در راستای تأمین مالی بخش­های مختلف اقتصاد عملکرد قابل توجهی داشته باشد.

**روش­شناسی:** این پژوهش از نوع پژوهش­های کیفی، توصیفی و کاربردی است که اطلاعات آن به روش کتابخانه­ای و بررسی اسناد و مدارک گردآوری شده است.

**یافته­­ها:** در بعد کلان بررسی­ها نشان می­دهد توسعه بازار بدهی می­تواند جایگاه ایران را در شاخص­های جهانی بهبود ببخشد. همچنین به تعیین نرخ سود در اقتصاد کمک کند و با تأمین منابع مالی، اجرای برنامه­های کلان و راهبردی حوزه تولید را تسهیل کند. از سوی دیگر رشد تأمین مالی با استفاده از ابزارهای بازار سرمایه و بازار بدهی، به توازن و بلوغ نظام مالی کشور کمک می­نماید. از منظر شرکتی نیز بررسی­ها نشان داد ابزارهای بدهی در دسته ابزارهای تأمین مالی ارزان­تر نسبت به ابزارهای سرمایه­ای قرار می­گیرند. همچنین این ابزارها می­توانند چالش­ سرمایه در گردش شرکت­ها را برطرف کنند. از سوی دیگر به صورت تجربی می­توان نتیجه گرفت انتشار اوراق می­تواند پیام­هایی در مورد شرایط شرکت به بازار ارسال کند.

**دانش­افزایی:** مطالعه اثر توسعه بازار بدهی بر جایگاه ایران در شاخص­های جهانی، نقش بازار بدهی در تعیین نرخ سود، مدیریت هزینه­های تأمین مالی، تأمین سرمایه در گردش و ارزیابی پیام­ها و علامت­های انتشار اوراق از جمله مواردی است، که سایر پژوهش­ها به آن­ها نپرداخته­اند.

**واژه‌هاي كليدي:** تأمین مالی، بازار سرمایه، بازار بدهی، نرخ سود، اوراق بدهی.

کد طبقه­بندی موضوعی: G21، G32.

**مقدمه**

یکی از مهمترین کلیدهای دستیابی به رشد و توسعة اقتصادي، توسعه و تقویت نظام مالی و همگامي و همسويي بخش­های مالی و واقعی اقتصاد با یکدیگر است. می­دانیم که به طور کلی سیستم اقتصادی هر کشور دارای دو بخش اصلی یعنی بخش حقیقی و بخش مالي است و اقتصاد هر کشوری برای اوج گرفتن و حرکت به سمت سرمنزل مقصود نیازمند آن است که این دو بخش به گونه­ای کارا، اثربخش، هماهنگ و همگرا فعالیت نمایند.

از آنجا که وظیفة اصلی نظام مالي کشور جمع­آوری پس اندازهای خرد، فراهم کردن فرصت­های   
سرمایه­گذاری و تخصيص بهينة منابع مالي در بخش واقعي اقتصاد است، رشد اقتصادی بدون در نظر گرفتن نقش ویژه برای این بخش قابل تصور نیست. پژوهش­ها نیز نشان می­دهد توسعه بخش مالی و تأمین منابع مالی یکی از پایه­های اصلی رشد و توسعه اقتصادی است. به عنوان نمونه، در گزارشی که مرکز پژوهش­های مجلس شورای اسلامی [17] در خصوص الزامات دستیابی به رشد 8 درصدی و با مروری بر تجربه 13 کشور با   
نرخ­هاي رشد هشت درصد و بالاتر منتشر نموده بر توسعه بخش مالی تأکید شده و عنوان شده "نظام مالي توسعه يافته، با تجهيز پس­اندازها، سرمايه­گذاري را تأمين مالي مي­کند. نظام مالي بايد فراگير باشد (فراگيري دسترسي به اعتبار) تا رشد، فراگير شود. ناظر بخش مالي، بايد توسعه مالي را به گونه­اي معماري کند که رشدگرا باشد." از این­رو، این موارد سبب شده است که بازارهای مالی، روش­ها و ابزارهای تأمین مالی و ایجاد زیرساخت­های لازم برای توسعه بازارها و ابزارهای مالی بیش از پیش در کانون توجه سیاستگذاران و فعالان اقتصادی قرار گیرد.

با توجه به اینکه يكي از پايه­ها و الزامات اصلي شروع و ادامه فعاليت­هاي اقتصادي دسترسي به منابع مالي كافي جهت سرمايه­گذاري ثابت و يا تأمین سرمايه در گردش بنگاه­هاي اقتصادي است، بنابراين دسترسي به­ هنگام و كافي به منابع مالي جداي از اينكه سهم هزينه­هاي تأمين مالي از كل هزينه­هاي توليد به چه ميزان است، نقشي تعيين كننده در بهبود فرآيند رشد بنگاه­هاي اقتصادي و توسعه اقتصادی خواهد داشت.

در سال­هاي اخير مسئله تأمين مالي پروژه­ها و بنگاه­هاي اقتصادي به يكي از چالش­هاي اصلي بنگاه­ها تبديل شده و از نگاه فعالان اقتصادی "دسترسى به منابع مالى" از مهمترین مشكلات مطرح در فضای كسب و كار   
می­باشد. همانطور که می­دانیم ويژگي­هاي اصلي تأمين مالي در اقتصاد ايران، بانک محور بودن نظام تأمین مالی و نقش پررنگ بازار پول در این فرآیند است. به عبارتی اولین و شاید تنها گزینه‌ اکثر مدیران برای تأمین مالی پروژه­ها و شرکت­ها استفاده از تسهیلات بانک­ها و مؤسسات اعتباری است و تأمین مالی با استفاده از منابع صندوق توسعه ملی، منابع پیش­بینی شده دولت و در نهایت تأمین مالی از طریق بازار سرمایه در اولویت­های بعدی قرار دارند.

در حال حاضر با توجه به برخی از چالش­هایی که در سیستم بانکی برای اعطای تسهیلات وجود دارد، به ظرفیت و توانایی بازار سرمایه برای تأمین منابع مالی بنگاه‌های اقتصادی توجه زیادی می­شود. چرا که بازار سرمایه، با جمع­آوری سرمایه­های خرد و کلان قادر است تا در تجهیز منابع بنگاه‌های تولیدی و خدماتی کشور نقش مهمی ایفا ‌کند.

تأمین مالی در بازار سرمایه (بازار اوراق بهادار) از دو طریق عمده انجام می­شود، یکی انتشار اوراق بهادار سرمایه­ای که با تأسیس شرکت­های سهامی عام و یا افزایش سرمایه شرکت­های ثبت شده نزد سازمان بورس و اوراق بهادار محقق می­شود و دیگری انتشار اوراق بهادار بدهی (صکوک) و انواع ابزارهای تأمین مالی که طیف وسیع­تری از شرکت­ها، اعم از سهامی عام و خاص را در بر می­گیرد. استفاده از اوراق بهادار بدهی (صکوک) توسط بخش­های مختلف اقتصادی مثل دولت، شهرداری­ها و یا بخش خصوصی و غیر دولتی در سال­های اخیر گسترش یافته و سبب ایجاد و توسعه بازار بدهی گردیده است. در این مقاله ابتدا از منظر اسناد بالادستی به اهمیت و نقش بازار اوراق بهادار در امر تأمین مالی می­پردازیم و پس از آن شرایط فعلی بازار بدهی را بررسی می­کنیم. در ادامه مزایای رشد و توسعه این بازار را از جنبه دستاوردهای آن در سطوح کلان و شرکتی مورد توجه قرار می­دهیم. در بخش دستاوردهای کلان ابتدا تأثیر توسعه بازار بدهی بر جایگاه ایران در شاخص­های اقتصادی بررسی می­شود و سپس ارتباط توسعه بازار بدهی با کشف نرخ بازده و امکان پیش­بینی تورم و تأثیر رشد این بازار بر اجرای برنامه­های مربوط به توسعه صنعت، معدن و تجارت و همچنین نقش رشد بازار بدهی بر دستیابی به ساختار مالی بهینه مورد مداقه قرار می­گیرد. از منظر آثار شرکتی توسعه بازار بدهی نیز استفاده از ابزارهای بدهی در رفع چالش سرمایه در گردش، بهینه بودن این ابزارها از جنبه هزینه­های تأمین مالی و پیام­های انتشار اوراق توسط شرکت­ها بررسی خواهد شد.

**اهمیت بازار سرمایه و تأمین مالی از طریق آن در اسناد بالادستی**

بازار سرمایه (بازار اوراق بهادار) می­تواند با جمع­آوری و سامان­دهی پس اندازها، نقدینگی موجود در جامعه و وجوه مازاد، موجبات تحرک بخش­های مختلف اقتصادی و تولیدی را از طریق تأمین منابع مالی مورد نیاز بنگاه­ها و پروژه­ها فرآهم آورد. همچنین می­تواند با کاهش سهم دولت در اقتصاد، افزایش شفافیت بنگاه­ها، افزایش درآمدهای مالیاتی، در مواردی کنترل تورم و دستیابی به سایر آثار اقتصادی، نتایج ارزشمندی برای نظام اقتصادی کشور به ارمغان آورد. این بازار نه تنها در کنار سیستم بانکی نیازهای مالی بنگاه­های اقتصادی را تأمین می­کند، بلکه می­تواند به تجهیز منابع و تأمین مالی بانک­ها نیز کمک کند.

بازار سرمایه (بازار اوراق بهادار) را می­توان به دو سطح تقسیم کرد. یکی بازار اولیه، که در آن اوراق بهادار جدید صادر و منتشر می­شود و دیگری بازار ثانویه که در آن اوراق بهادار موجود مورد معامله قرار می­گیرد. گرچه توسعه بازار اولیه به رشد و گسترش بیشتر نظام تأمین مالی منجر می­شود اما در کشور ما بازار ثانویه نسبت به بازار اولیه از رشد بیشتری برخوردار بوده است. در چند سال اخیر با پررنگ­تر شدن نقش بازار اوراق بهادار در تأمین مالی، توسعه بازار اولیه نیز بیش از پیش مورد توجه قرار گرفته است. البته تأکید بر توسعه بازار اولیه، نه از منظر تقدم و تأخر بازار اولیه بر بازار ثانویه و نه از نگاه اولویت یکی بر دیگری است، بلکه از باب ضرورت توسعه متوازن بازار سرمایه است. از نگاه سیاستگذاران، بازار اولیه و بازار ثانویه دو روی سکه بازار سرمایه هستند که رشد و توسعه توأمان آن­ها می­تواند بازار اوراق بهادار (بازار سرمایه) را به رسالت اصلی خود که همانا تأمین مالی تولید و بنگاه­های اقتصادی است، رهنمون سازد. انجام طرح­های توسعه، اصلاح ساختار مالی بنگاه­ها و افزایش میزان سرمایه­گذاری­ها که نتیجه تأمین مالی شرکت­ها از بازار اولیه است به صورت بهبود و رونق کسب و کار شرکت­ها و افزایش سودآوری آن­ها، آثار خود را در بازار ثانویه نمایان می­کند.

نقش ویژه و مهم بازار سرمایه و بازار اولیه در اقتصاد نه تنها در ادبیات مالی و اقتصادی بلکه در سیاست­های کلان کشور نیز مورد توجه قرار گرفته است. در ادامه به صورت اجمالی بخش­های مربوط به توسعه نظام مالی و تأمین مالی از طریق بازار سرمایه را در برخی از اسناد بالادستی مرور می­کنیم:

* **سیاست‌های کلی نظام در امور تشویق سرمایه گذاری (29/11/1389)**

بند 7 - تجهیز پس‌انداز ملی، تقویت نظام پولی و هدایت بازارهای پول و سرمایه در جهت حمایت از سرمایه‌گذاری.

* **سیاست­های کلی تولید ملی، حمایت از کار و سرمایه ایرانی (24/11/1391)**

بند 17-گسترش تنوع ابزارهای سرمایه‌­گذاری در بازار سرمایه و تکمیل ساختارهای آن و اعمال سیاست­های تشویقی برای حضور عموم مردم و سرمایه‌­گذاران داخلی و بین­‌المللی بویژه منطقه­‌ای در بازار سرمایه.

بند 22- گسترش منابع مالی و کارآمدسازی مدیریت آن در جهت افزایش ظرفیت تولید ملّی و کاهش هزینه­‌های تأمین مالی مورد نیاز بویژه با ساماندهی، گسترش و حمایت از نهادهای مالی توسعه­‌ای و بیمه­‌ای.

* **سیاست‌های کلی اقتصاد مقاومتی (30/11/1392)**

بند 9- اصلاح و تقویت همه ‌جانبه‌ نظام مالی کشور با هدف پاسخگویی به نیازهای اقتصاد ملی، ایجاد [ثبات در اقتصاد ملی](http://farsi.khamenei.ir/speech-content?id=25365#37) و پیشگامی در تقویت بخش واقعی.

* **سیاست‌های کلی برنامه ششم توسعه (09/04/1394)**

بند 5- گسترش و تعمیق نظام جامع تأمین مالی و ابزارهای آن (بازار پول، بازار سرمایه و بیمه‌ها) با مشارکت اشخاص حقیقی و حقوقی داخلی و خارجی و افزایش سهم مؤثر بازار سرمایه در جهت توسعه‌ سرمایه‌گذاری و ثبات و پایداری و کاهش خطرپذیری فعالیت‌های تجاری و اقتصادی کشور با تأکید بر ارتقاء شفافیت و سلامت نظام مالی.

بند 6- تأمین مالی فعالیت‌های خرد و متوسط به‌وسیله‌ی نظام بانکی.

* **قانون برنامه پنجساله ششم توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی (14/12/1395)**

ماده 4- جهت تأمین حداقل دو و هشت دهم (8/2) واحد درصد از رشد هشت درصد (8%) اقتصاد از محل ارتقای بهره‌وری کل عوامل تولید و همچنین رشد سرمایه‌گذاری به میزان متوسط سالانه بیست و یک و چهاردهم درصد (4/21%) در طول سال­های اجرائی برنامه، کلیه دستگاههای اجرائی با هماهنگی با دولت اقدامات زیر را به‌عمل آورند. مسؤولیت اجراء بر عهده دولت می‌باشد:

ح- توسعه بازار سرمایه با تأکید بر طراحی و مهندسی ابزارهای مالی و کالایی، توسعه بازار انرژی و عرضه نفت خام و فرآورده‌های نفتی در بورس انرژی، ‌اصلاح نهادی حاکمیت شرکتی برای شرکتهای عام و نهادهای مالی.

همچنین این قانون در بخش سوم با عنوان "نظام پولی و بانکی و تأمین منابع مالی" دولت را مجاز نموده به‌منظور گسترش و تعمیق نظام جامع تأمین مالی و ابزارهای آن (بازار پول، بازار سرمایه و بیمه‌ها) اقداماتی را در طول سال­های برنامه انجام دهد.

با توجه به اهمیت، ضرورت و دستاوردهای تأمین مالی از طریق بازار سرمایه و توسعه بازار اولیه و تأکید اسناد بالادستی به این مهم، در ادامه برخی از ابعاد و آثار تأمین مالی از طریق بازار اوراق بهادار با تأکید بر بازار بدهی واکاوی شده و مورد بررسی قرار می­گیرد.

**جایگاه بازار بدهی در تأمین مالی**

بازار بدهی یکی از مهمترین اجزای بازارهای پولی و مالی نوین در هر کشوری به شمار می­رود. به همین دلیل ضرورت توسعه بازار بدهی در کشور غیرقابل انکار است. در واقع می­توان مدعی بود که دستیابی به نظام مالی پویا، عمیق و کارا، بدون وجود بازار بدهی سالم با کارکرد مناسب و عمق کافی اساساً امکان­پذیر نیست [21]. بر اساس تعریف، بازار بدهی بازاری است که در آن انواع اوراق مبتنی بر بدهی مبادله می­شوند. در بازار بدهی ذینفعان می­توانند دیون جدید را در بازار اولیه خرید و فروش کنند یا اینکه در بازار ثانویه اوراق مبتنی بر بدهی وارد شده و به خرید و فروش این اوراق بپردازند. در بازار بدهی انواعی از اوراق بدهی کوتاه­مدت،   
میان­مدت و بلندمدت مبادله می­شود که می­تواند مرتبط با دولت، شرکت­ها، شهرداری­ها و غیره باشد [24].

از جمله مزایای ایجاد بازار بدهی در هر اقتصاد عبارت است از:

* کمک به کشف قیمت منابع به صورت غیردستوری بر اساس ریسک، بازده و سررسید اوراق
* تقویت قابل توجه نقدشوندگی در بازارهای پول و سرمایه
* ایجاد ارتباط معقول و مشخص بین ریسک و بازده
* هدایت نقدینگی به مسیر صحیح و جلوگیری از رشد بازارهای ناسالم
* بهبود شفافیت در بازارهای مالی
* ایجاد تنوع در بازارهای مالی
* کاهش فشار بر شبکه بانکی جهت تأمین مالی
* کمک به اعمال سیاست­های مالی توسط دولت
* کمک به اعمال سیاست­های پولی توسط بانک مرکزی [16].

این ویژگی­ها سبب شده نهاد ناظر بازار سرمایه و سایر تصمیم­گیران اقتصادی عزمی جدی در جهت توسعه بازار بدهی کشور داشته باشند. البته سابقه انتشار اوراق بهادار بدهی در بازار سرمایه، قدمتی برابر با تاریخ بازار سرمایه کشور دارد. تورقی در تاریخ بیش از 50 ساله بورس در ایران نشان می­دهد از جمله اولین ابزارهایی که در کنار سهام در بورس ایران پذیرش و داد و ستد شده ابزارهای بدهی بوده، به گونه­ای که بورس تهران در سال 1346 فعالیت خود را با پذیرش سهام بانک توسعه صنعتی و معدنی ایران، شرکت نفت پارس، اوراق قرضه دولتی، اوراق قرضه عباس‌آباد و اسناد خزانه آغاز کرد. پس از انقلاب با توجه به اینکه در استفاده از ابزارهای مالی می­بایست الزامات شرعی رعایت شود، در ابتدا اوراق مشارکت به دلیل تصویب قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت در سیستم اقتصادی کشور مورد استفاده قرار گرفت و پس از آن با تصویب قانون بازار اوراق بهادار و قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید، زمینۀ طراحی و معرفی ابزارهای مالی نوین از جمله سایر انواع اوراق بدهی در بازار سرمایه فراهم شد. بدین ترتیب در سال­های بعد در کنار اوراق مشارکت، انواع صکوک در بازار سرمایه منتشر شد و معاملات ثانویه اوراق مشارکت بانک­ها، شهرداری­ها و گواهی سپرده بانکی که در خارج از بازار سرمایه منتشر شده بودند نیز در بازار سرمایه آغاز شد. همچنین سال 1394 را می­توان از نظر انتشار اوراق بهادار دولتی نقطه عطفی در بازار سرمایه محسوب نمود، در این سال، با انتشار انواع اوراق بدهی دولت بر اساس قانون بودجه سالانه و پذیرش آن­ها در بازار سرمایه فصل جدیدی در نظام تأمین مالی آغاز شد و این روند در سال­های بعد نیز ادامه پیدا کرد.

در ادامه میزان تأمین مالی صورت گرفته در بازار سرمایه طی سال­های اخیر بر اساس آمار منتشره توسط سازمان بورس و اوراق بهادار در نگاره (1) ارائه شده است. به منظور ارائه بهتر اطلاعات مربوط به بازار بدهی، سرفصل مربوط به انتشار انواع ابزارهای تأمین مالی به صورت تفصیلی و با توجه به میزان منابع تأمین شده توسط هر یک از ابزارها، در نگاره (2) نمایش داده شده است. شایان ذکر است در نگاره (2) ارزش معاملات امتیاز تسهیلات مسکن به عنوان معیار تأمین مالی از این طریق در نظر گرفته شده از این رو در نمودار (1) رشد انتشار اوراق بدهی بدون در نظر گرفتن اوارق تسهیلات مسکن به تصویر کشیده شده است.

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **نگاره 1. جمع تامین مالی بازار اولیه و ثانویه– ارقام به میلیارد ریال** | | | | | | |
| **عنوان** | **عملکرد 91** | **عملکرد92** | **عملکرد93** | **عملکرد 94** | **عملکرد 95** | **عملکرد 96** |
| **تاسیس شرکت های سهامی عام** | **2,555** | **1,500** | **3,000** | **3,700** | **5,500** | **850** |
| **افزایش سرمایه شرکتهای سهامی عام** | **113,950** | **243,920** | **273,696** | **311,262** | **226,173** | **173,704** |
| **انتشار انواع ابزارهای تأمین مالی- نگاره شماره (2)** | **17,029** | **21,182** | **37,730** | **148,014** | **292,380** | **648,775** |
| **عرضه اولیه سهام شرکت ها در بورس و فرابورس** | **3,536** | **21,965** | **3,300** | **10,408** | **3,593** | **5,195** |
| **جمع تامین مالی بازار اولیه و ثانویه** | **137,070** | **288,567** | **317,726** | **473,384** | **527,646** | **828,524** |

منبع: [12]

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **نگاره 2. انتشار انواع ابزارهای تأمین مالی – ارقام به میلیارد ریال** | | | | | | |
| **عنوان** | **عملکرد 91** | **عملکرد92** | **عملکرد93** | **عملکرد 94** | **عملکرد 95** | **عملکرد 96** |
| **انتشار اوراق بهادار بدهی شرکتی** | **5,389** | **12,312** | **16,057** | **9,675** | **16,598** | **47,590** |
| **انتشار اوراق سلف موازی استاندارد** | **0** | **0** | **833** | **10,827** | **37,989** | **19,700** |
| **اوراق مشارکت دولت، شهرداری ها و بانکها** | **3,600** | **2,600** | **9,000** | **13,492** | **24,000** | **111,619** |
| **گواهی سپرده سرمایه گذاری عام و خاص** | **3,600** | **0** | **500** | **0** | **31,000** | **0** |
| **اوراق مشارکت شرکت ملی نفت** | **0** | **0** | **0** | **50,000** | **0** | **0** |
| **اوراق اجاره دولتی** | **0** | **0** | **0** | **5,000** | **22,500** | **21,500** |
| **اوراق مرابحه دولتی** | **0** | **0** | **0** | **0** | **20,000** | **37,380** |
| **اوراق منفعت دولتی** |  |  |  |  | **0** | **50,000** |
| **اسناد خزانه اسلامی** | **0** | **0** | **0** | **50,000** | **130,000** | **348,234** |
| **امتیاز تسهیلات مسکن** | **4,440** | **6,270** | **11,340** | **9,020** | **10,293** | **12,752** |
| **جمع** | **17,029** | **21,182** | **37,730** | **148,014** | **292,380** | **648,775** |

منبع: [12]

منبع: [12]

در سال­های اخیر تنوع ابزارهای بازار بدهی افزایش یافته است. مقررات مربوط به اوراق بدهی بستر و فرصتی را فراهم می­کند که بسیاری از بنگاه­های اقتصادی اعم از سهامی عام و خاص و ثبت شده یا ثبت نشده نزد سازمان بورس و اوراق بهادار می­توانند در صورت احراز شرایط مربوط به انتشار هر نوع اوراق به منظور تأمین منابع مالی از آن­ها بهره­مند گردند. با توجه به اینکه شکل­گیری و توسعه بازار بدهی در اقتصاد کشور امری نوپا می­باشد، بررسی آثار و دستاوردهای آن، هم در سطح کلان و هم در سطح شرکت­ها و بنگاه­های اقتصادی مفید خواهد بود.

**الف: دستاوردهای کلان توسعه بازار بدهی**

در این قسمت دستاوردهای کلان توسعه بازار بدهی مورد مداقه قرار می­گیرد. این دستاوردها عبارتند از اثر توسعه بازار بدهی بر جایگاه ایران در شاخص­های اقتصادی بین­المللی، نقش توسعه بازار بدهی در کشف نرخ بازده و پیش­بینی نرخ تورم، نقش توسعه بازار بدهی در اجرای برنامه­های راهبردی حوزه تولید و در نهایت نقش بازار بدهی در دستیابی به ساختار مالی بهینه.

**بازار بدهی و شاخص­های اقتصادی**

یکی از مهمترین ابزارهای ارزیابی و مقایسه شرایط حاکم بر فعالیت­های اقتصادی، رتبه­بندی کشورها بر اساس شاخص­هایی است که توسط مؤسسات بین­المللی توسعه­ای- اقتصادی تدوین می­شود. این ابزارها ضمن نشان دادن وضعیت موجود و شرایط حاکم بر کشور­ها، شرایط مقایسه آنان با سایرین را نیز فراهم می­کنند. در حال حاضر شاخص­های بین­المللی به معیاری علمی و مؤثر در حوزه تصمیم­سازی و اجرا تبدیل شده­اند که از متون کتاب­ها و مقالات علمی اقتصادی و جامعه شناسی فراتر رفته­ و نتایج حاصل از انتشار آن­ها در عمل به انگیزه­ای مطمئن برای انتخاب یک سرزمین به عنوان محل ایده­آل سرمایه­گذاری اعم از داخلی و خارجی تبدیل شده است [6]. توسعه بازار بدهی می­تواند بر رتبه ایران در برخی از شاخص­ها و گزارش­های مهم اقتصادی مؤثر باشد در ادامه دو مورد از این شاخص­ها یعنی گزارش رقابت­پذیری جهانی و شاخص آزادی اقتصادی را از منظر توسعه بازار بدهی بررسی می­کنیم:

**شاخص اول: گزارش رقابت­پذیری جهانی**

مجمع جهانى اقتصاد هر سال گزارشى با عنوان «گزارش رقابت پذيرى جهانى» منتشر می­کند که نتایج آن اولین بار در سال 1979 منتشر گردید. در این گزارش کشورها بر اساس "شاخص رقابت پذيرى جهانى"[[1]](#footnote-1)  
رتبه­بندی می­شوند. حدود دو سوم از متغيرهای این شاخص بر اساس نظرسنجى از مديران اجرايى بنگاه­هاى اقتصادى (در مقیاسی از 1 تا 7) و يك سوم باقيمانده بر اساس داده­هاى آمارى كشورها اندازه­گيرى مى­شوند. در اين شاخص فاكتورهاى تأثيرگذار بر رقابت پذيرى به 12 گروه طبقه­بندی می­شوند که یکی از آن­ها رکن "توسعه بازار مالی"[[2]](#footnote-2) می­باشد.

از نظر تدوین­کنندگان این شاخص يك بخش مالى كارا، منابع مالى پس­انداز شده توسط شهروندان يك كشور و همچنين منابع وارد شده از خارج از كشور را به كارهايى كه بيشترين بهره­ورى را در اقتصاد ملى ايجاد مى­كنند، اختصاص مى­دهد. همچنین يك بخش مالى كارا منابع را به سمت آن دسته از پروژه­هاى سرمايه­گذارى كه داراى بيشترين بازدهى اقتصادى مورد انتظار هستند هدايت می­كند. طراحان شاخص رقابت­پذیری معتقدند با توجه به اینکه سرمايه­گذارى­هاى بخش خصوصى براى افزايش بهره­ورى در اقتصاد ضرورى است، بنابراين كشورهاى مختلف نيازمند بازارهاى مالى پيشرفته­اى هستند تا سرماية لازم براى اين كار را از منابعى مانند وام­هاى بانكى، بازار سرمایه، منابع مربوط به سرمايه­گذاری­های خطرپذير و سایر روش­های تأمین مالی فراهم كرده و در اختيار بخش خصوصى قرار دهد. شایان ذکر است نقش مهم دسترسى به منابع مالى با "خشك شدن اعتبارات"[[3]](#footnote-3) در كشورهاى توسعه يافته و درحال توسعه در زمان بحران چند سال پیش بازارهاى مالى جهانى بیش از پیش برای همگان مشخص شده است.

گزارش رقابت­پذیری جهانی از ارکان و مؤلفه­های مختلفی تشکیل شده که یکی از آن­ها رکن توسعه بازار مالی و مؤلفه­های مربوط به آن است. در شاخص رقابت­پذیری، توسعه یافتگی بازار مالی و سهولت دسترسی به منابع مالی در هر کشور با سایر کشورها مقایسه می­شود. برای انجام ارزیابی، شرکت­کنندگان به پرسش­هایی که برخی از آن­ها در ادامه می­آید پاسخ می­دهند و شرایط کشورشان را در مقایسه با عرصه بین­المللی ارزیابی   
می­کنند. از جمله پرسش­های مطرح می­توان به موارد زیر اشاره کرد:

* آیا در کشور شما بخش مالی خدمات و محصولات متنوع و گسترده­ای را به شرکت­ها ارائه می­دهد؟
* در کشور شما رقابت میان عرضه­کنندگان خدمات مالی چقدر موجب فراهم شدن خدمات مالی با قیمت مناسب می­گردد؟
* تأمين مالي شركت­ها از طريق انتشار سهام و يا انتشار اوراق در بازار سرمايه در كشور شما چقدر آسان است؟
* انجام تشريفات و رعايت الزامات لازم براي اخذ وام توسط بنگاه­هاي اقتصادي در كشور شما چقدر آسان است؟
* آیا در كشور شما يك فرد كارآفرين كه قصد شروع يك كسب و كار نوآورانه اما پرخطر را دارد، به آساني   
  مي­تواند يك شريك سرمايه­گذار پيدا کند؟
* بانك­هاي كشور شما چقدر داراي استحكام مالي هستند؟
* مقررات حاكم بر بورس اوراق بهادار و نحوة نظارت بر آن را در كشور خود چقدر اثربخش ارزيابي  
   مي­كنيد؟

جایگاه ایران در رکن توسعه بازار مالی در گزارش (شاخص) رقابت­پذیری جهانی در سال­های اخیر در نگاره (3) نشان داده شده است.

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **نگاره 3. جایگاه ایران در رکن توسعه بازار مالی در گزارش (شاخص) رقابت­پذیری جهانی در سال­های اخیر** | | | | | | | | | | |
| **شرح** | | | **رتبه**  **2018-2017** | **رتبه**  **2017-2016** | **رتبه**  **2016-2015** | **رتبه**  **2015-2014** | **رتبه**  **2014-2013** | **رتبه**  **2013-2012** | **رتبه**  **2012-2011** | **رتبه 2011-2010** |
| **تعداد کشورها** | | | **137** | **138** | **140** | **144** | **148** | **144** | **142** | **139** |
| **رتبه ایران در شاخص رقابت­پذیری** | | | **69** | **76** | **74** | **83** | **82** | **66** | **62** | **69** |
| **رتبه ایران در رکن توسعه بازارهای مالی** | | | **128** | **131** | **134** | **128** | **130** | **123** | **123** | **120** |
| **امتیاز ایران در رکن توسعه بازارهای مالی** | | | **3** | **9/2** | **8/2** | **0/3** | **2/3** | **4/3** | **3/3** | **3/3** |
| **رتبه و امتیاز ایران در مؤلفه­های رکن توسعه بازارهای مالی در سال­های اخیر** | | | | | | | | | | |
| در دسترس بودن خدمات مالی | رتبه\* | 115 | | 117 | 135 | 135 | 137 | 135 | 134 | 133 |
| امتیاز\* | 6/3 | | 5/3 | 9/2 | 9/2 | 1/3 | 2/3 | 1/3 | - |
| هزینه استفاده از خدمات مالی | رتبه | 104 | | 108 | 130 | 130 | 135 | 128 | 130 | 129 |
| امتیاز | 3/3 | | 2/3 | 1/3 | 1/3 | 1/3 | 3/3 | 1/3 | - |
| تأمین مالی از طریق بازار سرمایه | رتبه | 92 | | 106 | 104 | 99 | 86 | 65 | 80 | 82 |
| امتیاز | 1/3 | | 0/3 | 0/3 | 0/3 | 2/3 | 5/3 | 4/3 | - |
| سهولت دسترسی به وام | رتبه | 125 | | 124 | 138 | 141 | 148 | 141 | 137 | 136 |
| امتیاز | 8/2 | | 8/2 | 6/1 | 6/1 | 5/1 | 7/1 | 7/1 | - |
| در دسترس بودن منابع مالی برای سرمایه گذاری مخاطره آمیز کارآفرینان | رتبه | 83 | | 110 | 125 | 133 | 139 | 129 | 133 | 133 |
| امتیاز | 7/2 | | 3/2 | 0/2 | 9/1 | 8/1 | 9/1 | 8/1 | - |
| استحکام مالی بانک ها | رتبه | 122 | | 122 | 121 | 125 | 121 | 104 | 113 | 113 |
| امتیاز | 6/3 | | 7/3 | 8/3 | 8/3 | 1/4 | 6/4 | 5/4 | - |
| مقررات ناظر بر بازار بورس | رتبه | 126 | | 128 | 122 | 102 | 82 | 74 | 89 | 88 |
| امتیاز | 2/3 | | 0/3 | 2/3 | 6/3 | 9/3 | 0/4 | 9/3 | - |
| شاخص حمایت های قانونی از حقوق وام دهنده و وام گيرنده | رتبه | 106 | | 108 | 106 | 96 | 101 | 99 | 89 | 86 |
| امتیاز | 2 | | 2 | 2 | 4 | 4 | 4 | 4 | - |
| \*: رتبه، جایگاه کشور در بین سایر کشورها را نشان می­دهد و امتیاز در مقیاسی از 1 تا 7 سنجیده می­شود. | | | | | | | | | | |

منبع: [27]

بررسی جایگاه ایران در گزارش رقابت­پذیری جهانی نشان می­دهد ایران با توجه به نقش قابل توجه نفت در اقتصاد ملی در دسته کشورهای در حال گذار از مرحلة توسعه "مبتنی بر منابع طبیعی" به مرحلة "توسعة مبتنی بر کارآیی" قرار دارد. برای دستیابی به نظام­های اقتصادی مبتنی بر کارآیی، بازار مالی توسعه­یافته و پیشرفته یکی از مهمترین عوامل است. بررسی این گزارش نشان می­دهد ایران در رکن توسعة بازار مالی از جایگاه مطلوب و مناسبی برخوردار نیست، محدودیت دسترسی به منابع مالی می­تواند تولید را با مشکلاتی مواجه ساخته و مانعی برای توسعه بخش خصوصی محسوب شود. بر اساس گزارش رقابت­پذیری، در سال­های اخیر "دسترسی به منابع مالی" از نظر فعالان اقتصادی با اختلاف قابل توجه نسبت به سایر عوامل، مهمترین مشکل فراروی کسب و کار در ایران عنوان شده است.

برای رفع این مشکل سیاستگذاران بازار پول و سرمایه اقداماتی را در دستور کار قرار داده­اند. در بازار سرمایه تلاش گردیده با طراحی و رونمایی ابزارهای جدید، کاهش زمان فرآیندهای انتشار اوراق و اصلاح قوانین و مقررات زمینه لازم برای سهولت دسترسی به منابع مالی فراهم آید. در این راستا از جمله اقداماتی که برای دسترسی بهتر و کم هزینه­تر به منابع مالی انجام شده، الزام به انجام معاملات ثانویه کلیه اوراق بدهی در بازارهای تحت نظارت سازمان بورس و اوراق بهادار است که سبب شد نرخ سود به شکلی شفاف کشف گردد و در زمان ابلاغ این تصمیم کاهش یابد. از آن پس با گسترش چتر نظارتی بازار سرمایه و نظم­بخشی بیشتر به نظام مالی کشور، عرضه و تقاضای اوراق در فضایی شفاف صورت می­گیرد، ریسک سرمایه­گذاری کاهش یافته و دستاورد آن نیز معقول و تعادلی شدن نرخ بازده مورد انتظار می­باشد. چنین اقداماتی این نکته را یادآور می­شود که در مسیر سرمایه­گذاری راه نظارت بر بیراهه عدم نظارت برتری دارد. در صورتی­که گزینه­های سرمایه­گذاری از جمله اوراق بدهی بدور از چشم ناظر عرضه گردد، وجود بازاری غیر شفاف می­تواند سرمایه­گذاران ریسک­­پذیر را به خود جلب نماید، نرخ­های غیر واقعی آن بر سایر بازارها اثر گذارد و تدبیرها و امیدها برای ایجاد یک فضای مثبت اقتصادی را به همگرایی تهدیدها و واگرایی تدبیرها مبدل کند. تلاش­های صورت گرفته در بازار سرمایه برای بهبود فضای تأمین مالی از طریق بازار سرمایه و تسهیل دسترسی به منابع مالی از نظر فعالان اقتصادی دور نماند. در این خصوص می­توان به گزارش­های رقابت­پذیری جهانی مراجعه کرد.

بر اساس این گزارش­ها حاصل اقدامات صورت گرفته در بازار سرمایه، با پاسخ مثبت و اعتماد ارزشمند بخش خصوصی همراه بوده است. بررسی مؤلفه­های آخرین گزارش رقابت­پذیری یعنی گزارش 2018-2017 نشان می­دهد در مولفه­های "دسترسی به منابع مالی"، "هزینه استفاده از خدمات مالی" و "در دسترس بودن منابع مالی برای سرمایه­گذاران مخاطره آمیز"، ایران از سال 2010 تاکنون بهترین جایگاه را به­دست آورده­ و در مولفه "تأمین مالی از طریق بازار سرمایه" با کاهش 14 رتبه­ای نسبت به سال قبل در نردبان رقابت­پذیری مسیری صعودی را در پیش گرفته است.

بررسی گزارش­های رقابت­پذیری دستاورد مهم دیگری نیز دارد که برای مدیران و سیاستگذاران بازار سرمایه تعهد ارزشمندی را ایجاد می­کند. در این گزارش­ها مؤلفه "تأمین مالی از طریق بازار سرمایه" نسبت به مؤلفه "سهولت دسترسی به وام" از امتیاز بیشتر و رتبه بهتری برخوردار است. به عبارتی از دید فعالان اقتصادی و مدیران بنگاه­های کشور، تأمين مالي از طريق بازار سرمایه نسبت به دریافت تسهیلات از نظام بانکی با سهولت بیشتری همراه است. شاید یکی از دلایل تمایل شرکت­ها به استفاده از ابزارهای بازار سرمایه و حتی ورود به بازار سرمایه در سال­های اخیر همین نگاه کارشناسان، فعالان و مدیران بخش خصوصی باشد چرا که از دید آنان بازار سرمایه از کارایی و قابلیت اعتماد بالایی برای تأمین مالی برخوردار است. با توجه به اینکه پرسشنامه گزارش رقابت­پذیری زیر نظر اتاق بازرگانی، صنایع، معادن و کشاورزی ایران و توسط کارشناسان اقتصادی و مدیران بنگاه­های بخش خصوصی تکمیل می­گردد می­توان گفت تأمین مالی مورد نظر آنان در بازار سرمایه، تأمین مالی از طریق انتشار اوراق بدهی است. از این­رو، توسعه بازار بدهی با تسهیل دسترسی به منابع مالی نه تنها در عمل به رقابت­پذیری بیشتر اقتصاد کشور کمک خواهد نمود، بلکه با بهبود در مؤلفه­های مربوط به توسعه بازار مالی به طور مستقیم و با بهبود در برخی از مؤلفه­های دیگر گزارش رقابت­پذیری به طور غیر مستقیم بر بهبود جایگاه ایران در این شاخص تأثیر دارد.

**شاخص دوم: شاخص آزادی اقتصادی**

آزادی اقتصادی یکی از اصول مهم در ارزیابی توسعه‌یافتگی اقتصاد کشورهاست. آدام اسمیت، پدر علم اقتصاد معتقد بود بازارهای آزاد، با حفاظت از حقوق مالکیت خصوصی و حضور حداقلی دولت، منجر به توسعه و رشد اقتصادی و در نهایت توسعه‌یافتگی‌ کشورها خواهند شد. این تفکر اسمیت، هنوز هم بر اقتصاد جهان حاکم است و حرکت به سمت آزادتر کردن اقتصاد، گامی به سمت توسعه محسوب می‌گردد.

سالانه مؤسسات معتبری در دنیا اقدام به اندازه‌گیری شاخص آزادی اقتصادی کشورها می‌نمایند. یکی از مؤسسات باسابقه و معتبر در این زمینه، بنیاد هریتیج می‌باشد که از سال 1973 فعالیت خود را آغاز کرده و با جمع‌آوری اطلاعات و تحلیل آن‌ها، نقش مؤثری در سیاست‌‌گذاری‌های عمومی کشورها داشته است. هم اکنون حوزه فعالیت بنیاد هریتیج، مقوله‌های امنیت ملّی، سیاست منطقه‌ای، سازمان‌های بین‌المللی و مطالعات اقتصادی می‌باشد. معروفترین نشریه این بنیاد گزارش سالانه شاخص آزادی اقتصادی کشورهاست که از سال 1995 تاکنون به صورت سالانه منتشر می‌گردد. برخی اطلاعات و داده‌های آماری در دسترس بنیاد هریتیج از منابع آماری داخل هر کشور و یا مؤسسات بین‌المللی نظیر صندوق بین‌المللی پول، وزارت امور خارجه آمریکا، واحد اطلاعات اقتصادی و ... به‌دست آمده است و در مورد متغیرهای کیفی از نظرسنجی و پرسشنامه استفاده شده است.

گزارش شاخص آزادی اقتصادی نشان می­دهد آزادی اقتصادی تأثیر مثبت به‌سزایی بر کاهش سطح فقر جهان داشته است. همچنین کشورهای با سطوح بالاتر آزادی اقتصادی از سطوح بالاتر توسعه انسانی از قبیل آموزش و پرورش بهتر و مراقبت‌های بهداشتی جامع‌تر برخوردار می‌باشند.

بنیاد هریتیج در تعریف آزادی اقتصادی بیان می‌کند، حق اساسی هر انسانی است که بتواند بر کار و دارایی‌اش نظارت داشته باشد. در یک جامعه با اقتصاد آزاد؛ افراد در کار، تولید، مصرف و سرمایه‌گذاری کاملاً آزادند. نقش دولت، حمایت و محافظت از این آزادی است. در واقع، دولت باید اجازه دهد نیروی کار، سرمایه و کالاها آزادانه حرکت کرده و محدودیتی برای این آزادی ایجاد نکند [2].

 در متدلوژی بنیاد هریتیج، آزادی اقتصادی به مفهوم عدم فشار و اجبار دولتی بر تولید، توزیع یا مصرف کالا و خدمات می‌باشد و توجیه حضور دولت در اقتصاد تنها به منظور حفاظت و نگهبانی از آزادی‌های فردی شهروندان است.

بنیاد مذکور برای اندازه‌گیری آزادی اقتصادی از ده شاخص استفاده می‌‌نماید. برای هر کدام از این شاخص‌ها، امتیازی بین صفر تا صد در نظر گرفته می‌شود. میانگین امتیازهای کسب شده تعیین‌کننده امتیاز نهایی شاخص آزادی اقتصادی برای یک کشور خواهد بود. بر اساس امتیاز نهایی به‌دست آمده، وضعیت اقتصادی کشورها به پنج طبقه به شرح اقتصاد آزاد، اقتصاد تقریباً آزاد، اقتصاد آزاد متوسط، اقتصاد تقریباً بسته، اقتصاد بسته تقسیم شده است [2].

متغیر‌های تشکیل‌دهنده شاخص آزادی اقتصادی در چهار رکن حاکمیت قانون، دولت محدود، کارایی مقررات و بازارهای باز قرار دارند و رکن بازارهای باز شامل شاخص‌های آزادی تجاری، آزادی سرمایه‌گذاری و آزادی تأمین مالی می­باشد. در بحث مربوط به شاخص آزادی تأمین مالی تمرکز بر فعالیت نظام بانکی است و میزان کارایی نظام بانکی و استقلال آن از دولت سنجش می­شود. اما این شاخص با رصد پنج حوزه میزان آزادی مالی را اندازه­گیری می­کند که این حوزه­ها مستقیم یا غیر مستقیم با بازار سرمایه مرتبط هستند. این پنج حوزه عبارتند از 1- گستره مقررات دولتی در رابطه با خدمات مالی، 2- میزان دخالت دولت در بانک­ها و مؤسسات مالی از طریق مالکیت مستقیم و غیر مستقیم، 3- میزان تأثیرگذاری دولت­ها در تخصیص اعتبارات، 4- میزان توسعه­یافتگی بازار های مالی و بازار سرمایه و 5- فضای باز برای رقابت خارجی.

بر اساس گزارش مرکز پژوهش­های مجلس شاخص آزادی مالی در گزارش شاخص آزادی اقتصادی به صورت کاملا ذهنی و نه بر اساس آمارهای عینی سنجش می­شود. طبیعت ذهنی شاخص­ها به تفاوت­های فاحشی در امتیازدهی منجر می­شود و این مسئله می­تواند ناشی از کمبود اطلاعات یا اختلاف در منابع داده­ها باشد. همچنین می­تواند امکان سوء استفاده­های سیاسی و پایین نگه داشتن سطح امتیازها به طور عمدی را افزایش دهد [1]. بنیاد هریتیج از سال 1995 تا آخرین گزارش منتشر شده یعنی سال 2018 امتیاز 10 از 100 را در شاخص آزادی مالی به ایران اختصاص داده است. امتیاز 10 به این مفهوم است که تخصیص اعتبار توسط دولت کنترل می­شود، تشکیل و تأسیس بانک­ها محدود شده است و مؤسسات مالی خارجی امکان فعالیت ندارند. همچنین در گزارش سال 2018 این بنیاد در خصوص بازارهای مالی ایران نوشته شده است کنترل­های سختگیرانه دولتی دسترسی کسب و کارها به منابع مالی را محدود کرده و تخصیص اعتبار توسط دولت هدایت می­شود.

با توجه به امتیاز ایران در شاخص آزادی مالی و ثبات آن در طول سال­های گذشته می­توان نتیجه گرفت ارزیابی شاخص آزادی اقتصادی از میزان آزادی مالی در ایران مبتنی بر واقعیت نبوده است. گرچه در مباحث مربوط به سیستم بانکی، با بررسی تشکیل و فعالیت بانک­های خصوصی و گسترش خدمات آن­ها می­توان تصویر بهتری از آزادی مالی در ایران ارائه داد، اما با توجه به اینکه سیستم بانکی موضوع این نوشتار نیست به آن   
نمی­پردازیم. آنچه که می­تواند نمره آزادی اقتصادی ایران را به مراتب بهتر نشان دهد و موضوع مورد بررسی در این مقاله است، توسعه بازار سرمایه و بازار بدهی است. در طول سال­های اخیر نه تنها ابزارهای سنتی تأمین مالی در بازار سرمایه مثل افزایش سرمایه بنگا­ها (از جمله بانک­ها) مورد استفاده قرار گرفته است، بلکه توسعه و رشد بازار بدهی نشان داده که بنگاه­ها از ابزارهای متنوع این بازار برای تأمین منابع مالی خود استفاده نموده­اند. ابزارهای که در حال حاضر تقریبا نیازهای مربوط به یک بنگاه در همه بخش­های چرخه عمر آن را می­توانند تأمین نمایند. همچنین در بازار بدهی ارائه خدمات مالی، تخصیص منابع و قیمتگذاری آن­ها در بستر مقررات بازار سرمایه و بر اساس مکانیزم عرضه و تقاضا انجام می­شود و متقاضی تأمین مالی بدور از کنترل­های سختگیرانه دولتی که در گزارش شاخص آزادی اقتصادی به آن اشاره شده، برای استفاده از منابع مالی از آزادی عمل برخوردار است. در سال­های اخیر تجربه نشان داده بنگاه­هایی که یک بار از ابزارهای بازار بدهی استفاده می­کنند، بیش از سایر شرکت­ها برای استفاده از اوراق بدهی رغبت دارند.

به نظر می­رسد ارائه گزارش­های متنوع و متعدد و تشریح شرایط و دستاوردهای بازار بدهی می­تواند نگاه­های بین­المللی به نظام تأمین مالی در ایران را تغییر دهد و در شاخص­هایی همچون شاخص آزادی اقتصادی کشور را در جایگاه بهتری قرار دهد.

**بازار بدهی، نرخ بازده و تورم**

یکی از متغیرهای مهم در تصمیمات اقتصادی متغیر نرخ بازده (نرخ سود) است. این متغیر مهم، در محاسبه هزینه تأمین مالی بنگاه­ها و سایر بخش­های اقتصادی نقش تعیین کننده دارد. همچنین در زمان انتخاب و مقایسه گزینه­های سرمایه­گذاری در بازارهای مختلف و موازی مورد استفاده قرار می­گیرد. یکی از روش­هایی که سبب می­شود نرخ سود در اقتصاد به شکل شفافی مشخص شود و بر اساس مکانیزم عرضه و تقاضا کشف گردد، استفاده از بازار بدهی است. تعیین نرخ سود بر پایه تعادل عرضه و تقاضا، سبب می­شود تخصیص منابع بر اساس قیمت انجام شود و پروژه­هایی با بازدهی بالاتر از نرخ سود تعادلی جایگزین پروژه­هایی با نرخ بازده کمتر از نرخ سود شوند.

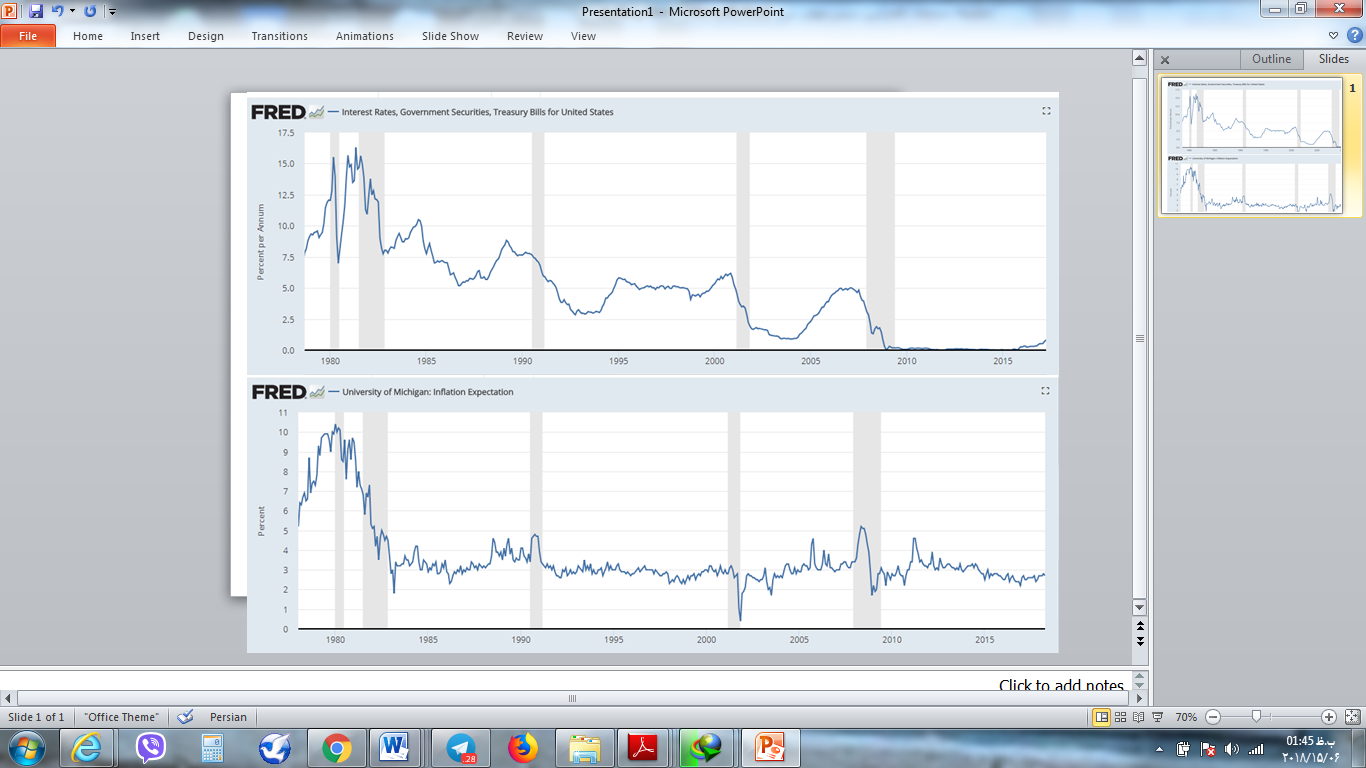
در کشور ما بازار بدهی در کشف نرخ سود، عملکرد مناسبی داشته و توانسته اثر تصمیمات اقتصادی بر نرخ و هزینه تأمین مالی را نیز به سیاستگذاران و تصمیم­گیران نشان دهد. به عنوان مثال هر گاه متغیرهایی خارج از سیستم عرضه و تقاضای بازار همچون تصمیمات اتخاذ شده در سیستم بانکی، سیاست­های کلان اقتصادی و یا تغییر ریسک­های سرمایه­گذاری بر فضای اقتصادی اثر گذار بوده، آثار آن بر نرخ سود و هزینه تأمین مالی بنگاه­ها توسط بازار بدهی نمایان شده است. به عبارتی بازار بدهی پیامد تصمیم­گیری­ها و اتفاقات اقتصادی را به فاصله کوتاهی از اتخاذ تصمیم یا وقوع رویداد اقتصادی نشان می­دهد. به عنوان نمونه همانطور که گفته شد ساماندهی اوراق خارج از بازار و ورود سخاب به بازار سرمایه سبب شد در یک فاصله کوتاه نرخ سود اوراق چند درصد کاهش یابد.

بازار بدهی علاوه بر نمایش تغییرات در میزان نرخ بازده، تغییرات ساختار نرخ بازده[[4]](#footnote-4) را نیز توضیح می­دهد. مثلا به استناد گزارش عملکرد صد روزه دولت دوازدهم، در كنار كاهش كلي نرخ بازده در بازار اوراق تامين مالي در دوره گزارش، ساختار اين نرخ نيز دستخوش تغييراتي شد به شكلي كه نرخ بازده اوراق كوتاه‌مدت براي نخستين بار پايين‌تر از اوراق بلندمدت قرار گرفت. بر اساس این گزارش جديدالورود بودن اوراق كوتاه‌مدت و نرخ‌گذاري اوليه آن‌ها در كنار چسبندگي نرخ اوراق بلندمدت، اصلي‌ترين علت اين مساله بوده است و عنوان شده اين اوراق مي‌توانند در ماه‌هاي آتي پيشران كاهش نرخ بازده باشند. (گزارش صد روزه عملکرد دولت دوازدهم) البته نرخ بازده در زمان­های مختلف بر اساس شرایط و متغیرهای اثرگذار در آن دوره یا مقطع زمانی تعیین می­شود و ممکن است در یک بازه زمانی روند افزایشی و در بازه زمانی دیگر روند کاهشی به خود بگیرد.

علاوه بر موارد ذکر شده، روندهای بازار بدهی به تعیین و پیش­بینی برخی از متغیرهای اقتصادی کمک می­کند. یکی از روندهایی که مورد توجه تحلیلگران و سیاستگذاران قرار می­گیرد، تغییرات قیمت و نرخ اسناد خزانه است. بر پایه گزارش مرکز پژوهش­های مجلس، نرخ بهره اسناد خزانه بهترین شاخص برای تورم انتظاری و یکی از نرخ­های مهم در ساختار زمانی و ساختار ریسک نرخ بهره و نیز در تعیین کف نرخ بهره بازارهای مالی است [25]. البته این کارکرد مستلزم توسعه و تعمیق بازار بدهی و ارائه انواعی از اوراق بدهی دولتی و غیردولتی در سررسیدهای کوتاه مدت و بلندمدت است [15]. در ادامه روند نرخ بهره اسناد خزانه سه ماهه و تورم انتظاری در ایالات متحده در شکل (1) نشان داده شده است.

در کشور ما نیز توسعه بازار بدهی، ضمن ایجاد شفافیت در کشف نرخ تأمین مالی و کمک به تصمیم­گیران برای مقایسه بازارهای مختلف، می­تواند به پیش­بینی متغیرهایی از جمله نرخ تورم کمک کند.

شکل 1. روند نرخ بهره اسناد خزانه سه ماهه و تورم انتظاری در ایالات متحده از سال 1980 تا 2018



منبع: https://fred.stlouisfed.org

**بازار بدهی و برنامه­های راهبردی تولید**

هماهنگی با سایر بخش­های اقتصادی و برنامه­های کلان کشور یکی دیگر از ابزارهای موفقیت تأمین مالی در بازار سرمایه و بازار بدهی است. به عنوان نمونه می­توان با توجه به برنامه راهبردی وزارت صنعت، معدن و تجارت و سایر برنامه­های کلان برای بخش­های تولیدی و صنعتی، به منظور تأمین مالی صنایع پیشرو که در این برنامه­ها مشخص شده­اند تمهیداتی اندیشید. صنایع منتخب در این برنامه­ها، صنایعی مهم و دارای ارزش افزوده هستند که برخی از آن­ها در بازار سرمایه کشور سهمی قابل توجه دارند و رشد آن­ها می­تواند بازار ثانویه را با تحرک و جذابیت بیشتری همراه کند. البته به این برنامه­ها نقدهایی وارد است که در جای خود باید به آن­ها پرداخت. اما این مسئله که متولیان بخش صنعت و معدن در روند توسعه صنعتی روی چه صنایعی تکیه خواهند کرد حائز اهمیت است، چرا که بازار سرمایه می­تواند ابزارهای تأمین مالی این بخش­ها را طراحی و رونمایی کند. «خودرو»، «فولاد»، «نساجی و پوشاک»، «سیمان»، «تایر و تیوب»، «لوازم‌ خانگی» و «کاشی و سرامیک» هفت صنعت انتخابی استراتژیک هستند که در شاخص‌های منتخب از جمله سهم ارزش افزوده، اشتغال‌زایی، صادرات، سهم از بازار، سطح دانش و فناوری، مزیت نسبی و زنجیره تامین (به‌عنوان مواد اولیه یا کالاهای نهایی) بیشترین نقش را دارند. در برنامه راهبردی وزارت صنعت، معدن و تجارت، ضمن بررسی وضعیت موجود صنایع منتخب، چشم‌انداز تولید تا افق 1404 نیز اعلام شده است [3]. همچنین سازمان برنامه و بودجه (سازمان مدیریت و برنامه‌ریزی سابق) نیز در گزارشی هدف‌گذاری 19 شاخص و 12 کالای منتخب صنعتی را در دوره 1395 تا 1399 اعلام کرده است. این سازمان در تبیین برنامه ششم توسعه در بخش صنعت، ضمن بررسی چشم‌انداز تولید، روند شاخص‌های مهم صنعتی و جایگاه ایران در منطقه و جهان را اعلام نموده است. تصویر ارائه‌شده از آینده صنعت کشور در این برنامه­های کلان، فرصت­های مربوط به رونق کسب‌وکارها، توسعه سرمایه‌گذاری و توسعه تجارت خارجی را نمایان می­سازد. این تصویر به متولیان بازار سرمایه کمک می­کند برای ایجاد زیرساخت­های تأمین مالی صنایع منتخب برنامه­ریزی کنند و در مسیر طراحی ابزارهای تأمین مالی اختصاصی برای هر صنعت گام بردارند. بدین ترتیب بازار سرمایه می­تواند با آموزش، فرهنگ­سازی و طراحی ابزارهای مناسب هر صنعت و تأمین مالی فعالیت­های آن­ها علاوه بر توسعه بازار بدهی، بخش واقعی اقتصاد را تقویت کند. در حال حاضر تنوع اوراق بدهی به گونه­ای است که برای رفع نیازهای مختلف یک بنگاه و حمایت از تولید ملی می­توانند مورد استفاده قرار گیرند.

**بازار بدهی و دستیابی به ساختار مالی بهینه و کارا**

حرکت از بانک­محوری به سمت بازارمحوری، گزاره پر تکراری است که طی چند سال اخیر در بسیاری از سخنرانی­ها، مقالات و اظهارنظرها شاهد آن بود­ه­ایم. اما به راستی بازارمحور شدن کلید اصلی خروج از رکود و حرکت در مسیر رونق اقتصادی است و می­تواند زمینه و زمانه بهبود فضای کسب و کار را فراهم آورد؟

هر چند رابطه میان توسعه مالی و رشد اقتصادی، همچنان به عنوان یکی از موضوعات مورد مناقشه در اقتصاد کلان باقی مانده است، شواهد نشان می­دهد دست کم در مراحلی از فرآیند توسعه اقتصادی، توسعه مالی به عنوان یک نیروی پیش­برنده اصلی ایفای نقش می­کند و تأثیر مهمی در رشد بلندمدت اقتصاد خواهد داشت. در این میان، یکی از مباحث مهم که در سیاست­گذاری­های کلان اقتصادی اهمیت ویژه­ای دارد، این است که کدام ساخت مالی (بانک محور یا بازارمحور) بهتر می­تواند اقتصاد را در دست­یابی به اهداف خویش یاري رساند؟ بررسی­ها نشان می­دهد پژوهش­های صورت گرفته به­منظور پاسخگویی به این پرسش، نتایج متناقض و متنافری دارند.

مطالعاتی که ژاپن و آلمان را به عنوان نظام­هاي مالی بانک­محور در مقابل انگلستان و آمریکا به عنوان نظام­هاي مالی بازارمحور تحلیل می­کنند، نشان می­دهند که در این کشورها یکی از دو نظام به طور نسبی بیش از دیگری بر فرآیند رشد اقتصادی مؤثر است. همچنین حامیان نظام مالی بانک‌محور معتقدند این نظام، بنابر مدارک و شواهد تاریخی، برای کشورهایی که در مراحل ابتدایی رشد و توسعه اقتصادی هستند نظام کارآمدتری است که رشد اقتصادی پایدارتری را در سال‌های آغازین مدرن شدن به همراه خواهد داشت. در روی دیگر سکه، محققان، افق بلندمدت رشد اقتصادی را در نظر می‌گیرند و ثابت می‌کنند در بلندمدت رشد اقتصادی پایدار و بالا برای نظام‌های بازارمحور محتمل‌تر است [5].

اما دسته سوم از تحقیقات بر میزان توسعه و بلوغ نظام‌های مالی به‌عنوان عامل اصلی تاثیرگذار بر رشد اقتصادی تاکید می‌کنند و نوع نظام مالی را (بانک‌محور یا بازارمحور) در درجه‌دوم اهمیت قرار می‌دهند. از نظر این دسته از مطالعات، توسعه بخش مالی و بهبود نظام تأمین مالی یکی از پایه­های اصلی رشد و توسعه اقتصادی است.

در دیدگاه سوم ارائۀ کلی خدمات مالی از سوي بازارهاي مالی و بانک­ها اهمیت دارد. در این رویکرد موضوع اصلی پیش روي ما بانک یا بازار نیست و بحث پایۀ بانکی در مقابل پایۀ بازار در حاشیه قرار می­گیرد. به عبارتی موضوع اصلی ایجاد محیطی است که در آن واسطه­ها و بازارها خدمات مالی مناسب و متنوعی را فراهم آورند. یعنی بر اساس این دیدگاه، این تنظیمات مالی - قراردادها، بازارها و واسطه­ها – هستند که به بهبود عملکرد بازار منجر می­شوند و خدمات مالی را فراهم می­آورند [8].

با توجه به اینکه آنچه ماهیت نظام مالی یک کشور را نشان می­دهد، چگونگی تأمین و تخصیص منابع لازم برای سرمایه­گذاری در پروژه­های مختلف است، می­توان گفت نظام مالی ایران به لحاظ اندازه بازارها و میزان فعالیت در زمره نظام­های بانک­محور قرار می­گیرد. همچنین بررسی­ها نشان می­دهد نه تنها نظام مالی ایران به لحاظ سطح توسعه یافتگی در سطح نظام­های مالی توسعه نیافته قرار می­گیرد، بلکه روند توسعه آن نیز نامتوازن بوده است [18]. همه این موارد ویژگی­هایی است که لواین [23] در خصوص آن­ها هشدار می­دهد، نتایج تحقیقات لواین حاکی از آن است که ساختارهای نظام مالی تعیین کننده رشد اقتصادی بلندمدت نیست. بلکه سطح توسعه یافتگی یک نظام مالی (به عنوان یک کل یکپارچه) در ارائه خدمات مالی است که توسعه اقتصادی را به همراه خواهد داشت. علاوه بر این توسعه نامتوازن نظام­های مالی، نه تنها تأثیر معنی­داری بر رشد ندارد که می­تواند به عنوان سدی بر سر راه آن عمل کند. توسعه نیافتگی نظام مالی ایران، ضعف این نظام را در ارائه خدمات مالی و عمل به کارکردهای تعریف شده نظام­های مالی در پی خواهد داشت. یکی از اقداماتی که در راستای برون رفت از این وضعیت بایستی صورت گیرد، توسعه بازار سرمایه و بازار بدهی است.

در سال­های اخیر بازار بدهی از رشد کمی و کیفی خوبی برخوردار بوده است. تنوع ابزارهای موجود در بازار در کنار معرفی ابزارهای جدید، سبب شده گروه­های بیشتری بتوانند از خدمات این بازار بهره­مند شوند. همچنین تنوع خدمات ارائه شده توسط نهادمالی مثل مدل­های متنوع بازارگردانی جذابیت سرمایه­­گذاری در اوراق بدهی را افزایش داده و از سوی دیگر فعالیت نهادهای مالی جدید همچون صندوق­های سرمایه­گذاری بازارگردانی نیز سبب کاهش نرخ تأمین مالی شده است.

با توجه به اینکه بر اساس سیاست­های کلی برنامة ششم توسعه، مأموریت­های نظام بانکی تمرکز بیشتر بر تأمین مالی فعالیت­های کوچک و متوسط عنوان شده، می­بایست حرکت به سمت بازار اوراق بهادار و به طور خاص بازار بدهی برای تأمین منابع مالی بلندمدت و تأمین منابع مالی بنگاه­های بزرگ اقتصادی بیش از پیش در دستور کار قرار گیرد. پتانسیل­های بازار بدهی نشان داده توان پاسخگویی به نیازهای متنوع تأمین مالی را دارد و رشد آن می­تواند دستیابی به یک نظام مالی توسعه یافته را تسهیل کند. توجه به این نکته نیز برای دستیابی به یک نظام مالی متوازن دارای اهمیت است که در بازار سرمایه به دلیل نظارت­های چند لایه در فرآیند اعطای مجوز تأمین مالی، منابع مالی تأمین شده در فعالیت­هایی مصرف می­شود که نرخ بازده آن از نرخ تأمین مالی بیشتر است. عدم رعایت این اصل یکی از دلایلی است که سبب ایجاد و رشد مطالبات معوق در نظام بانکی (انجماد منابع بانکی) گردید. اگر بهره­وری و کارآمدی بنگاه به گونه­ای نباشد که نرخ بازده فعالیت آن از نرخ تأمین مالی بیشتر باشد، منابعی که از انتشار اوراق در بازار سرمایه (اعم از اوراق بدهی و یا اوراق سرمایه­ای) به بنگاه تزریق می­گردد در فعالیتی به کار گرفته می­شود که از سودآوری مناسبی برخوردار نبوده و کفایت لازم برای پوشش هزینه­ها از جمله هزینه­های مالی را نخواهد داشت. از این­رو ورود منابع مالی از اثربخشی کافی برای حرکت بنگاه به سمت رشد برخوردار نخواهد بود و ریسک بازپرداخت تعهدات نیز وجود خواهد داشت. با توجه به فرآیندهای موجود در نهادهای تصمیم­گیر بازار سرمایه، همچنین مدیریت ریسک­ها و انتخاب   
پروژه­هایی که از بازده مناسبی برخوردارند، در بازار سرمایه منابع مالی به مسیر بهتری هدایت می­شوند و کارایی نظام تأمین مالی افزایش می­یابد. بدین ترتیب حرکت نظام مالی در مسیر توازن، توسعه و بلوغ با کندی و شکست مواجه نمی­شود.

مسئلة دیگری که باید مورد توجه قرار گیرد و به آن اشاره شد این است که رویکرد نظام بانکی تأمین مالی   
کوتاه­مدت و میان­مدت است در حالیکه تأمین مالی از محل انتشار اوراق بدهی هم از حجم و مبلغ بالاتری برخوردار است و هم دورة زمانی بازپراخت آن بلندمدت است. در نتیجه بازار پول و بازار اوراق بهادار در کنار یکدیگر در جهت رفع نیازهای مالی متنوع شرکت­ها اقدام می­نمایند.

**آثار شرکتی توسعه بازار بدهی**

در این بخش موضوعاتی همچون بهینه بودن هزینه­های تأمین مالی از طریق انتشار اوراق بدهی، نقش اوراق بدهی در تأمین سرمایه در گردش و پیام­های انتشار اوراق بدهی بررسی می­شود.

**بازار بدهی و هزینه­های تأمین مالی**

در طی سال­های گذشته بازار اولیه از نظر تأمین مالی شرکتی رشد نامتوازنی را تجربه کرده و کفه ترازو به نفع ابزارهای سرمایه­ای سنگینی می­کند، به عبارتی شرکت­ها از منابع بازار سرمایه بیشتر به صورت انجام افزایش سرمایه استفاده نموده­اند، از این­رو در کنار اهمیت بالای ابزارهای سرمایه­ای، بایستی انتشار اوراق بدهی و تأمین مالی از این طریق نیز در کانون توجه قرار گیرد.

در ادبیات مالی دو نظریه کلی در خصوص تأمین مالی از طریق بدهی وجود دارد طبق نظریه اول،  
 شرکت­هایی که تأمین مالی آن­ها از طریق بدهی است، بخشی از درآمدهای خود را در سال­های آینده صرف پرداخت هزینه­های تأمین مالی می­کنند؛ در نتیجه، سودآوری آینده آن­ها کاهش خواهد یافت. طبق نظریه دوم شرکت­هایی که بخش قابل توجهی از منابع مالی مورد نیاز خود را از طریق بدهی تأمین می­نمایند، این فرصت را دارند تا با استفاده از این منبع تأمین مالی ارزان در پروژه­های ارزش­آفرین سرمایه­گذاری کرده و در نتیجه سودآوری و ارزش خود را ارتقا دهند. انتظار می­رود سودآوری این شرکت­ها با استفاده از صرفه­جویی (سپر) مالیاتی ایجاد شده از بدهی، به میزان بیشتری افزایش یابد.

ملاک تحلیل و تصمیم ما هر کدام از این نظریه­ها باشد، یک نکته مشترک وجود دارد و آن هم اینکه نرخ هزینه تأمین مالی برای بنگاه از اهمیت بالایی برخوردار است. تحقیق و تجربه نشان داده در کشور ما هزینة تأمین مالی از طریق اوراق بدهی نسبت به سایر منابع بیشتر نیست و به عبارتی شاید بتوان گفت یکی از راه­های ارزان تأمین مالی انتشار اوراق بهادار بدهی است.

پژوهش انجام شده در پژوهشکده پولی و بانکی نشان می­دهد در طی سال­های گذشته اگر چه سهم   
تأمین­کنندگان منابع مالی شرکت­های بورسی، یعنی از یک سو منابع تأمین شده از طرف صاحبان سهام (حدود 32 درصد دارایی­ها) و از سوی دیگر منابع حاصل از تسهیلات بانکی و انتشار اوراق (حدود 26 درصد دارایی­ها) فاصلة چندانی از یکدیگر ندارد، اما از کیک درآمدی بنگاه (درآمد حاصل از فروش و ارائة خدمات)، برشی 17 درصدی سهم سهامداران و بخشی در حدود 5 درصد عایدی سایر تأمین­کنندگان منابع مالی (تسهیلات و اوراق) می­باشد، که نشان می­دهد هزینة تأمین مالی ناشی از استقراض ارزان­تر از تأمین مالی از طریق صاحبان سهام است. به عبارتی سهم منابع تأمین شده توسط سهامداران 17 درصد جمع درآمدهای بنگاه و سهم منابع ناشی از تسهیلات و اوراق 5 درصد جمع درآمدهای بنگاه می­باشد [19]. سهم 5 درصدی هزینه تأمین مالی در پژوهش دیگری که به تحلیل هزینه تأمین مالی و سطح نقدینگی مورد نیاز بنگاه­هاي تولیدي در بورس تهران می­پردازد نیز تأیید می­شود [11]. همچنین گزارش منتشر شده توسط مؤسسه عالی آموزش و پژوهش در مدیریت و برنامه­ریزی [10] نیز نشان می­دهد بر اساس صورت­های مالی شرکت نمونه فعال در بورس تهران برای دوره سه ماهه منتهی به پایان بهار 1396 هزینه تأمین مالی بنگاه 5 درصد جمع درآمدها و سهم منابع تأمین شده توسط سهامداران یعنی سود خالص از جمع درآمدها حدود 14 درصد می­باشد.

باید توجه داشت ثبت حسابداری هزینه مالی را در حدود پنج درصد فروش نشان می­دهد و آن چه که طبق استانداردهای حسابداری به عنوان هزینه مالی در نظر گرفته می­شود، زیر مجموعه­ای از هزینه مالی از منظر اقتصادی است. به عنوان مثال در مورد خرید دارایی جاری افزایش قیمت ناشی از خرید نسیه که از دید اقتصادی هزینه مالی تلقی می­شود در حساب­ها و اسناد پرداختنی طبقه­بندی می­شود. مثال دیگر آنکه هزینه مالی مرتبط با دارایی­های ثابت تا قبل از بهره­برداری بر اساس استانداردهای حسابداری به عنوان بخشی از قیمت تمام شده

آن­ها در نظر گرفته می­شود، در حالی که از دید اقتصادی همجنس سایر هزینه­های مالی است [14]. بنابراین در صورتی که قرار به بررسی اثر هزینه مالی بر سودآوری بنگاه­ها باشد، این نکته نباید از نظر دور شود که هزینه مالی عنوان شده در این تحقیقات (حدود 5 درصد) حداقل هزینه مالی تحمل شده توسط بنگاه­هاست. از سوی دیگر برخی از انواع تسهیلات همچون تسهیلات اعطایی از سوی صندوق توسعه ملی از نرخ­های پایین­تری نسبت به سایر منابع تأمین شده به صورت استقراض برخوردارند. البته با در نظر گرفتن این موارد باز هم هزینه منابع تأمین شده از طریق استقراض اعم از بانک یا انتشار اوراق نسبت به هزینه منابع تأمین شده توسط سهامداران با تفاوت چشمگیری کمتر خواهد بود.

همچنین اگر هزینه مالی را به مانده تسهیلات و سود خالص را به حقوق صاحبان سهام تقسیم کنیم، می­توانیم بازده هر واحد آورده این دو تأمین­کننده را مقایسه کنیم. نتایج نشان می­دهد بازده سهامداران بیشتر است که بخشی از آن با توجه به ریسکی که می­پذیرند، قابل توجیه است. اما از سوی دیگر نشان می­دهد همواره تأمین مالی از طریق استقراض در مقایسه با سرمایه منبع ارزان­تری بوده است. در اینجا توجه به یک نکته ضروری است، در طی سال­های گذشته بخش عمده هزینه تأمین مالی شرکت­ها مربوط به هزینه تأمین مالی ناشی از دریافت تسهیلات بوده و بخش کوچکی از آن مربوط به انتشار اوراق بدهی می­باشد. اما در صورتی که استفاده از اوراق بدهی برای تأمین منابع مالی در دستور کار بنگاه­ها قرار گیرد به دلیل اینکه از نظر تهیه صورت­های مالی رویکرد یکسانی برای هزینه تأمین مالی ناشی از انتشار اوراق بدهی و هزینه تأمین مالی ناشی از تسهیلات در نظر گرفته می­شود، خدشه­ای بر تحلیل صورت گرفته مبنی بر اینکه هزینه تأمین منابع مالی ناشی از استقراض (بانک یا انتشار اوراق و ...) کمتر از هزینه منابع تأمین شده به صورت سرمایه­ای است وارد نمی­شود. بدین ترتیب می­توان استفاده از ابزارهای بدهی را برای بنگاه­ها بهینه دانست. علاوه بر مقایسه اوراق بدهی با اوراق سرمایه­ای، می­توان انتشار اوراق بدهی را با دریافت تسهیلات بانکی نیز مقایسه کرد. در این خصوص باید گفت ظرفیت اعطای تسهیلات در نظام بانکی با محدودیت مواجه است. همچنین رسالت نظام بانکی تأمین مالی فعالیت‌های خرد و متوسط (بند 6 سیاست­های کلی برنامة ششم) تعیین شده است. از این­رو برای تأمین نیازهای مالی، انتشار اوراق بدهی از نگاه متقاضی تأمین مالی گزینه مطلوبی محسوب می­شود و نسبت به تأمین مالی از سیستم بانکی نیز از جذابیت برخوردار است، چرا که تأمین مالی با حجم­های بزرگ و نرخ­هایی که در گزارش­های توجیهی انتشار اوراق می­بینیم در نظام بانکی میسر نیست یا با محدودیت همراه است.

**بازار بدهی و تأمین سرمایه در گردش**

میزان سرمایه در گردش شاخصی برای تشخیص درجه نقدینگی، توان بازپرداخت بدهی و تداوم فعالیت­های عملیاتی بنگاه است و مديريت سرمايه در گردش، تعيين حجم و ترکيب منابع و مصارف سرمايه در گردش است، به گونه­ای که ارزش شرکت افزایش یابد [7]. در حال حاضر یکی از معضلات بنگاه­ها، مسئله پایین بودن دائمی یا موقت سرمایه در گردش است. گزارش پژوهشکده پولی و بانکی که در آن ترازنامه هم جمع شرکت­های بورسی از سال 1375 تا 1390 تهیه شده [19] و گزارش مؤسسه عالی آموزش و پژوهش مدیریت و برنامه­ریزی که در آن ترازنامه هم جمع شرکت­های بورسی برای دوره سه ماهه منتهی به پایان بهار 1396 تهیه شده نشان می­دهند یکی از مشکلات شرکت­های بورسی منفی بودن خالص سرمایه در گردش آن­هاست. به عبارتی بدهی جاری این شرکت­ها از دارایی­های جاری آن­ها بیشتر است و این مسئله یکی از محرک­های اساسی برای تقاضای منابع مالی محسوب می­شود. از این­رو ارتقای نظام تأمین سرمایه در گردش در کشور جزو مهمترین اولویت­های توسعه نظام مالی به شمار می­رود. کاراتر کردن نظام سرمایه در گردش نمی­­تواند از طریق اجبار بانک­ها به ارائه این نوع وام­ها باشد [9].

برای سرمایه در گردش دو تعریف کارکردی می­توان ارائه کرد. [9] تعریف اول از دید ترازنامه­ای به مسئله می­نگرد و سرمایه در گردش را به عنوان تفاضل بین دارایی­های جاری بنگاه (شامل حساب­های دریافتنی، موجودی کالای اولیه و ساخته شده و پول نقد) و بدهی­های جاری بنگاه (شامل حساب­های پرداختنی و بدهی کوتاه مدت) تعریف می­کند. بر این اساس سرمایه در گردش به نوعی منبع نقدینگی بنگاه است و نشان می­دهد بنگاه با چه سرعتی می­تواند تعهدات کوتاه مدت خود (مثل پرداخت به تأمین کنندگان و پیمانکاران) را انجام دهد. با این تعریف و از زاویه دید سرمایه کل شرکت، سرمایه در گردش هم به عنوان منبع و هم محل مصرف منابع مالی در شرکت­ها مطرح است. اگر بنگاه از طریق مدیریت درست حساب­های دریافتنی و پرداختنی بتواند مازادی در بخش سرمایه در گردش خلق کند (مثلا با افزایش دوره پرداخت و کاهش دوره دریافت مطالبات)، سرمایه در گردش منبعی برای تزریق جریان نقدی در پروژه­های بلند مدت شرکت خواهد بود. در مقابل اگر وصول مطالبات طولانی­تر از دوره پرداخت باشد، بنگاه با سرمایه در گردش منفی مواجه است.

دیدگاه دوم، دیدگاه فرآیند تولید است و به سرمایه مسدود شده در طول زنجیره تولید (از خرید مواد اولیه تا دریافت قیمت فروش محصول نهایی) اشاره می­کند. وجود سرمایه در گردش کافی به بنگاه امکان می­دهد سطح متغیرهای تولید (مثلا سطح موجودی مواد اولیه و موجودی کالای نهایی) را در حد بهینه تنظیم کند. عدم دسترسی به سرمایه در گردش کافی باعث می­شود عملیات جاری بنگاه متوقف شود یا بنگاه سطحی غیر بهینه از فرآیند تولید را انتخاب کند. برای مثال حجم سفارش مواد اولیه را پایین آورده و باعث افزایش هزینه­های سفارش­دهی شود. از بعد دیگر کمبود سرمایه در گردش و تلاش برای کاستن از چرخه نقد ممکن است موجب شود سطح موجودی کالای ساخته شده در حدی پایین تر از مقدار بهینه انتخاب گردد و معضل فروش از دست رفته را در پی داشته باشد [9]. در هر دو حالت برای رفع مشکل سرمایه در گردش منفی روش­های مختلفی وجود دارد. یکی از این روش­ها تغییر در سیاست­های عملیاتی بنگاه است. در این حالت بنگاه می­تواند سیاست­هایی مثل کاهش سطح موجودی یا ارائه تخفیفات فروش را اعمال نماید. با توجه به اینکه اتخاذ چنین رویکردهایی بنگاه را از سیاست­های عملیاتی بهینه دور می­کند، در نهایت می­تواند بر ارزش بنگاه تأثیر منفی داشته باشد. روش دیگر تأمین مالی خارجی و استفاده از ابزارها و منابع بازارهای مالی است. در این حالت اثر تخریب ارزش سرمایه در گردش منفی متناسب با هزینه اضافی تأمین مالی خارجی خواهد بود [9]. هر چقدر هزینه تأمین مالی پایین­تر باشد بر مطلوبیت این روش افزوده می­شود.

بررسی اقلام سرمایه در گردش نشان می­دهد در بسیاری از موارد انتخاب روش دوم برای شرکت گزینه مطلوب­تری است. بررسی اقلام سمت راست ترازنامه نشان می­دهد، اجزای مهم دارایی­های جاری شرکت شامل موجودی مواد و کالا و حساب­ها و اسناد دریافتنی می­باشد. فروش موجودی مواد و کالا و تبدیل آن به سایر اجزای دارایی جاری مثل وجه نقد یا حساب­های دریافتنی به دلیل وجود حاشیه سود می­تواند به بهبود و افزایش کیفیت سرمایه در گردش منجر شود، اما به دلیل اینکه افزایش فروش و یا افزایش سهم از بازار به راحتی ممکن نیست، این اقدام با محدودیت مواجه است. از سوی دیگر کاهش دوره وصول مطالبات نیز به دلایلی مثل سیاست­های تجاری شرکت و تعامل با مشتریان محدودیت­هایی دارد. همچنین توجه به این نکته مهم است که در صورت وجود شرایط رکود اقتصادی فروش محصولات و خدمات و وصول مطالبات با چالش بیشتری همراه است. اما در سوی دیگر ترازنامه بازپرداخت حساب­های پرداختنی، تسهیلات دریافتی و سود سهام پرداختنی بر نقدینگی شرکت فشار وارد خواهد کرد. از این­رو شرکت به سمت استفاده از خدمات بازارهای مالی می­رود. در این میان اگرچه تأمین سرمایه در گردش یکی از وظایف مهم سیستم بانکی است، اما بازار بدهی ابزارهای مناسب و جذابی برای تأمین سرمایه در گردش دارد.

از بین ابزارهای موجود در بازار بدهی، ابزارهایی همچون اوراق مرابحه، خرید دین و رهنی نقش مهمی در بهبود وضعیت سرمایه در گردش بنگاه­ها دارند. به عنوان نمونه با انتشار اوراق مرابحه به منظور تأمین مواد و کالا از یک طرف بانی انتشار اوراق مواد و کالای مورد نیاز خود را فراهم می­کند و از سوی دیگر وجوه نقد از طریق نهاد واسط در اختیار فروشنده قرار می­گیرد. به این ترتیب وضعیت سرمایه در گردش هر دو طرف با ورود مواد و کالا برای بانی و ورود وجوه نقد برای فروشنده بهبود می­یابد و به دلیل خرید نقدی و با حجم زیاد امکان استفاده از تخفیفات نقدی فروش و در نتیجه کاهش بهای تمام شده مواد و کالا نیز فراهم می­شود. در شرایط تورمی در صورتی که هزینه تأمین مالی از نرخ تورم کمتر باشد، بانی انتشار اوراق مرابحه با انتشار اوراقی که سررسید اصل آن در سنوات بعد است، نسبت به تأمین مواد و کالا اقدام نموده و خود را در برابر تورمی که به افزایش بهای تمام شده منجر می­شود مصون می­نماید.

ابزارهای دیگری که می­تواند مورد استفاده قرار گیرند اوراق رهنی و اوراق خرید دین هستند در این اوراق بخشی از مطالبات مدت­دار اشخاص حقوقی در مقابل دریافت وجوه نقد به نهاد واسط واگذار می­شود. به این ترتیب با تبدیل یک دارایی بلندمدت به وجه نقد (دارایی جاری) سرمایه در گردش شرکت بهبود می­یابد.

همچنین انتشار اوراق اجاره به منظور تأمین نقدینگی نیز ابزار مناسبی برای فراهم نمودن وجوه نقد و به کارگیری آن به عنوان سرمایه در گردش می­باشد.

توسعه بازار بدهی، کاهش نرخ تأمین مالی، تنوع و نوآوری در ابزارهای موجود و طراحی ابزارهای جدید می­تواند نظام تأمین سرمایه در گردش از طریق بازار سرمایه را بیش از پیش تقویت نماید. هم اکنون نیز منابع مالی قابل توجهی برای تأمین سرمایه در گردش شرکت­ها از طریق انتشار انواع اوراق بدهی به خصوص اوراق مرابحه فراهم شده است.

**بازار بدهی و پیام­های انتشار اوراق**

یکی از تئوری­های مطرح در ادبیات مالی تئوری علامت‌دهی است که بیشتر در مباحث تقسیم سود به آن پرداخته می­شود. این تئوری بیان می‌دارد که اعلام سود سهام برای بازار، حاوی اطلاعاتی جدید است یعنی مدیریت یک شرکت در مورد چشم‌انداز آینده شرکت نسبت به سهامداران شرکت بیشتر می‌داند و مدیران می‌توانند از سود سهام برای علامت دادن و رساندن اخبار خوب به سهامداران استفاده کنند، به عبارت دیگر سود سهام دارای محتوای اطلاعاتی بوده و اطلاعات مهم مالی را مخابره می‌کند [4]. از منظر تئوری علامت­دهی به دلیل عدم تقارن اطلاعاتی، مدیریت نسبت به سرمایه­گذاران و سایر ذینفعان اطلاعات بیشتری در مورد   
فرصت­های رشد، سودآوری، جریانات نقدی و چشم انداز آتی شرکت در اختیار دارد و لذا بهتر می­تواند وضعیت آینده شرکت را پیش­بینی کند. تئوری علامت­دهی را می­توان به سایر پیام­های ارسالی از طرف بنگاه از جمله انتشار اوراق بهادار نیز تعمیم داد.

راس [26] معتقد است واکنش بازار سهام به موضوع انتشار اوراق قرضه به این معنی است که انتشار اوراق بهادار ممکن است سیگنالی قابل اطمینان در مورد کیفیت شرکت­ها ارسال نماید و مشکل انتخاب ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش می­دهد. همچنین پژوهش دیگری نشان داد که در شش بازار مالی اسلامی شامل مالزی، اندونزی، سنگاپور، امارات، بحرین و قطر، واکنش بازار به انتشار اوراق قرضه پیش از بحران مالی سال ­های 2007 تا 2009 مثبت و در دوره بحران و پس از آن منفی بوده است [20].

در ایران در خصوص علامت­هایی که انتشار اوراق بدهی به بازار ارسال می­کند و تصمیم و واکنش بازار به چنین اخباری، پژوهشی انجام نشده است. در هر حال به صورت تجربی می­توان گفت برخی از اقدامات مدیریت می­تواند کیفیت جریانات نقدی و توانمندی شرکت در زمینه پشتیبانی از پرداخت­های نقدی به موقع را علامت­دهی کند. بر این اساس وقتی شرکتی برای تأمین مالی نسبت به انتشار اوراق بدهی اقدام می­کند، در صورتی که قصد غلتاندن بدهی[[5]](#footnote-5) و انتقال آن به دوره­های بعد را نداشته باشد حداقل دو پیام را به بازار مخابره می­کند:

اول اینکه، در تأمین مالی از طریق انتشار اوراق بدهی پرداخت به موقع اصل و فرع اوراق به دارندگان اوراق از اهمیت بالایی برخوردار است. وقتی شرکتی نسبت به انتشار اوراق بدهی و تأمین مالی از این طریق اقدام   
می­کند در خصوص کیفیت ساختار مالی و نظم جریانات نقدینگی خود اطمینان زیادی دارد چرا که امکان استمهال بدهی در این نوع تأمین مالی وجود ندارد و پرداخت­های ناشی از اوراق می­بایست در زمان­های مقرر و به موقع صورت پذیرد. پس شرکت به طور غیر مستقیم به سرمایه­گذاران فعلی و آتی این علامت و پیام را   
می­دهد که جریانات نقدی از کیفیت برخوردار است و امکان ایفای تعهدات در موعد مقرر وجود دارد.

دوم اینکه منابع مالی تأمین شده از طریق ابزارهای بدهی در خدمت توسعه کسب و کار شرکت و یا اصلاح ساختار مالی آن قرار می گیرد. اقدام به انتشار اوراق بدهی این پیام را در بر دارد که مدیریت برای تأمین منابع مالی مورد نیاز جهت توسعه فعالیت­های شرکت، روش­هایی را انتخاب نموده که هزینه سرمایه پایین­تری دارند و در بلندمدت می­توانند برای سهامداران ارزش بیشتری ایجاد کنند.

به این ترتیب پیام­ها و علامت­های مربوط به انتشار اوراق بدهی که شامل ورود نقدینگی جدید به شرکت، توسعه عملیات و برنامه­ریزی برای بهبود وضعیت آتی شرکت می­باشد، اعتماد سرمایه گذاران و بازار را در پی خواهد داشت.

**جمع­بندی و نتیجه­گیری**

بازار بدهی در طول سال­های اخیر از رشد چشمگیری برخوردار بوده و توانسته در راستای تأمین مالی بخش­های مختلف اقتصاد اعم از دولتی، غیردولتی و شهرداری­ها عملکرد قابل توجهی داشته باشد. در این مقاله بازار بدهی از دو جنبه یعنی دستاوردهای کلان و آثار شرکتی مورد بررسی قرار گرفت. بررسی­ها نشان می­دهد توسعه بازار بدهی نه تنها به بهبود فضای کسب و کار منجر می­شود بلکه می­تواند جایگاه ایران را در شاخص­های جهانی بهبود ببخشد که یکی از نتایج این امر جذب سرمایه­های خارجی است. همچنین بازار بدهی محملی است که در آن نرخ سود از تعادل عرضه و تقاضا و بدور از فرآیندهای دستوری تعیین می­شود. بدین ترتیب تخصیص منابع بر اساس قیمت انجام می­شود و نااطمینانی­های ناشی از نکول اصل و فرع اوراق به حداقل می­رسد. می­دانیم در صورتی که نرخ سود به درستی تعیین گردد، منابع بازار به سمت پروژه­هایی خواهد رفت که نرخ بازگشت آن­ها از نرخ سود تعادلی اوراق بیشتر باشد. این رویکرد سبب حذف پروژه­هایی با بازدهی کمتر خواهد شد. حذف پروژه­های با بازدهی پایین­تر و اجرای پروژه­هایی که بازدهی بیشتری دارند علاوه بر کاهش ریسک نکول موجب افزایش رشد اقتصادی نیز می­شود.

همانطور که در این پژوهش به آن اشاره شد توسعه بازار بدهی می­تواند با تأمین منابع مالی اجرای برنامه­های کلان و راهبردی حوزه صنعت، معدن و تجارت را تسهیل کند. از سوی دیگر رشد تأمین مالی با استفاده از ابزارهای بازار سرمایه و بازار بدهی، سهم بازار اوراق بهادار در مقابل نظام بانکی (بازار پول) را افزایش می­دهد و به توازن و بلوغ نظام مالی کشور کمک می­نماید.

در این نوشتار توسعه بازار بدهی از منظر شرکتی نیز مورد توجه قرار گرفت. بررسی­ها نشان داد گرچه هزینه مالی بنگاه­ها (از منظر اقتصادی) بیش از پنج درصد فروش آن­هاست [14]. اما بازهم ابزارهای بدهی در دسته ابزارهای تأمین مالی ارزان­تر قرار می­گیرد. همچنین این ابزارها با تأمین مبالغ قابل توجهی از منابع مالی، می­توانند چالش­ سرمایه در گردش شرکت­ها را برطرف کنند. علاوه بر آن در شرایط تورمی که افزایش موجودی­ انبار شرکت­ها منافعی همچون کاهش یا عدم افزایش بهای تمام شده محصولات یا خدمات را به همراه دارد، ابزارهای بازار بدهی روش­های مناسبی برای تأمین منابع محسوب می­شوند.

در نهایت به صورت تجربی می­توان نتیجه گرفت در شرکت­هایی که با انتشار اوراق بدهی منابع مالی خود را تأمین می­کنند این اقدام می­تواند کیفیت جریانات نقدی، توانمندی شرکت در زمینه پشتیبانی از پرداخت­های نقدی به موقع و استفاده از منابع ارزان­تر را علامت­دهی کند. البته بررسی دقیق پیام­ها و علامت­های انتشار اوراق بدهی توسط شرکت­ها در ایران نیازمند انجام پژوهش­های آماری می­باشد.

این مقاله به تشریح برخی از دستاوردها و آثار بازار بدهی پرداخت و نشان داد توسعه بازار بدهی در رشد و توسعه اقتصادی، بهبود فضای کسب و کار و تقویت بنگاه­­ها نقش با اهمیتی دارد و می­تواند به ارتقای نظام اقتصادی و مالی کشور کمک کند.

**منابع:**

1. احمدیان، مریم. (1390). *بررسی و نقد شاخص های جهانی آزادی اقتصادی (بنیاد هریتیج و مؤسسه فریزر).* شماره گزارش 12072، مرکز پژوهش­های مجلس شورای اسلامی، تهران.
2. اختیاری، سارا. (1392). *جایگاه ایران در شاخص آزادی اقتصادی سال 2014 میلادی.* دفتر پایش و بهبود محیط کسب و کار معاونت اقتصادی وزارت امور اقتصادی و دارایی، تهران.
3. جلالی، سجاد. مومن­زاده، محمد مهدی. امیدوار تجریشی، رضا و حامد شجاعی. (1397). *مالی پیشرفته.* تهران: نشر نورا.
4. دنیای اقتصاد. (1394). *تغییر ریل نظام مالی ایران.* شماره 3699، 20/11/94.
5. سیاح، سید امیر و فرید قادری. (1390). *جزئیات پنج گزارش دوره­ای بانک جهانی از زمینه­های کسب و کار در کشورهای مختلف.* شماره گزارش 10938، مرکز پژوهش­های مجلس شورای اسلامی، تهران.
6. طاهری، ماندانا. (1394). تأمین مالی سرمایه در گردش بنگاه­های عضو بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه*  
    *تازه­های اقتصاد،* شماره 146.
7. عیسوی، محمود. (1389). ساخت مالی متوازن ساختی مناسب برای نظام مالی کشور. *دو فصلنامه معرفت اقتصادی،* سال اول، شماره اول، صص 49 ـ 82.
8. قدوسی، حامد. (1394). سیاست­هایی برای بهبود نظام تأمین سرمایه در گردش. *فصلنامه تازه­های اقتصاد،* شماره 144.
9. کرامت­فر، مهدی. (1396). *بررسی صورت­های مالی شرکت­های بازار سرمایه.* موسسه عالی آموزش و پژوهش مدیریت و برنامه­ریزی، تهران.
10. کمیجانی، اکبر و [حمید رضا طباطبایی زواره](http://ecor-old.modares.ac.ir/?_action=article&au=20902&_au=%D8%AD%D9%85%DB%8C%D8%AF+%D8%B1%D8%B6%D8%A7++%D8%B7%D8%A8%D8%A7%D8%B7%D8%A8%D8%A7%DB%8C%DB%8C+%D8%B2%D9%88%D8%A7%D8%B1%D9%87). (1394). هزینه تأمین مالی و سطح نقدینگی مورد نیاز بنگاه‌های تولیدی؛ مطالعه موردی: شرکتهای تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار. *پژوهش­های اقتصادی (رشد و توسعه پایدار)،* [دوره 15، شماره 1](http://ecor-old.modares.ac.ir/issue_5232_5233_%D8%AF%D9%88%D8%B1%D9%87+15%D8%8C+%D8%B4%D9%85%D8%A7%D8%B1%D9%87+1%D8%8C+%D8%A8%D9%87%D8%A7%D8%B1+1394%D8%8C+%D8%B5%D9%81%D8%AD%D9%87+1-228.html)، بهار 1394، صص 157-141.
11. گزارش­های آماری سازمان بورس و اوراق بهادار، منبع: http://www.rdis.ir/
12. محمودزاده، امینه. (1391). بررسی ساختار مالی بخش شرکتی ایران. *فصلنامه تازه­های اقتصاد،* شماره 136.
13. موسوی، سید سعید. (1396). *آسیب شناسی عملکرد اسناد خزانه اسلامی.* شماره گزارش 15542، مرکز پژوهش­های مجلس شورای اسلامی، تهران.
14. میثمی، حسین. (1395). بازار بدهی راهی برای جبران کاهش درآمدها. *دو ماهنامه تازه­های اقتصاد،* شماره 148.
15. میرجلیلی، سیدحسین. (1395). *الزامات دستیابی به رشد هشت درصد (مروری بر تجربه سیزده کشور).* شماره گزارش 14858، مرکز پژوهش­های مجلس شورای اسلامی، تهران.
16. نیلی، مسعود و همکاران. (1394). *اقتصاد ایران به کدام سو می‌رود؟* . تهران: انتشارات دنیای اقتصاد.
17. نیلی، فرهاد و امینه محمود زاده. (1393). *ساختار هزینه­ای بنگاه­ها و تقاضا برای منابع مالی،* پژوهشکده پولی و بانکی، تهران.
18. Alam, N and Kabir, H. and Haque, M. (2013). [Are Islamic Bonds Different From Conventional Bonds? International Evidence From Capital Market Tests](https://ideas.repec.org/a/bor/bistre/v13y2013i3p22-29.html), *[Borsa Istanbul Review](https://ideas.repec.org/s/bor/bistre.html),* Research and Business Development Department, Borsa Istanbul, vol. 13(3), pages 22-29, September.
19. Clews, R., Salmon, C and Weeken, O. (2010). The Bank’s Money Market Framework. *Bank of England Quarterly Bulletin*, V. 4.
20. Index of Economic Freedom 2018
21. Levine, R. (2002). [Bank-based Or Market-based Financial Systems: Which Is Better?,](http://ideas.repec.org/a/eee/jfinin/v11y2002i4p398-428.html)" *Journal of Financial Intermediation*, v11(4,Oct), 398-428.
22. Mishkin, F. (2013). *The Economics of Money، Eanking and Financial Markets.* Boston: Pearson Higher Ed.
23. Mishkin F. (2004). *Macroeconomics, policy and practice,* Columbia university.
24. Ross, S. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive Signaling Approach. *Journal of Economics,* Vol. 8, pp. 23-40
25. The Global Competitiveness Report 2010–2018

**Development of the debt market, from macro results to corporate** **effects**

**Abstract**

**Purpose:** In this study, the position of the debt market in the financing system and its role in facilitating access to financial resources are examined from two aspects: macro achievements and corporate effects. The debt market has grown dramatically during recent years and has been able to have a significant performance in financing various sectors of the economy.

**Methodology:** This is a qualitative, descriptive, and applied research whose information is collected through a library method and documentation review.

**Findings:** Studies in macro level represent that the development of the debt market can improve Iran's position in global indicators. It also helps determine the rate of interest in the economy and, by supplying financial resources, facilitates the implementation of large-scale and strategic plans in the field of production. On the other hand, financing growth by using capital market instruments and debt market helps the balance and maturity of the country's financial system. From a corporate perspective, investigations also show that debt instruments are among the cheaper financing tools than the capital instruments. These tools can also resolve the challenge of corporate turnover. On the other hand, it can be empirically concluded that the issuance of bonds can send messages about the conditions of the company to the market.

**Originality/ Innovation:** The study of the effect of developing debt market on Iran's position in global indices, the role of the debt market in determining the interest rate, managing the cost of financing, providing working capital and evaluating the messages and signs of issuing bonds are among the cases that other researches have not paid them.

**Keywords:** Financing, Capital Market, Debt Market, interest rates, Debt Securities

1. Global Competitiveness Index [↑](#footnote-ref-1)
2. Financial market development [↑](#footnote-ref-2)
3. Credit Crunch [↑](#footnote-ref-3)
4. Term Structure [↑](#footnote-ref-4)
5. Roll over [↑](#footnote-ref-5)